

Gutachterliche Bewertung
der Staatl. Mineralbrunnen Aktiengesellschaft Bad Brückenau
Bad Brückenau, Deutschland
zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung
für die geplante Übertragung
der Aktien der Minderheitsaktionäre gem. § 327a Abs. 1 AktG
zum 20.08.2026

[Auftrag 16039BE000800 // 2026/1159]

INHALTSVERZEICHNIS

	<u>SEITE</u>
A. AUFTRAGSGEGENSTAND UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG	12
I. Beauftragung	12
II. Beurteilungsgrundlagen	15
1. Zur Verfügung stehende Unterlagen	15
2. Auskunftspersonen	16
3. Besprechungen	16
4. Vollständigkeitserklärung	16
B. HINTERGRUND UND VORANGEGANGENE MASSNAHMEN	17
C. DARSTELLUNG DER STAATL. MINERALBRUNNEN	18
I. Wirtschaftliche und rechtliche Verhältnisse	18
II. Steuerliche Verhältnisse	19
III. Kapitalverhältnisse	19
D. MARKT- UND WETTBEWERBSUMFELD DER STAATL. MINERALBRUNNEN	21
I. Gesamtwirtschaftliche Rahmenbedingungen	21
II. Marktumfeld der Staatl. Mineralbrunnen	27
1. Vorbemerkung	27
2. Der Markt für Getränke	27
3. Der Markt für Mineralwasser	29
4. Marktprognose	33
5. Wettbewerb	35
6. Positionierung der Staatl. Mineralbrunnen im Wettbewerb	36
E. BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE UND -METHODEN	40
I. Methodische Vorüberlegungen	40
II. Ertragswert nach IDW S 1 i.d.F. 2026	41
1. Vorbemerkung	41
2. Kapitalisierungszinssatz	43
a) Konzeption	43
b) Basiszinssatz	45
c) Marktrisikoprämie	45
d) Betafaktor	47
e) Wachstumsabschlag	48
III. Marktpreisorientierte Bewertung	48
IV. Liquidations- und Substanzwert	49
V. Relevanz des Aktienkurses	50
F. ERMITTLUNG DES UNTERNEHMENSWERTS	52
I. Vorbemerkung	52

II. Vergangenheitsanalyse.....	53
1. Analyse der Jahresabschlüsse der Staatl. Mineralbrunnen.....	54
a) Gewinn- und Verlustrechnung.....	54
b) Vergleich mit repräsentativen Wettbewerbern.....	59
c) Entwicklung der Aktiva und Passiva.....	62
d) Entwicklung der Ausschüttungen.....	71
2. Ergebnis der Vergangenheitsanalyse.....	72
3. Ableitung eines um Sondereffekte bereinigten EBIT in den Jahren 2023 bis 2025.....	74
III. Ertragswertverfahren.....	76
1. Planungsrechnung.....	76
a) Planungsprozess bei der Staatl. Mineralbrunnen.....	76
b) Überleitung der Unternehmensplanung in die bewertungsrelevante Planungsrechnung.....	77
c) Planungstreue.....	78
d) Bewertungsrelevante Ertragsplanung.....	82
aa) Detailplanung 2026 bis 2028.....	82
bb) Preis-Mengen-Gerüst.....	89
cc) Konvergenzphase 2029 bis 2031.....	91
dd) Ewige Rente 2032 ff.....	94
e) Bilanzplanung.....	97
aa) Aktiva.....	97
bb) Passiva.....	100
cc) Net Working Capital.....	103
f) Cashflow-Planung.....	104
g) Plausibilisierung der Unternehmensplanung der Staatl. Mineralbrunnen.....	105
aa) Vorbemerkung.....	105
bb) Rechnerische und formelle Plausibilität.....	105
cc) Materielle, externe Plausibilität.....	106
dd) Materielle, interne Plausibilität.....	106
2. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes.....	108
a) Basiszinssatz.....	108
b) Risikozuschlag.....	110
aa) Marktrisikoprämie.....	110
bb) Betafaktor.....	112
c) Wachstumsabschlag.....	124
d) Zusammenfassung des Kapitalisierungszinssatzes.....	126
3. Ertragswert der Staatl. Mineralbrunnen.....	127
a) Vorbemerkung.....	127
b) Ermittlung des Ertragswerts.....	127
c) Wertbeitrag des gesondert zu berücksichtigenden Vermögens.....	129
aa) Vorbemerkung.....	129

bb) Bestimmung der nicht für den operativen Geschäftsbetrieb notwendigen Liquidität zum 20.08.2026.....	129
cc) Bestimmung weiterer gesondert zu berücksichtigenden Erträge zum 20.08.2026.....	130
d) Bestimmung des Unternehmenswerts (Equity Value) zum 20.08.2026.....	131
4. Plausibilisierung.....	133
a) Plausibilisierung mittels Multiples.....	134
b) Sensitivitätsanalysen.....	138
5. Würdigung des Ertragswerts.....	140
IV. Liquidationswert.....	141
1. Vorbemerkung.....	141
2. Vermögen.....	142
a) Anlagevermögen.....	142
b) Stille Reserven in der Position Grundstücke und Bauten.....	143
aa) Vorbemerkung.....	143
bb) Amand-von-Buseck-Straße 2, 97769 Bad Brückenau.....	144
cc) Buchstraße 5, 97789 Oberleichtersbach.....	145
dd) Ergebnis.....	147
c) Stille Reserve in den sonstigen Vermögensgegenständen.....	148
d) Sonstiges Umlaufvermögen.....	148
e) Ergebnis.....	149
3. Schulden.....	150
a) Vorbemerkung.....	150
aa) Stille Reserven in den Pensionsrückstellungen.....	150
bb) Stille Reserven in den sonstigen Rückstellungen.....	151
cc) Steuerrückstellungen und Verbindlichkeiten.....	151
dd) Ergebnis.....	152
4. Liquidationswert der Staatl. Mineralbrunnen.....	153
5. Würdigung des Liquidationswerts.....	157
V. Gegenüberstellung der Bewertungsergebnisse.....	158
G. ERGEBNIS.....	159
H. SCHLUSSBEMERKUNG.....	160

TABELLENVERZEICHNIS

Tabelle 1: Entwicklung Pro-Kopf-Verbrauch Getränke in den Jahren 2020 bis 2024.....	28
Tabelle 2: Umsatzanteil der Staatl. Mineralbrunnen am Branchenumsatz 2020 bis 2025.	32
Tabelle 3: Preis für 1 Liter PET Flasche Mineralwasser Medium im LEH.	38
Tabelle 4: Ergebnisentwicklung für die Geschäftsjahre 2021 bis 2025.	54
Tabelle 5: GuV-Kennzahlen für die Geschäftsjahre 2021 bis 2025.	55
Tabelle 6: Anzahl abgesetzte Füllungen in den Geschäftsjahren 2021 bis 2025.	55
Tabelle 7: Entwicklung der Aktiva für die Geschäftsjahre 2021 bis 2025.	62
Tabelle 8: Zusammensetzung Grundstücke und Bauten zum 31.12.2025.	64
Tabelle 9: Übersicht über die gem. dem Buchwert fünf größten techn. Anlagen und Maschinen.	65
Tabelle 10: Entwicklung der Passiva für die Geschäftsjahre 2021 bis 2025.	67
Tabelle 11: Bilanzkennzahlen für die Geschäftsjahre 2021 bis 2025.	68
Tabelle 12: Working Capital für die Geschäftsjahre 2021 bis 2025.	69
Tabelle 13: Ausschüttungen der Staatl. Mineralbrunnen für die Geschäftsjahre 2021 bis 2025.	71
Tabelle 14: Bereinigungen des EBIT der Staatl. Mineralbrunnen um Sondereffekte (2023 bis 2025).	74
Tabelle 15: Vergleich geplanter Brutto-Umsatz mit Brutto-Umsatz Ist (2015 bis 2025 laut BWA).	79
Tabelle 16: Vergleich geplantes Ergebnis mit Ist-Ergebnis (2015 bis 2025 lt. BWA).	80
Tabelle 17: Ex-post-Beurteilung der Prognosen lt. Lagebericht des Vorjahres 2022 bis 2025.	81
Tabelle 18: GuV-Planung - Detailplanung 2026 bis 2028.	82
Tabelle 19: GuV-Kennzahlen - Detailplanung 2026 bis 2028.	83
Tabelle 20: Darstellung der Werttreiber der Ertragssituation der Staatl. Mineralbrunnen.	84
Tabelle 21: Geplante Füllungen der Staatl. Mineralbrunnen in den Jahren 2026 bis 2028.	84
Tabelle 22: Geplanter Zinsertrag der Staatl. Mineralbrunnen in den Jahren 2026 bis 2028.	87
Tabelle 23: Geplantes Preis-Mengen-Gerüst der fünf umsatzstärksten Artikel im GJ 2026.	89
Tabelle 24: Geplantes Preis-Mengen-Gerüst der fünf umsatzstärksten Artikel im GJ 2027.	89
Tabelle 25: Geplantes Preis-Mengen-Gerüst der fünf umsatzstärksten Artikel im GJ 2028.	90
Tabelle 26: GuV-Planung - Konvergenzphase 2029 bis 2031.	91
Tabelle 27: GuV-Kennzahlen - Konvergenzphase 2029 bis 2031.	92
Tabelle 28: Geplanter Zinsertrag der Staatl. Mineralbrunnen in den Jahren 2029 bis 2031.	93
Tabelle 29: GuV-Planung - ewige Rente 2032 ff.	95
Tabelle 30: Branchenvergleich - EBIT in % der Gesamtleistung (2021 bis 2025).	95
Tabelle 31: Planung Net Working Capital – Planjahre 2026 bis 2032 ff.	103
Tabelle 32: Peer-Group für die Ableitung des Betafaktors.	114
Tabelle 33: Statistische Kennzahlen der Betafaktoren der Peer-Group.	117
Tabelle 34: Übersicht 5-Jahres Betafaktoren Peer-Group (eigene Berechnung).	118
Tabelle 35: Nettofinanzposition in den Planjahren 2026 bis 2031.	121
Tabelle 36: Übersicht verschuldete 2-Jahres Betafaktoren Peer-Group (eigene Berechnung).	122
Tabelle 37: Übersicht zum Kapitalisierungszinssatz.	126
Tabelle 38: Ableitung des Ertragswerts zum 20.08.2026.	128
Tabelle 39: Ableitung der betriebsnotwendigen Liquidität zum 31.12.2025.	129

Tabelle 40: Ableitung der Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto.	131
Tabelle 41: Ableitung des Unternehmenswerts zum 20.08.2026.	132
Tabelle 42: Nettofinanzposition zum 31.12.2025	134
Tabelle 43: Finance-Multiples EBIT in der Kategorie small-cap (Umsatz von 20 Mio. EUR bis unter 50 Mio. EUR p.a.)	135
Tabelle 44: Trading Multiples der Peer-Group.	135
Tabelle 45: Unternehmenswert bei Variation MRP und Wachstumsabschlag.....	138
Tabelle 46: Unternehmenswert bei Variation MRP und Betafaktor.....	139
Tabelle 47: Unternehmenswert bei Variation Wachstumsabschlag und Betafaktor.	139
Tabelle 48: Marktüblicher monatlicher Rohertrag am Standort Bad Brückenau.....	145
Tabelle 49: Marktüblicher monatlicher Rohertrag am Standort Oberleichtersbach.	146
Tabelle 50: Buchwerte des Aktivvermögens und entsprechende Zeitwerte zum 31.12.2025.	149
Tabelle 51: Bewertungsparameter Pensionsrückstellungen.	150
Tabelle 52: Buchwerte der Schulden sowie entsprechende Zeitwerte zum 31.12.2025.	152
Tabelle 53: Ableitung des Liquidationswerts zum 31.12.2025.	154
Tabelle 54: Ableitung Nettozufluss aus Liquidationswert zum 20.08.2026.....	156
Tabelle 55: Bewertungsergebnisse Wertermittlung der Staatl. Mineralbrunnen.....	158

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abbildung 1: Entwicklung des realen BIP-Wachstums von 2017 bis 2026.....	21
Abbildung 2: Entwicklung des HVPI und VPI im Vergleich zum Vorjahresmonat von 2017 bis 2026. .	23
Abbildung 3: Entwicklung des Pro-Kopf-Verbrauchs für alkoholische und alkoholfreie Getränke sowie für Mineralwasser und Erfrischungsgetränke.	27
Abbildung 4: Anteile Mineralwassersorten am Gesamtmarkt für Mineralwasser im Jahr 2025.	30
Abbildung 5: Absatz von Mineralwasserprodukten von 2019 bis 2025 in Mio. Liter.	31
Abbildung 6: Umsatzentwicklung im Markt für Erfrischungsgetränke und Mineralwasserprodukte.	36
Abbildung 7: Branchenvergleich - EBIT in % der Gesamtleistung (2021 bis 2024).	60
Abbildung 8: Branchenvergleich - Umsatzwachstum in % zum Vorjahr (2021 bis 2024).	61
Abbildung 9: Entwicklung GuV-Kennzahlen von 2021 bis 2025.	73
Abbildung 10: Zinsstrukturanalyse Basiszinssatz (3M Durchschnitt) zum 01.06.2026 (eigene Abb.).	109
Abbildung 11: Branchenvergleich - EBIT in % der Gesamtleistung (2021 bis 2025).	119
Abbildung 12: Branchenvergleich - Umsatzwachstum in % zum Vorjahr (2021 bis 2025).	120
Abbildung 13: Ergebnisse Multiple-Analyse.	136

ANLAGEN

- 1) Ergebnisplanung für die Staatl. Mineralbrunnen Aktiengesellschaft Bad Brückenau
- 2) Bilanzplanung für die Staatl. Mineralbrunnen Aktiengesellschaft Bad Brückenau
- 3) Cashflow-Planung für die Staatl. Mineralbrunnen Aktiengesellschaft Bad Brückenau
- 4) Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 01. Januar 2024.

Aus rechentechnischen Gründen können in Tabellen und Ausführungen, in denen gerundete Zahlen enthalten sind, (summarische) Rundungsdifferenzen i.H.v. + / - einer Einheit (TEUR, % usw.) auftreten.

DEFINITIONEN UND ABKÜRZUNGEN

3M	Dreimonats-
Abs.	Absatz (eines Gesetzes)
AfG	alkoholfreie Getränke
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
BGA	Betriebs- und Geschäftsausstattung
BGH	Bundesgerichtshof
BIP	Bruttoinlandsprodukt
bspw.	beispielsweise
BWA	Betriebswirtschaftliche Auswertung
c.p.	Ceteris paribus (lat.)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CSDDD	Corporate Sustainability Due Diligence Directive (EU-Lieferkettengesetz)
CSRD	Corporate Sustainability Reporting Directive
DCF	Discounted-Cash-Flow-Verfahren
Destatis	Statistisches Bundesamt (Destatis)
EBIT	Earnings before Interest and Taxes (Betriebsergebnis)
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation
EBT	Earnings before Taxes
EStG	Einkommensteuergesetz
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EZB	Europäische Zentralbank
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
GdB	Genossenschaft Deutscher Brunnen
gem.	gemäß
GewStG	Gewerbesteuergesetz
GfK	Gesellschaft für Konsumforschung (GfK-Konsumklimaindex)
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
grds.	grundsätzlich
GWG	geringwertige Wirtschaftsgüter
HGB	Handelsgesetzbuch
HV	Hauptversammlung
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
HWG	höherwertige Wirtschaftsgüter, Höherwertige Wirtschaftsgüter
i.d.F.	in der Fassung

i.H.v.	in Höhe von
i.V.m.	in Verbindung mit
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IFRS	International Financial Reporting Standards
IMF	International Monetary Fund (Internationaler Währungsfonds)
insb.	insbesondere
JA	Jahresabschluss
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
Kleeberg	Kleeberg Valuation Services GmbH
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LEH	Lebensmitteleinzelhandel
LLC	Limited Liability Company
LuL	Lieferungen und Leistungen
Mio.	Million(en)
monatl.	monatlich
MPT	Moderne Portfoliotheorie (Modern Portfolio Theory)
Mrd.	Milliarde(n)
MRP	Marktrisikoprämie
MW	Marktwert
NWC	Net Working Capital (Netto-Umlaufvermögen)
p.a.	per annum
pers.	persönlich
PET	Polyethylenterephthalat (Kunststoff für Getränkeflaschen)
PV	Photovoltaik
rd.	rund
RHB	Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe
SAV	Sachanlagevermögen
sbA	sonstige betriebliche Aufwendungen
sog.	sogenannt
SolzG	Solidaritätszuschlaggesetz
SP	Siegsdorfer Petrusquelle GmbH
Staatl. Mineralbrunnen	Staatliche Mineralbrunnen Aktiengesellschaft Bad Brückenau
Tax-CAPM	Capital Asset Pricing Model unter Berücksichtigung persönlicher Steuern
TEUR	Tausend Euro
TV	Terminal Value (Wert der ewigen Rente)
u.a.	unter anderem
VFHV	VFHV GmbH (Hauptaktionärin der Staatl. Mineralbrunnen AG)
vgl.	vergleiche
VPI	Verbraucherpreisindex

z.B.
zzgl.

zum Beispiel
zuzüglich

A. AUFTRAGSGEGENSTAND UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

I. Beauftragung

Die Kleeberg Valuation Services GmbH, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München, Deutschland, (im Folgenden auch: „Kleeberg“ oder „Auftragnehmerin“) wurde von der VFHV GmbH, München, Deutschland, vertreten durch Herrn Dr. Daniel Tykal (im Folgenden auch: „Auftraggeberin“) mit Schreiben vom 08.01.2026 mit der Durchführung einer Unternehmensbewertung der

Staatl. Mineralbrunnen Aktiengesellschaft Bad Brückenau

(im Folgenden auch „Staatl. Mineralbrunnen“ oder „Gesellschaft“ oder „Unternehmen“)

unter Beachtung der Grundsätze des IDW S 1 i.d.F. 2026 zum Bewertungsstichtag 20.08.2026 (geplanter Zeitpunkt der über den Squeeze-out beschließenden Hauptversammlung) beauftragt.

Zweck der Unternehmensbewertung ist die Bestimmung einer angemessenen Barabfindung gem. § 327a Abs. 1 AktG zum Bewertungsstichtag 20.08.2026 aus Anlass der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre im Rahmen eines aktienrechtlichen Squeeze-out gemäß § 327a ff. AktG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung.

Diese gutachterliche Bewertung dient den Organen der Auftraggeberin im Zusammenhang mit der Festlegung einer angemessenen Barabfindung der durch den Squeeze-out ausscheidenden und mittels Barabfindung abzufindenden Minderheitsaktionären. Zum Zeitpunkt der Hauptversammlung werden wir der Auftraggeberin eine auf den Zeitpunkt der über den Squeeze-out beschließenden Hauptversammlung aktualisierte Bewertung vorlegen (sog. Stichtagserklärung), die auf den Ausführungen und Annahmen in dieser gutachterlichen Bewertung aufsetzt.

Die von uns erstellte Unternehmensbewertung der Staatl. Mineralbrunnen zum 20.08.2026 erfolgt nach den Grundsätzen des IDW S 1 i.d.F. 2026. Bezüglich des Immobilienvermögens der Staatl. Mineralbrunnen wird unterstellt, dass dieses vollumfänglich betriebsnotwendig ist. Wir haben zudem den IDW Praxishinweis 2/2017: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierung, Due Diligence und Fairness Opinion beachtet.

Die Auftraggeberin sowie der Vorstand der Staatl. Mineralbrunnen haben uns gegenüber eine Vollständigkeitserklärung mit Datum vom 26.06.2026 abgegeben mit dem Inhalt, dass uns alle Angaben, die für die Erstellung dieser Bewertung von Bedeutung sind, richtig und vollständig gemacht wurden.

Die der vorliegenden gutachterlichen Bewertung zugrunde gelegten Daten wurden von der Auftraggeberin bestätigt. Ein Entwurf unserer Ausführungen wurde mit der Auftraggeberin im Vorfeld zu der endgültigen Ausfertigung besprochen. Die Auftraggeberin bestätigt, die relevanten Bewertungsunterlagen sowie relevanten Wertangaben und Einschätzungen nach bestem Wissen und Gewissen erstellt und zur Verfügung gestellt zu haben. Die Planungs- und Prognosedaten berücksichtigen hierbei die zum

Zeitpunkt der Abgabe dieser gutachterlichen Bewertung relevanten finanzwirtschaftlichen Rahmenbedingungen.

In den Berechnungen können Rundungsdifferenzen von bis zu einer Recheneinheit auftreten; derartige Abweichungen sind als üblich anzusehen.

Soweit wir auf externe Informationen zurückgegriffen haben, haben wir die Daten und Angaben plausibilisiert. Eine vollständige Überprüfung dieser Angaben durch uns erfolgte nicht.

Die vorliegende Beurteilung verlangt bestimmte Annahmen und Schätzungen. In die Untersuchungen haben alle Kleeberg bekannten Informationen Eingang gefunden. Wir übernehmen keine Verantwortung für das Eintreten bzw. Nicht-Eintreten einzelner Planungen bzw. der diesen zu Grunde gelegten Prämissen und Annahmen.

Die Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts der Staatl. Mineralbrunnen zum Bewertungsstichtag 20.08.2026 basiert auf den uns für den Bewertungsanlass zur Verfügung gestellten Unterlagen und Informationen. Eigene Prüfungshandlungen im Sinne der §§ 316 ff. HGB haben wir nicht vorgenommen.

Wir machen darauf aufmerksam, dass sich die Art unserer gutachterlichen Bewertung sowohl in ihrem Umfang als auch von ihren Zielen wesentlich von einer Jahresabschlussprüfung, einer Due Diligence oder ähnlichen Tätigkeit unterscheidet. Demzufolge erteilen wir kein Testat und geben keine andere Form der Bescheinigung ab.

Dem Auftrag liegen die in der Anlage beigefügten Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 01. Januar 2024 zu Grunde. Die Haftungshöchstsumme bestimmt sich nach Nr. 9 der Allgemeinen Auftragsbedingungen und den ergänzenden schriftlichen Vereinbarungen. Im Verhältnis zu Dritten sind Nr. 1 Abs. 2 und Nr. 9 der Allgemeinen Auftragsbedingungen maßgebend.

Unsere Berichterstattung wird im Zusammenhang mit dem in Rede stehenden Sachverhalt erstellt und erfolgt direkt an die Auftraggeberin.

Die vorliegende Beurteilung darf vorbehaltlich unserer ausdrücklichen Zustimmung nur in vollem Wortlaut einschließlich darin enthaltener Ausführungen über Zweck des Auftrags, Weitergabebeschränkungen und Haftungsbedingungen und nur dann an Dritte weitergegeben werden, wenn sich der jeweilige Dritte zuvor schriftlich mit der Geltung der aktuellen Allgemeinen Auftragsbedingungen und unseren individuellen Haftungsvereinbarungen in ihrer jeweils gültigen Fassung sowie damit einverstanden erklärt hat, die Beurteilung seinerseits vertraulich zu behandeln und nicht weiter zu geben. Dritte im Sinne dieser Beschränkung sind nicht die zur Berufsverschwiegenheit verpflichteten Berater der Auftraggeberin sowie die zuständigen Finanzbehörden der Bundesrepublik Deutschland sowie aufsichtsrechtliche Behörden.

Wir haben unsere Arbeiten in der Zeit ab Auftragserteilung bis 26.06.2026 in unseren Büroräumen in München durchgeführt. Der vorliegenden Unternehmensbewertung liegt ein Kenntnisstand vom 26.06.2026 zugrunde.

II. Beurteilungsgrundlagen

1. Zur Verfügung stehende Unterlagen

Als Unterlagen standen uns für die Erstellung unserer gutachterlichen Bewertung insbesondere die folgenden Unterlagen zur Verfügung:

- Auszug aus dem Handelsregister des Amtsgerichts Schweinfurt (HRB 2544) über die Staatl. Mineralbrunnen Aktiengesellschaft Bad Brückenau vom 11.02.2026;
- Auszug aus dem Handelsregister des Amtsgerichts Schweinfurt (HRB 5434) über die OGV Mineralbrunnen GmbH vom 09.02.2026;
- Satzung der Staatl. Mineralbrunnen, zuletzt geändert am 25.06.2025;
- Antrag auf Widerruf der Einbeziehung der Aktien in den Freiverkehr an der Börse München vom 14.12.2020;
- Widerruf der Einbeziehung der Aktien in den Freiverkehr an der Börse München mit Ablauf des 30. Dezember 2021 vom 04.01.2021;
- Übertragungsverlangen der VFHV GmbH nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG vom 20.01.2026;
- Jahresabschlüsse 2021 bis 2025 der Staatl. Mineralbrunnen mit jeweils uneingeschränktem Bestätigungsvermerk geprüft durch Dr. Kleeberg & Partner GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Steuerberatungsgesellschaft, München;
- Auszug aus dem Grundbuch von Bad Brückenau, Band 84, Blatt 5845 und aus dem Grundbuch von Oberleichtersbach, Band 17, Blatt 1097 vom 07.01.2026;
- Gutachten über die versicherungsmathematische Bewertung der Pensionsverpflichtungen zum 31.12.2025 – Pensionsrückstellungen für die deutsche Handelsbilanz;
- Prognoseberechnung für Pensionszusagen nach Handelsrecht, Steuerrecht und IFRS;
- Plan-Ist-Vergleich Brutto-Umsatz, Netto-Umsatz und Ergebnis lt. BWA für den Zeitraum 2015 bis 2025;
- Übersicht über die Sondereffekte auf die Ertrags- Vermögens- und Finanzlage aus dem Verkauf der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH im Jahr 2023
- Unternehmensplanung der Staatl. Mineralbrunnen für die Jahre 2026 bis 2028;
- Anlagenübersicht der Staatl. Mineralbrunnen per 31.12.2025;
- Anlagenverzeichnis der Staatl. Mineralbrunnen per 31.12.2025;
- Wertgutachten (Nr. K 6051/26) zum Erbbaurecht an Grundstück Flst. 1568/1, Gemarkung Bad Brückenau, bebaut mit Gewerbegebäuden (Bürogebäude, Logistikhallen, Produktionshalle) Amand-von-Buseck-Straße 2, 97769 Bad Brückenau vom 15.06.2026 von Dr. Thomée zum Stichtag 10.03.2026;
- Wertgutachten (Nr. K 6050/26) zum Gewerbegrundstück Flst. 248/3, Gemarkung Oberleichtersbach, bebaut mit Gewerbegebäuden (Bürogebäude, Logistikhallen, Produktionsgebäude) Buchstraße 5, 97789 Oberleichtersbach;
- Bescheid zum 31.12.2024 vom März 2026 über die gesonderte Feststellung von Besteuerungsgrundlagen nach § 27 Abs. 2 und § 28 Abs. 1 Satz 3 KStG.

2. Auskunftspersonen

Als Auskunftspersonen standen uns zur Verfügung:

- Marcel Brähler, Vorsitzender des Vorstands der Staatl. Mineralbrunnen;
- Marco Dornek, Vorstand der Staatl. Mineralbrunnen;
- Manfred Karl, Vorsitzender des Aufsichtsrats der Staatl. Mineralbrunnen.

3. Besprechungen

Wir haben mit der Auftraggeberin die Grundannahmen unserer gutachterlichen Bewertung mündlich in verschiedenen Besprechungen erörtert. In diesem Zusammenhang wurden uns für unsere Einschätzung erforderliche Auskünfte erteilt und Unterlagen übergeben.

Vor der Ausfertigung der gutachterlichen Bewertung wurden die Bewertungsergebnisse mit der Auftraggeberin besprochen.

4. Vollständigkeitserklärung

Die Abgabe der uns gegenüber abgegebenen Vollständigkeitserklärungen erfolgte auf Grundlage des Entwurfs unserer gutachterlichen Bewertung vom 26.06.2026 und ist datiert auf den 26.06.2026.

B. HINTERGRUND UND VORANGEGANGENE MASSNAHMEN

Das Grundkapital der Staatl. Mineralbrunnen beträgt zum 31.12.2025 nominal 9.392.916 EUR und ist eingeteilt in 361.266 auf den Inhaber lautende Stückaktien.

Die Gesellschaft hält seit dem Geschäftsjahr 1998/99 8.000 Stück (2,2 % des Grundkapitals) eigene Aktien.

Die Hauptaktionärin VFHV GmbH hält unmittelbar 342.674 Aktien, mithin rd. 94,85 % des Grundkapitals der Staatl. Mineralbrunnen. Unter Berücksichtigung der eigenen Aktien der Staatl. Mineralbrunnen beträgt die Höhe der Beteiligung der VFHV GmbH am Grundkapital der Staatl. Mineralbrunnen gemäß §§ 327a Abs. 2 i.V.m. 16 Abs. 2 Satz 2 AktG rd. 97,00 %.

Am 20.01.2026 teilte die VFHV GmbH dem Vorstand der Staatl. Mineralbrunnen mit, dass ihre Beteiligung von 94,85 % am Grundkapital der Staatl. Mineralbrunnen aufgrund der eigenen Aktien nach den §§ 327a Abs. 2 i.V.m. 16 Abs. 2 Satz 2 AktG einer Beteiligung von rd. 97,00 % entspricht. Weiterhin hat die VFHV GmbH als Hauptaktionär gem. § 327a Abs. 1 AktG das förmliche Verlangen übermittelt, das Verfahren zur Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre der Gesellschaft (Minderheitsaktionäre) nach den §§ 327a ff. AktG auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung durchzuführen.

Gegenstand der vorliegenden gutachterlichen Bewertung ist die Ermittlung der Höhe der angemessenen Barabfindung, welche an die ausscheidenden Minderheitsaktionäre zu zahlen ist.

C. DARSTELLUNG DER STAATL. MINERALBRUNNEN

I. Wirtschaftliche und rechtliche Verhältnisse

Der Gegenstand des Unternehmens ist der Betrieb der staatlichen Mineralbrunnen Bad Brückenau, die Herstellung, Abfüllung und Vertrieb von Mineral- und Heilwasser, die Herstellung und der Vertrieb von alkoholfreien Getränken aller Art sowie der Import und der Vertrieb von alkoholfreien und alkoholischen Getränken aller Art.

Die Staatl. Mineralbrunnen vertreibt ihre Produkte schwerpunktmäßig im Bundesland Bayern sowie in den angrenzenden Bundesländern. Vertriebswege sind sowohl der Lebensmitteleinzelhandel (im Folgenden auch: „LEH“) und Getränkeabholmärkte als auch die Gastronomie.

Die Staatl. Mineralbrunnen vertreibt unter der Marke „Bad Brückenauer“:¹

- Mineralwasser in der 0,5 Liter PET-Flasche, 0,7 Liter Glas-Flasche, 0,75 Liter Individual-Glas-Flasche und der 1 Liter PET-Flasche;
- Heilwasser in der 0,75 Liter Glas-Flasche (grün) (die Abfüllung wurde im April 2026 beendet);
- Gourmet-Wasser und Erfrischungsgetränke für die Gastronomie in der 0,25 Liter Glas-Flasche, der 0,5 Liter Glas-Flasche und in der 0,75 Liter Glas-Flasche;
- Aromatisierte Mineralwässer in der 0,5 Liter PET-Flasche, 0,7 Liter Glas-Flasche, 0,75 Liter Individual-Glas-Flasche;
- Erfrischungsgetränke in der 0,5 Liter PET-Flasche sowie in der 0,75 Liter Individual-Glas-Flasche.

Im Jahr 2025 hat die Staatl. Mineralbrunnen 51.987.612 Füllungen der Marke „Bad Brückenauer“ abgesetzt.

Unter der Marke „Schatzquelle“ bietet die Staatl. Mineralbrunnen Mineralwasser in der 0,7 Liter Glas-Flasche und in der 1 Liter PET-Flasche an. Im Jahr 2025 hat die Staatl. Mineralbrunnen 12.447.876 Füllungen der Marke „Schatzquelle“ abgesetzt.² Die Vermarktung der Produkte der Marke „Schatzquelle“ erfolgt durch das verbundene Unternehmen OGV Mineralbrunnen GmbH.

Die Staatl. Mineralbrunnen ist seit dem Jahr 2005 Lohnabfüller für die Deutsche Sinalco GmbH Markengetränke & Co. KG. Im Jahr 2025 hat die Staatl. Mineralbrunnen 5.153.364 Lohnfüllungen der Marke „Sinalco“ produziert.

Im Jahr 2022 startete zudem eine Lohnfüllkooperation mit der Vivaris Getränke GmbH & Co. KG (ein Tochterunternehmen der Berentzen-Gruppe AG) für die Marke „MioMio“. Im Jahr 2025 hat die Staatl. Mineralbrunnen 6.372.360 Lohnfüllungen der Marke „MioMio“ produziert.

¹ Vgl. <https://www.badbrueckenauer.de/sortiment/> (Abruf am: 13.05.2026).

² Vgl. <https://www.badbrueckenauer.de/sortiment/> (Abruf am: 13.05.2026).

Die Staatl. Mineralbrunnen Aktiengesellschaft Bad Brückenau mit Sitz in Bad Brückenau ist im Handelsregister des Amtsgerichts Schweinfurt unter der Nummer HRB 2544 eingetragen. Das Geschäftsjahr umfasst den Zeitraum eines Kalenderjahres. Die Gründung der Staatl. Mineralbrunnen Aktiengesellschaft Bad Brückenau erfolgte am 27.04.1994 durch Umwandlung der Staatl. Mineralbrunnen GmbH Bad Brückenau gemäß Gesellschafterbeschluss.

Als Beteiligung hält die Staatl. Mineralbrunnen zum 31.12.2025 lediglich das verbundenen Unternehmen OGV Mineralbrunnen GmbH, Oberleichtersbach. Zum 31.03.2023 wurden sämtliche Anteile an der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH, Siegsdorf, veräußert. Zwischen der Staatl. Mineralbrunnen Aktiengesellschaft Bad Brückenau und der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH, Siegsdorf, bestand bis zum 31.03.2023 ein Ergebnisabführungsvertrag.

II. Steuerliche Verhältnisse

Die Staatl. Mineralbrunnen wird unter der Steuer-Nr. 205/120/70001 beim Finanzamt Bad Kissingen geführt.

Das Unternehmen unterliegt auf Grund seiner Tätigkeit der Körperschaft- und Gewerbesteuer. Der Gewerbebetrieb unterliegt der Gewerbesteuerpflicht gemäß § 2 Abs. 1 GewStG.

Der körperschaftsteuerlicher Verlustvortrag beträgt 0 TEUR zum 31.12.2024 und zum 31.12.2025 ebenfalls 0 TEUR. Der gewerbesteuerliche Verlustvortrag betrug 636 TEUR zum 31.12.2024 und wurde im Jahr 2025 vollständig aufgebraucht. Daher beträgt der gewerbesteuerliche Verlustvortrag 0 TEUR zum 31.12.2025.

Ausweislich des Bescheids zum 31.12.2024 vom März 2026 über die gesonderte Feststellung von Besteuerungsgrundlagen nach § 27 Abs. 2 und § 28 Abs. 1 Satz 3 KStG verfügte die Staatl. Mineralbrunnen zum 31.12.2024 über ein steuerliches Einlagekonto i.H.v. 5.110.499 EUR. Das steuerliche Einlagekonto wird zum 31.12.2025 voraussichtlich 4.757 TEUR betragen.

III. Kapitalverhältnisse

Die Aktien der Staatl. Mineralbrunnen (ISIN DE0007251407) waren bis zum Ablauf des 30.12.2021 im Freiverkehr der Börse München notiert.

Am 14.12.2020 hat der Vorstand bei der Börse München einen Antrag auf Widerruf der Einbeziehung der Aktien der Staatl. Mineralbrunnen in den Freiverkehr an der Börse München gestellt. Nach Ansicht des Vorstands der Staatl. Mineralbrunnen rechtfertigte der wirtschaftliche Nutzen der Einbeziehung der Aktien in den Freiverkehr den damit verbundenen Aufwand – insbesondere vor dem Hintergrund deut-

lich erhöhter Folgepflichten aufgrund der Marktmissbrauchsverordnung – nicht mehr. Die Börse München hat die Einbeziehung der Aktien der Staatl. Mineralbrunnen in den Freiverkehr mit Ablauf des 30.12.2021 widerrufen und die Notierung zeitgleich eingestellt.

Die Inhaber-Stückaktien gewähren dem Inhaber in der Hauptversammlung eine Stimme. Daneben stehen den Aktionären Verwaltungsrechte, wie z.B. das Recht, an der Hauptversammlung teilzunehmen und die Befugnis, Fragen und Anträge zu stellen, zu. Die weiteren Rechte ergeben sich aus dem Aktiengesetz, insbesondere aus den §§ 12, 53 ff. und 118 ff. AktG.

Das Grundkapital der Staatl. Mineralbrunnen beträgt 9.392.916,00 EUR und ist eingeteilt in 361.266 nennwertlose auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von je 26,00 EUR je Aktie. Jede Aktie gewährt dabei in der Hauptversammlung der Staatl. Mineralbrunnen eine Stimme.

Die VFHV GmbH, als Hauptaktionärin hält unmittelbar 342.674 Aktien der Gesellschaft, was einem Anteil von gerundet 94,85 % des Grundkapitals sowie der Stimmrechte der Staatl. Mineralbrunnen entspricht. Die Staatl. Mineralbrunnen hält weiterhin 8.000 eigene Aktien, was einer Beteiligung in Höhe von rd. 2,21 % am Grundkapital der Gesellschaft entspricht. Unter Berücksichtigung der eigenen Aktien der Gesellschaft beträgt die Höhe der Beteiligung der Hauptaktionärin VFHV GmbH am Grundkapital der Staatl. Mineralbrunnen gemäß §§ 327a Abs. 2 i.V.m. 16 Abs. 2 Satz 2 AktG rd. 97 %.

Die verbleibenden 10.592 Aktien (entspricht gerundet 3,0 % des Grundkapitals und der Stimmrechte) befinden sich in Streubesitz.

Am 20.01.2026 teilte die VFHV GmbH dem Vorstand der Staatl. Mineralbrunnen mit, dass sie eine Beteiligung entsprechend §§ 327a Abs. 2 i.V.m. 16 Abs. 2 Satz 2 AktG von rd. 97 % am Grundkapital der Staatl. Mineralbrunnen hält.

D. MARKT- UND WETTBEWERBSUMFELD DER STAATL. MINERALBRUNNEN

I. Gesamtwirtschaftliche Rahmenbedingungen

Die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen sind für das Geschäftsmodell der Staatl. Mineralbrunnen relevant, da die Gesellschaft Mineralwässer und Erfrischungsgetränke im mittleren und gehobenen Preissegment herstellt, welche tendenziell von Haushalten mit einem mittleren bis höheren Einkommen konsumiert werden und die Einkommen von der Konjunktur abhängen.³ Falls die Einkommen aufgrund einer negativen konjunkturellen Entwicklung sinken, geht folglich auch die Nachfrage nach Mineralwasser und Erfrischungsgetränken im mittleren Preissegment tendenziell zurück. Weiter hängt die Preisgestaltung in der Getränkeindustrie auch erheblich von der Inflation ab.

Für die Staatl. Mineralbrunnen ist dabei vor allem die gesamtwirtschaftliche Situation in Deutschland relevant, da die Gesellschaft hier schwerpunktmäßig ihre Produkte herstellt und verkauft.

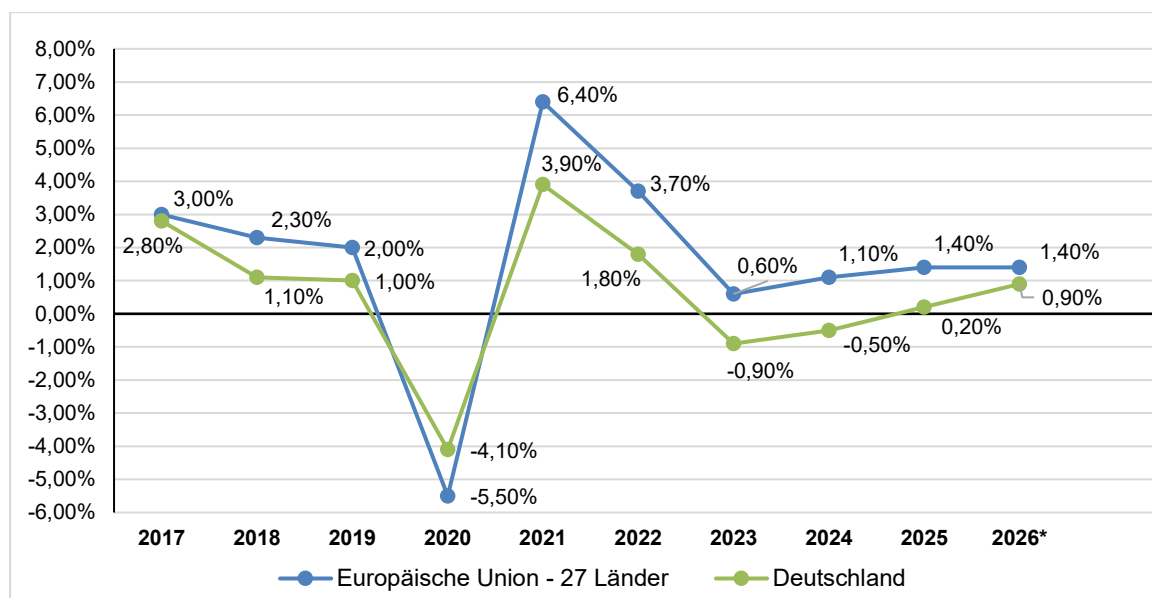


Abbildung 1: Entwicklung des realen BIP-Wachstums von 2017 bis 2026.

* vorläufig: Bei den Werten für das Jahr 2026 handelt es sich um Prognosewerte.

Quelle: IMF, 2026, Real GDP growth, https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/DEU/EU (Abruf am: 04.03.2026).

³ Vgl. French/Tangney/Crane/Wang/Appelhans, 2019, Nutrition quality of food purchases varies by household income: The Shopper study. In: <https://bmcpublihealth.biomedcentral.com/articles/10.1186/s12889-019-6546-2>, S. 1, (Abruf am 16.02.2026).

Die Entwicklung der Weltwirtschaft sowie der Wirtschaft in Deutschland wird zum Bewertungsstichtag weiterhin durch die sich überlagernden Krisen wie die Handelspolitik des US-Präsidenten Donald Trump, dem fortdauernden Ukraine-Krieg sowie den kriegesischen Auseinandersetzungen im Nahen Osten beeinflusst. Dies führte zu steigenden Kosten u.a. für Energie, die sich unmittelbar auf die Kostenentwicklung der Staatl. Mineralbrunnen auswirkte.

Die vorstehende Abbildung 1 verdeutlicht den Einbruch des Wirtschaftswachstums, der im Zusammenhang mit der Coronapandemie erfolgte. Die jährliche Steigerungsrate des realen BIP in Deutschland belief sich schon vor der Coronapandemie auf einem niedrigen Niveau von rd. 1,00 %. Die Erholung im Jahr 2021 kam hauptsächlich durch die nach der Coronapandemie wieder gelockerten Maßnahmen sowie die wieder funktionierenden Lieferketten und des damit verbundenen Anstiegs des Angebots zu Stande. Die Folgen des Ukraine-Kriegs sind im Rückgang des BIP-Wachstum für das Jahr 2023 im Vergleich zu den Vorjahren 2021 und 2022 zu beobachten. Für 2023 liegt der EU-Durchschnitt bei 0,60 %, während Deutschland einen Rückgang von 0,90 % verzeichnet. Im Jahr 2024 verzeichnete Deutschland einen Rückgang um 0,50 %, während im EU-Durchschnitt ein Wachstum von 1,10 % erreicht werden konnte. Im Jahr 2025 lag der EU-Durchschnitt bei 1,40 %, während das BIP-Wachstum in Deutschland mit 0,20 % deutlich zurücklag. Die antizipierte Wachstumsrate der Europäischen Union für das Jahr 2026 wird auf 1,40 % geschätzt. Innerhalb dieser Prognose liegt die geschätzte Wachstumsrate für Deutschland mit 0,50 % unter dem Durchschnitt.⁴

Das Wachstum der deutschen Wirtschaft blieb somit in der Post-Corona-Phase hinter dem EU-weiten Wirtschaftswachstum zurück. In den Jahren 2023 und 2024 schrumpfte die deutsche Wirtschaft sogar.

⁴ Vgl. *IMF*, Reales BIP-Wachstum, abgerufen unter: https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEO_WORLD (Abruf am: 16.02.2026);
 Vgl. *Bundesregierung Deutschland*, Bundesregierung senkt Wachstumserwartung, abgerufen unter: <https://www-genesis.destatis.de/genesis/online?operation=result&code=61111-0002&deep=true#abreadcrumb> (Abruf am 16.06.2026);
 Vgl. *Eurostat*, Harmonisierter Verbraucherpreisindizes – monatliche Daten, abgerufen unter https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/EI_CPHI_M__custom_530506/bookmark/table?lang=de&bookmarkId=3635b8a2-9b35-4643-8242-c9890ecd9572 (Abruf am: 16.02.2026).

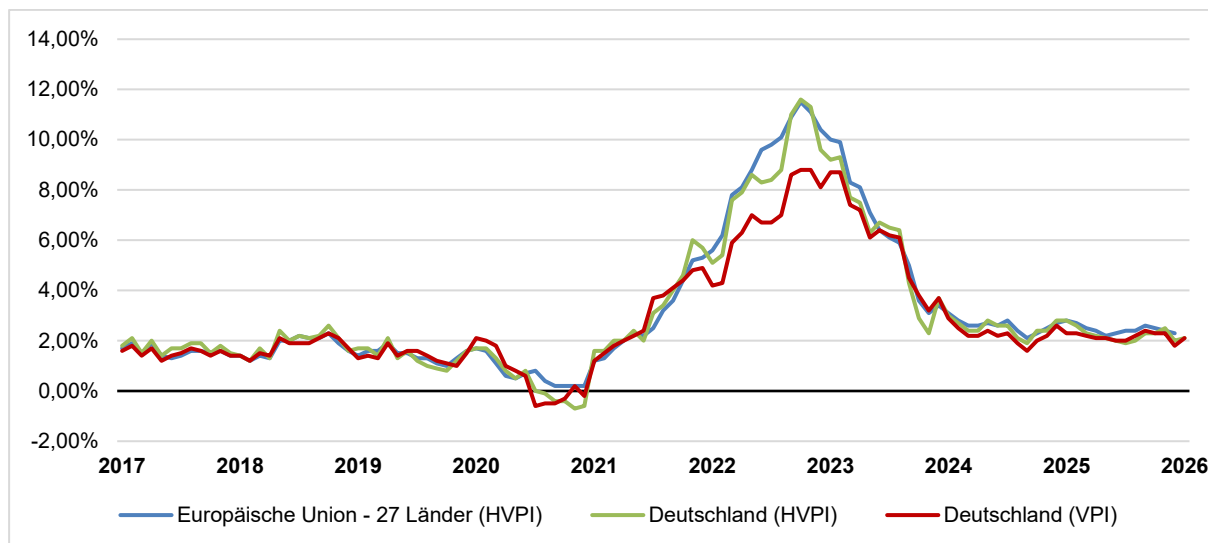


Abbildung 2: Entwicklung des HVPI und VPI im Vergleich zum Vorjahresmonat von 2017 bis 2026.

Quelle: Eurostat <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/bookmark/4ad27e6f-358a-4a3d-82a0-587d69a833eb?lang=de> (Abruf am: 04.03.2026);

Quelle: Statistisches Bundesamt <https://www-genesis.destatis.de/datenbank/online/table/61111-0002/table-toolbar> (Abruf am: 04.03.2026).

Ende 2022 erreichte die Inflation im Post-Corona-Zeitraum ihren Höhepunkt. Im Oktober 2022 lag der HVPI innerhalb EU bei einem Wert von 11,50 % und in Deutschland bei 11,60 %. Der in Deutschland für die Ermittlung der Inflation verwendete Verbraucherpreisindex (im Folgenden: VPI) lag im Oktober 2022 bei 8,80 %. Aufgrund der regelmäßigen Revision des VPI und der damit verbundenen Umstellung auf ein neues Basisjahr wurde im Januar 2023 das bisherige Basisjahr 2015 auf das Basisjahr 2020 aktualisiert. Diese Umstellung führte dazu, dass der VPI ab Januar 2020 neu berechnet wurde.⁵ Die Neuberechnung führte zu aktualisierten Daten im genannten Monat Oktober 2022, wodurch der zuvor veraltete Verbraucherpreisindex (VPI) von 10,40 % durch den aktualisierten Prozentsatz von 8,80 % ersetzt wurde. Zum 31.12.2022 sank der VPI auf 8,10 % und zum 31.12.2023 auf 3,70 %.

Die Inflationsrate ist in den EU-Staaten nach einem deutlichen Anstieg im Jahr 2022 im Jahr 2023 nur noch leicht angestiegen. Bei der Messung der Inflationsrate für die EU handelt es sich um den Harmonisierten Verbraucherpreisindex (Im Folgenden auch: HVPI), der die Inflationsraten in den unterschiedlichen Ländern vergleichbar machen soll. Insbesondere sind die Preise für Erdgas und Mineralölprodukte ebenso wie beispielsweise die Preise für Glas, die durch den russischen Angriffskrieg in der Ukraine zunächst deutlich angestiegen sind, im Jahr 2023 wieder merklich im Vergleich zum Vorjahr zurückgegangen. Außerdem sind die restriktivere Geldpolitik und die sich wieder langsam verbessernden Lieferketten Gründe für die rückläufigen Inflationsraten im Jahr 2023.

⁵ Vgl. Statistisches Bundesamt, Revision des Verbraucherpreisindex: Umstellung auf die Basis 2020, abgerufen unter <https://www.destatis.de/DE/Themen/Wirtschaft/Preise/Verbraucherpreisindex/aktuell.html>. (Abruf am 16.02.2026).

Im Jahr 2024 setzte sich das rückläufige Inflationsgeschehen in der EU fort. Der HVPI lag EU-weit im Jahresdurchschnitt 2024 mit 2,6 % deutlich unter dem Vorjahreswert 2023 von 6,4 %. Der HVPI in Deutschland lag im Jahr 2024 bei 2,5 %, gegenüber 6,0 % im Jahr 2023. Im Jahr 2025 ging das Inflationsgeschehen sowohl in Deutschland als auch EU-weit weiter zurück und näherte sich dem Inflationsziel der EZB von im Mittel 2,0 % an. Die gesamten EU-Staaten wiesen im Jahr 2025 eine Inflationsrate gemessen am HVPI von 2,5 % auf, während die in Deutschland gemessene Inflationsrate bei 2,3 % lag.⁶

In der EU lag der HVPI Ende des Jahres 2025 bei 2,30 %. Für Deutschland lag der HVPI zeitgleich bei 2,00 % und näherte sich somit der Zielinflationsrate der Europäischen Zentralbank an.⁷

Der im Jahr 2022 begonnene Ukraine-Krieg löste den vorstehend dargestellten massiven Anstieg des Inflationsgeschehen aus und führte zu einer deutlichen Erhöhung der Leitzinsen durch die Zentralbanken, welche versuchten, die Inflationsrate zu senken. So hat die EZB den Einlagenzinssatz nach einer langjährigen Niedrigzinsphase seit Mitte 2022 bis auf 4,00 % erhöht und erstmals mit Wirkung zum 12.06.2024 wieder auf 3,75 % gesenkt. Seitdem wurde der Leitzins in den Jahren 2024 und 2025 mehrfach gesenkt. Die letzte Leitzinssenkung der EZB vor dem Bewertungsstichtag erfolgte am 05.06.2025 auf einen Einlagenzinssatz von 2,00 %.⁸

Die früheren Leitzinserhöhungen der Notenbanken hatten u. a. deutliche Auswirkungen auf die Fremdfinanzierungskosten für Unternehmen und private Haushalte, die seit Beginn der Leitzinserhöhungen deutlich angestiegen sind. Private Haushalte spüren den Anstieg der Fremdfinanzierungskosten, insbesondere bei der Aufnahme von Krediten zur Immobilienfinanzierung. Unternehmen mit einer hohen Fremdkapitalquote, die Investitionen jahrelang günstig refinanzieren konnten, müssen sich bei anstehenden Umschuldungen zukünftig zu ungünstigeren Konditionen finanzieren.

Neben dem Wirtschaftswachstum, der Inflationsentwicklung und der Leitzinsentwicklung der Notenbanken hat auch das zunehmende Bewusstsein für nachhaltiges Handeln in Politik, Gesellschaft und Wirtschaft Folgen für das Marktumfeld der Staatl. Mineralbrunnen. Nachhaltigkeit gilt als Mittel zur Verbesserung der ökologischen und sozialen Auswirkungen. Finanzinstitute, Investoren und Interessengruppen erkennen immer deutlicher den langfristigen Wert nachhaltiger Unternehmen und sind eher bereit, in nachhaltige Unternehmen zu investieren. Weiter müssen Unternehmen durch steigende regulatorische Anforderungen sicherstellen, dass ihre Wertschöpfungskette in Einklang mit den gesetzlichen Nachhaltigkeitszielen stehen. Darüber hinaus erwarten Verbraucher zunehmend, dass Unternehmen verantwortungsvoll und nachhaltig handeln. In der Politik und Gesetzgebung werden ebenfalls immer

⁶ Vgl. *Eurostat*, HVPI – Monatliche Daten, 2026, abgerufen unter: <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/bookmark/4ad27e6f-358a-4a3d-82a0-587d69a833eb?lang=de> (Abruf am 04.03.2026).

⁷ Vgl. *Statistisches Bundesamt*, Verbraucherpreisindex: Deutschland, Monate, abgerufen unter: <https://www-genesis.destatis.de/datenbank/online/statistic/61111/table/61111-0002> (Abruf am 20.02.2026).

⁸ Vgl. *Bundesbank*, EZB-Zinssätze, abgerufen unter: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/607806/fa0e277ab1a0f69bfe8701920f317ac8/472B63F073F071307366337C94F8C870/s510ttezbzins-data.pdf> (Abruf am 20.02.2026).

mehr Regelungen entwickelt und festgelegt, die den Nachhaltigkeitsaspekt hervorheben. So hat das EU-Parlament im April 2024 dem EU-Lieferkettengesetz (Corporate Sustainability Due Diligence Directive; CSDDD) zugestimmt, dass nun ab 2027 für große Unternehmen (ab 1,5 Mrd. EUR Umsatz und mehr als 5.000 Mitarbeiter) verpflichtend anzuwenden ist, wobei die Schwellenwerte bis 2029 jährlich reduziert werden.

Weiter werden mit der Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) die rechtlichen Anforderungen an die zukünftige Nachhaltigkeitsberichterstattung deutlich verschärft. Die nationale Umsetzung dieser europäischen Richtlinie steht in Deutschland Stand April 2026 weiterhin aus. Deutschland hat, wie mehrere andere EU Mitgliedstaaten, die Umsetzungsfrist aufgrund des Endes der 20. Legislaturperiode des Deutschen Bundestages zum Jahreswechsel 2024/2025 nicht eingehalten. Am 09.12.2025 haben sich die EU-Institutionen zu einem vorläufigen Kompromiss zur Überarbeitung der Vorschriften zur CSRD vorläufig geeinigt. Der gefundene Kompromiss definiert zentrale Anpassungen an den bestehenden Regelwerken, ist jedoch noch nicht formal verabschiedet. Nachdem die CSRD in Deutschland bisher nicht umgesetzt wurde, wird die Umsetzung (voraussichtlich im Verlauf des Jahres 2026) dann unter Beachtung der zwischenzeitlichen Änderungen der CSRD erfolgen.⁹

Kleine und mittelgroße Unternehmen wie die Staatl. Mineralbrunnen sind von diesen Entwicklungen mindestens durch sog. „Durchsickerungseffekte“ (Trickle-Down-Effekt) betroffen. Zudem werden sich mittelbare Erfordernisse zur Auseinandersetzung mit den regulatorischen Anforderungen ergeben, da die Staatl. Mineralbrunnen Teil einer Liefer- bzw. Wertschöpfungskette ist. Weiter werden bestimmte legislative Entwicklungen auch direkte Auswirkungen auf Unternehmen wie die Staatl. Mineralbrunnen haben.

Mittelbar, da als Teil von Liefer- und Wertschöpfungsketten verstärkt Nachweise und Daten zur Nachhaltigkeit und Sorgfaltspflichten von Kunden abgefordert werden, und unmittelbar, weil neue europäische Vorgaben eigene Berichtspflichten und Sorgfaltspflichten begründen (z.B. CSRD, CSDDD). In einem schwachen Nachfrageumfeld erhöhen diese regulatorischen Anforderungen den Kostendruck und können zu Auftragsverlusten führen.¹⁰

Vor dem Hintergrund der erwarteten Konsumschwäche im Jahr 2026 ergeben sich für Unternehmen wie die Staatl. Mineralbrunnen zusätzliche Risiken. Aktuelle Konsumklima-Indikatoren im Jahr 2025 unterstreichen dies. So lag der Konsumklimaindex der GfK im Dezember 2025 mit einem Wert von -23,4 auf dem niedrigsten Stand seit April 2024, als ein Wert von -27,3 erreicht wurde. Durch den Ende Februar 2026 eskalierten Iran-Konflikt sank der Konsumklimaindex weiter auf einen Wert von -24,8.¹¹

⁹ Vgl. *Crowe Kleeberg*, EU erzielt vorläufigen Kompromiss zu CSRD- und CSDDD-Reformen, 2025, abgerufen unter: <https://www.kleeberg.de/2025/12/10/eu-erzielt-vorlaeufigen-kompromiss-zu-csrd-und-csddd-reformen/>. (Abruf am 23.02.2026).

¹⁰ Vgl. *NIQ*, Konsumklima: Enttäuschender Ausblick für das Jahr 2026, 2026, abgerufen unter: <https://nielseniq.com/global/de/news-center/2026/konsumklima-iran-krieg-druckt-verbraucherstimmung/>. (Abruf am 14.04.2026).

¹¹ Vgl. *NIQ*, Konsumklima: Iran-Krieg drückt Verbraucherstimmung, abgerufen unter: <https://nielseniq.com/global/de/news-center/2025/konsumklima-enttauschender-ausblick-fur-das-jahr-2026/>. (Abruf am 23.02.2026).

Vor dem Hintergrund der gegenwärtigen gesamtwirtschaftlichen und gesellschaftlichen Rahmenbedingungen ist es erforderlich zu beurteilen, inwiefern diese das wirtschaftliche Umfeld sowie die zukünftige Entwicklung der Staatl. Mineralbrunnen beeinflussen könnten.

II. Marktumfeld der Staatl. Mineralbrunnen

1. Vorbemerkung

Insgesamt soll die nachstehende Marktanalyse das Geschäftsmodell der Staatl. Mineralbrunnen validieren, um die zukünftige Geschäftsentwicklung der Gesellschaft, welche sich in der Planung widerspiegelt, zu plausibilisieren.

2. Der Markt für Getränke

Die Getränkeindustrie, bestehend aus der Brauwirtschaft und der Erfrischungsgetränke- und Mineralwasserindustrie, stellt einen wesentlichen Bestandteil in der Nahrungs- und Genussmittelindustrie dar.

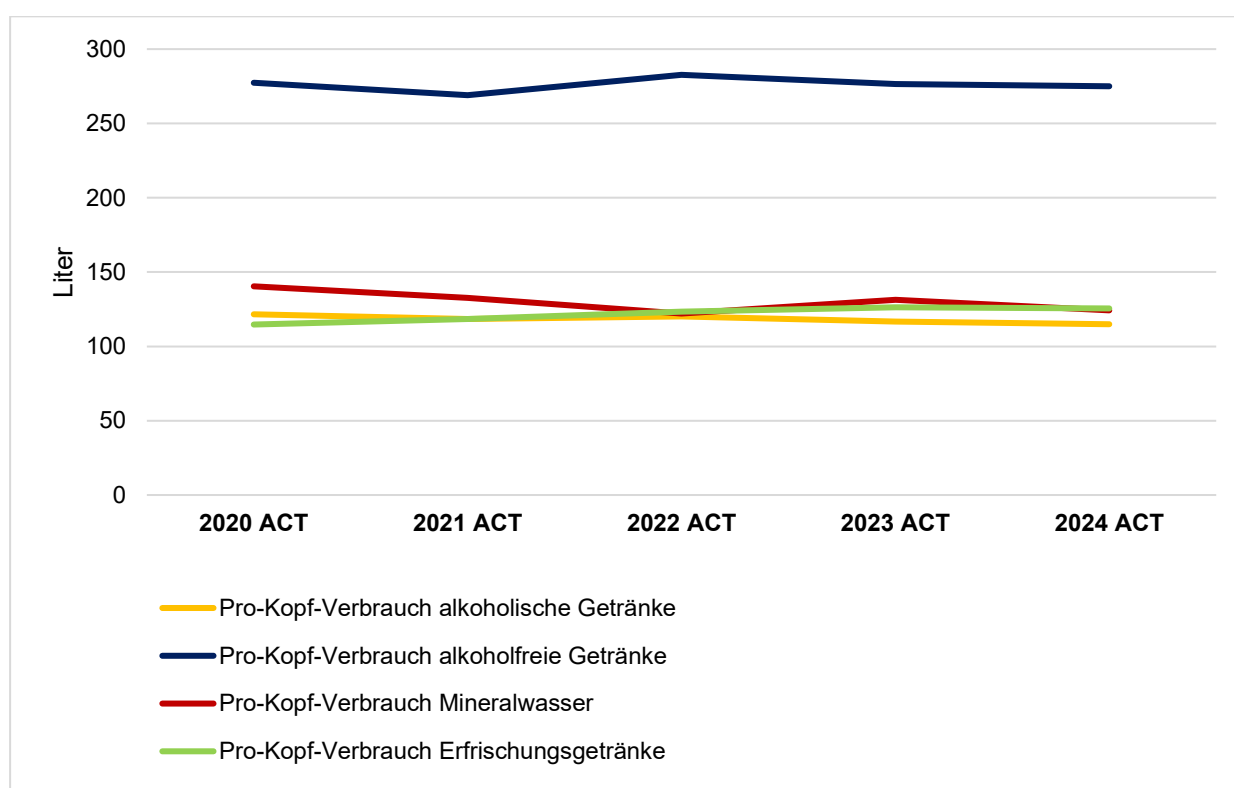


Abbildung 3: Entwicklung des Pro-Kopf-Verbrauchs für alkoholische und alkoholfreie Getränke sowie für Mineralwasser und Erfrischungsgetränke.

Quelle: Bundesministerium für Landwirtschaft, Ernährung und Heimat.¹²

Der Pro-Kopf-Verbrauch an alkoholfreien Getränken in Deutschland verläuft im Betrachtungszeitraum der Jahre 2020 bis 2024 weitestgehend stabil mit leichten Schwankungen um rd. 275 bis 283 Liter im

¹² Vgl. Bundesministerium für Landwirtschaft, Ernährung und Heimat, abgerufen unter: <https://www.bmel-statistik.de/fileadmin/daten/4090600-0000.xlsx> (Abruf am: 26.05.2026).

Für das Jahr 2025 stehen zum Erstellungszeitpunkt des vorliegenden Gutachtens noch keine Daten zur Verfügung.

Jahre. Innerhalb dieser Kategorie ist bei Mineralwasser ein rückläufiger Trend erkennbar: Der Verbrauch sank von 140,4 Liter im Jahr 2020 auf 124,3 Liter im Jahr 2024. Im Gegensatz dazu nahm der Konsum von Erfrischungsgetränken im gleichen Zeitraum von 114,7 Liter auf 125,5 Liter spürbar zu. Mineralwasser und Erfrischungsgetränke zusammen stellen mit rund 90–93 % durchgängig den größten Anteil des Pro-Kopf-Verbrauchs an alkoholfreien Getränken dar, mit einer vorübergehenden geringfügigen Abschwächung im Jahr 2022.

Insgesamt verschiebt sich der Pro-Kopf-Konsum im Betrachtungszeitraum der Jahre 2020 bis 2024 innerhalb der alkoholfreien Getränke damit in geringem Umfang weg vom Mineralwasser hin zu Erfrischungsgetränken, während das Gesamtvolumen alkoholfreier Getränke relativ konstant bleibt.

Entwicklung Pro-Kopf-Verbrauch Getränke in Liter	2020 ACT	2021 ACT	2022 ACT	2023 ACT	2024 ACT
Pro-Kopf-Verbrauch alkoholische Getränke	121,60	118,50	120,20	116,61	114,90
Pro-Kopf-Verbrauch alkoholfreie Getränke	277,3	269	282,7	276,6	275,1
Pro-Kopf-Verbrauch Mineralwasser	140,4	132,6	122,1	131,3	124,3
Pro-Kopf-Verbrauch Erfrischungsgetränke	114,7	118,4	123,4	126,3	125,5
Pro-Kopf-Verbrauch Mineralwasser und Erfrischungsgetränke	255,1	251	245,5	257,6	249,8
Pro-Kopf-Verbrauch Mineralwasser und Erfrischungsgetränke in % der alkoholfreien Getränke	92%	93%	87%	93%	91%

Tabelle 1: Entwicklung Pro-Kopf-Verbrauch Getränke in den Jahren 2020 bis 2024.

Quelle: Bundesministerium für Landwirtschaft, Ernährung und Heimat.¹³

Der Markt für alkoholfreie Getränke (AfG) stagniert seit einigen Jahren. Weiter kommen aufgrund des Rückgangs des Markts für alkoholhaltige Getränke neue Wettbewerber im Markt für alkoholfreie Getränke hinzu. Der Markt ist somit sehr kompetitiv. Vor allem bei Mineralwasser geht die Entwicklung des Marktes nach dem bisher stärksten Jahr 2018 zurück. Da der deutsche Getränkemarkt weitgehend gesättigt ist, ist ein mengenmäßiger Mehrkonsum nicht zu erwarten.¹⁴ Die Coronapandemie hat die Getränkebranche hart getroffen, da Gastronomiebetriebe geschlossen waren, Veranstaltungen und Volkfeste abgesagt wurden und Exportmärkte weggebrochen sind.¹⁵

Um dem rückläufigen Branchentrend entgegenzuwirken, reagiert die Getränkeindustrie mit Vielfalt und Differenzierung. So wird versucht, mit neuen Geschmacksvarianten und Sortimentserweiterungen die Kundengruppe zu vergrößern. Viele Brauereien haben sich zu integrierten Getränkekonzernen entwickelt, die zusätzlich alkoholfreie bzw. -reduzierte Getränke produzieren. Es zeigt sich auch eine Vielfalt

¹³ Vgl. Bundesministerium für Landwirtschaft, Ernährung und Heimat, abgerufen unter: <https://www.bmel-statistik.de/fileadmin/daten/4090600-0000.xlsx> (Abruf am: 26.05.2026).

Für das Jahr 2025 stehen zum Erstellungszeitpunkt des vorliegenden Gutachtens noch keine Daten zur Verfügung.

¹⁴ Vgl. Hans Blöckler Stiftung, 2023, Branchenmonitor Getränkeindustrie, S. 24 f., abgerufen unter: https://www.boeckler.de/fpdf/HBS-008568/p_fofoe_WP_277_2023.pdf. (Abruf am: 15.04.2026).

¹⁵ Vgl. Hans Blöckler Stiftung, 2023, Branchenmonitor Getränkeindustrie, S. 22, abgerufen unter: https://www.boeckler.de/fpdf/HBS-008568/p_fofoe_WP_277_2023.pdf. (Abruf am: 15.04.2026).

in Bezug auf Verpackungsgrößen und -materialien, Designs, Gebindegrößen etc. Die Produzenten versuchen so, den unterschiedlichen Anforderungen der Kunden gerecht zu werden.¹⁶

Der Getränkemarkt ist sehr heterogen. So existieren neben jungen Wachstumsunternehmen auch bundesweit tätige sowie regionale Getränkeunternehmen. Ein Trend in der Getränkeindustrie ist der Fokus auf die Nachhaltigkeit, Klimaneutralität und Reduktion des CO₂-Ausstoßes bei der Produktion. Immer mehr Getränkeunternehmen beabsichtigen, ihre Wertschöpfungskette klimaneutral zu gestalten. Dies hat einerseits Marketing- und Imagegründe, andererseits ist dies oft auch notwendig, um Vorgaben des Gesetzgebers und Anforderungen der Kunden und Erwartungen der Verbraucherinnen und Verbraucher zu erfüllen. Die Nachhaltigkeitsberichterstattung ist in Zukunft für große Unternehmen verpflichtend zu berücksichtigen und wird bei vielen Unternehmen in der Getränkeindustrie bereits angewandt.¹⁷

Neben der Coronapandemie hat auch der russische Angriffskrieg auf die Ukraine die Getränkeindustrie unter Druck gesetzt.¹⁸

Der Geschäftserfolg von Unternehmen der Getränkeindustrie wird maßgeblich durch die Höhe der Kosten bzw. durch das Preisniveau für benötigte Rohstoffe, Energie, Maschinen und Anlagen etc. bestimmt. Überkapazitäten, volatile Rohstoffmärkte und die Preispolitik des Handels wirken sich negativ auf die Marge aus. Durch die in den Jahren 2022 bis 2024 stark gestiegene Inflation sind die Kosten weiter gestiegen. Gegen die hohe Volatilität der Rohstoffpreise sichern sich Getränkeproduzenten im Regelfall durch langfristige Lieferverträge ab.¹⁹ Die Staatl. Mineralbrunnen haben ebenfalls Kontrakte für Rohstoffe wie Invertzuckersirup und Johannisbeerkonzentrat zur Absicherung gegen Preisschwankungen abgeschlossen.²⁰ Darüber hinaus ist ein striktes Kostenmanagement entscheidend für zukünftigen Erfolg.

3. Der Markt für Mineralwasser

In Deutschland existieren ungefähr 150 Mineralbrunnen, welche rd. 500 verschiedene Mineralwässer anbieten. Natürliches Mineralwasser ist seit Jahren das meist konsumierte alkoholfreie Kaltgetränk. So wurden im Jahr 2025 pro Bundesbürger etwa 129 Liter Mineral- und Heilwasser konsumiert. In Deutschland belief sich der Absatz von Mineral- und Heilwasser im Jahr 2025 auf rd. 10.174 Mio. Liter. Die beliebtesten Mineralwässer sind der klassische Sprudel und das Mineralwasser mit wenig Kohlensäure,

¹⁶ Vgl. *Hans Böckler Stiftung*, 2023, Branchenmonitor Getränkeindustrie, S. 85, abgerufen unter: https://www.boeckler.de/fpdf/HBS-008568/p_fofoe_WP_277_2023.pdf. (Abruf am: 15.04.2026).

¹⁷ Vgl. *Hans Böckler Stiftung*, 2023, Branchenmonitor Getränkeindustrie, S. 43, abgerufen unter: https://www.boeckler.de/fpdf/HBS-008568/p_fofoe_WP_277_2023.pdf. (Abruf am: 15.04.2026).

¹⁸ Vgl. *Hans Böckler Stiftung*, 2023, Branchenmonitor Getränkeindustrie, S. 63, abgerufen unter: https://www.boeckler.de/fpdf/HBS-008568/p_fofoe_WP_277_2023.pdf. (Abruf am: 15.04.2026).

¹⁹ Vgl. *Hans Böckler Stiftung*, 2023, Branchenmonitor Getränkeindustrie, S. 63, abgerufen unter: https://www.boeckler.de/fpdf/HBS-008568/p_fofoe_WP_277_2023.pdf. (Abruf am: 15.04.2026).

²⁰ Die Verpflichtungen aus den Kontrakten sind nicht bilanziert, werden aber in den sonstigen finanziellen Verpflichtungen in den Jahresabschlüssen der Staatl. Mineralbrunnen aufgeführt.

die zusammen einen Marktanteil von 71,2 % haben. Mineralwasser ohne Kohlensäure wird jedoch immer beliebter und erreichte im Jahr 2025 einen Anteil von 25,8 % am gesamt abgesetzten Mineralwasser.

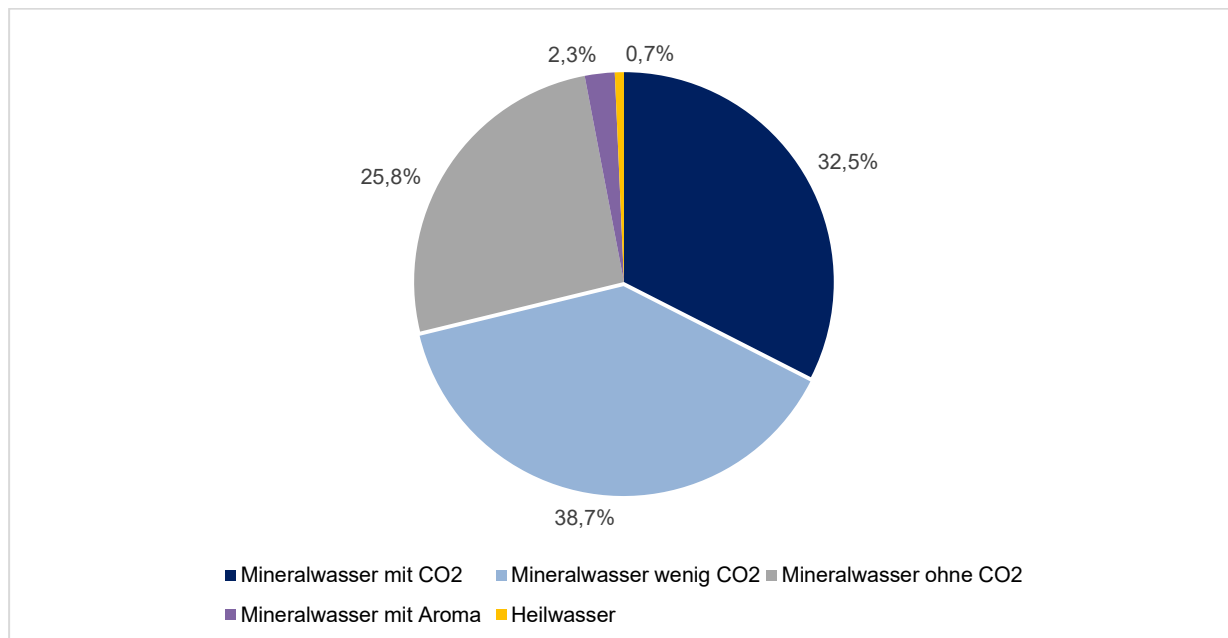


Abbildung 4: Anteile Mineralwassersorten am Gesamtmarkt für Mineralwasser im Jahr 2025.

Erfrischungsgetränke auf Basis von Mineralwasser (sog. Mineralwassermischgetränke) stellen mit einem Absatz von 3.025 Mio. Liter (Pro-Kopf-Verbrauch: 36 Liter) im Jahr 2025 ebenfalls einen wesentlichen Markt dar. Insgesamt betrug der Absatz von Mineral- und Heilwasser sowie Mineralwassermischgetränken im Jahr 2025 13.199 Mio. Liter.²¹

²¹ Vgl. VDM, 2025, Branchendaten 2025, S. 1, abgerufen unter: <https://www.mineralwasser.com/wp-content/uploads/VDM-Branchendaten-2025.pdf>. (Abruf am 03.03.2026).

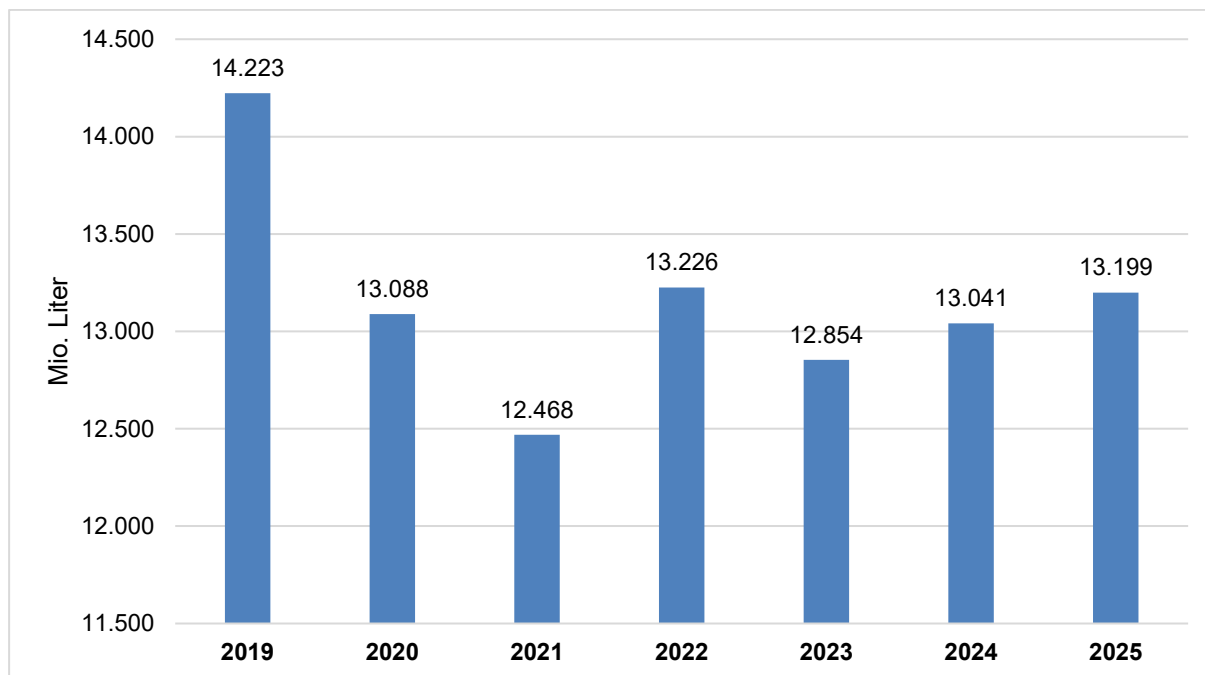


Abbildung 5: Absatz von Mineralwasserprodukten von 2019 bis 2025 in Mio. Liter.²²

Quellen: VDM 2019-2025: <https://www.mineralwasser.com/presse/marktdaten/> (Abruf am: 15.04.2026).

Die Absatzentwicklung für Mineralwasser der letzten sieben Jahre stellt sich wie folgt dar. Im Jahr 2019 betrug der Gesamtabatz der Branche 14.223 Mio. Liter.²³ Im Jahr 2020 und 2021 wurde durch die Coronapandemie ein Abwärtstrend ausgelöst. So sank der Gesamtabatz der Branche im Jahr 2020 auf 13.088 Mio. Liter und im Jahr 2021 auf 12.468 Mio. Liter.²⁴ Im Jahr 2022 stieg der Mineralwasserabsatz wieder um 6,1 % im Vergleich zum Vorjahr und betrug 13.226 Mio. Liter.²⁵ Im Jahr 2023 sank der Mineralwasserabsatz wieder um 2,8 % im Vergleich zum Vorjahr und betrug 12.854 Mio. Liter.²⁶ Im Jahr 2024 stieg der Mineralwasserabsatz um 1,5 % im Vergleich zum Vorjahr und betrug 13.041 Mio. Liter.²⁷ Im Jahr 2025 stieg das Volumen erneut leicht auf 13.199 Mio. Liter.²⁸

Insgesamt zeigt sich, dass sich die Branche nach einem Abwärtstrend von 2019 bis 2021, im Wesentlichen ausgelöst durch die Coronapandemie, im Jahr 2022 zumindest auf der Absatzseite wieder erholte, aber bislang nicht an das Niveau vor der Coronapandemie anknüpfen konnte.

²² Der Begriff Mineralwasserprodukte umfasst Mineral-, Heilwasser sowie Mineralwassermischgetränke.

²³ Vgl. VDM, 2020, Branchendaten 2020, S. 1, abrufbar unter: https://www.vdm-bonn.de/wp-content/uploads/Anlage_3_Branchendaten_2020_final_280621.pdf. (Abruf am: 15.04.2026).

²⁴ Vgl. VDM, 2021, Branchendaten 2021, S. 1, Mineralbrunnen behaupten sich im Corona-Jahr - Verband Deutscher Mineralbrunnen e.V. (VDM) (Abruf am: 15.04.2026).

²⁵ Vgl. VDM, 2022, Branchendaten 2022, S. 1, Mineralwasser-Konsum wächst deutlich - Verband Deutscher Mineralbrunnen e.V. (VDM). (Abruf am: 15.04.2026).

²⁶ Vgl. VDM, 2023, Branchendaten 2023, S. 1, Mineralwasser-Absatz kann nicht an Wachstum des Vorjahres anknüpfen - Verband Deutscher Mineralbrunnen e.V. (VDM). (Abruf am: 15.04.2026).

²⁷ Vgl. VDM, 2024, Branchendaten 2024, S. 1, abrufbar unter https://www.vdm-bonn.de/wp-content/uploads/VDM-Branchendaten_2024_Absatz_Mineralwasser-vorlaeufig.pdf. (Abruf am: 15.04.2026).

²⁸ Vgl. VDM, 2025, Branchendaten 2025, S. 1, abrufbar unter <https://www.vdm-bonn.de/mineralwasser-fakten/marktdaten-mineralwasser/>. (Abruf am: 15.04.2026).

Umsatzanteil Staatl. Mineralbrunnen am Gesamtmarkt	2020 ACT	2021 ACT	2022 ACT	2023 ACT	2024 ACT	2025 ACT
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatz der Betriebe in Deutschland mit Herstellung von Erfrischungsgetränken und Mineralwassergewinnung	8.357.723	8.341.807	9.410.428	9.928.338	10.504.045	10.740.281
Gesamtumsatz Staatl. Mineralbrunnen	16.011	16.034	18.456	20.184	20.706	23.203
Anteil Staatl. Mineralbrunnen	0,19%	0,19%	0,20%	0,20%	0,20%	0,22%

Tabelle 2: Umsatzanteil der Staatl. Mineralbrunnen am Branchenumsatz 2020 bis 2025.

Quelle: Statistisches Bundesamt (Destatis), (Abruf am 21.05.2026) und eigene Berechnungen.

Vorstehende Tabelle zeigt den Umsatzanteil der Staatl. Mineralbrunnen am gesamten Umsatz der Betriebe in Deutschland mit der Herstellung von Erfrischungsgetränken und Mineralwasserprodukten in den Jahren 2020 bis 2025.

Die Staatl. Mineralbrunnen konnte im Betrachtungszeitraum der Jahre 2020 bis 2025 ihren Anteil am Umsatz aller der Betriebe in Deutschland mit der Herstellung von Erfrischungsgetränken und Mineralwasserprodukten von 0,19 % (2020) auf 0,22 % (2025) erhöhen. Insgesamt hat die Staatl. Mineralbrunnen aber nur einen geringen Anteil am Markt für Erfrischungsgetränke und Mineralwasser. Diesen Marktanteil will die Gesellschaft weiterhin halten, sieht aber auf Grund neuer Wettbewerber (z.B. durch Abfüllkapazitäten bei Brauereien) in einem kompetitiven Umfeld keine großen Chancen, ihre Marktanteile zu erhöhen.

4. Marktprognose

Der globale Lebensmittel- und Getränkektor stabilisiert sich seit dem Jahr 2024 nach der Hochinflationsphase der Jahre 2022 und 2023, durch einen moderaten Nachfrageschub und spürbar verbesserten, wenn auch noch nicht vollständig normalisierten Kosten- und Lieferkettenbedingungen.²⁹ Durch Konflikte im Nahen Osten wird sich die „Normalisierung“ wohl wieder verlangsamen.

Konsumententrends wie Gesundheit und Wellness, Low/No Sugar, natürliche Zutaten, Funktionalität, Premiumisierung und Nachhaltigkeit prägten die Innovationsagenda und Positionierung der Getränkeindustrie im Jahr 2024 und insbesondere im Jahr 2025 über alle Getränkekategorien hinweg und setzen sich auch im Jahr 2026 fort.³⁰ Zugleich erhöhen starke Handelsmarken, promotionsgetriebene Sortimente und die zunehmende Bedeutung digitaler und datengetriebener Vermarktung den Wettbewerbsdruck und verlangen klarere Differenzierung durch Marken.³¹

Die vorstehend aufgezeigten Muster wirken besonders im alkoholfreien Bereich, wo zuckerfreie Rezepturen, neue Aromen und praktische, kleinere Gebinde die Nachfrage zusätzlich stützen. In diesem Umfeld profitieren Wasser- und Near-Water-Kategorien von ihrem Gesundheits- und Natürlichkeitsprofil und von Innovationen in aromatisierten sowie funktionalen Varianten.³²

Leitungswasser gewinnt als kostengünstige und nachhaltige Alternative zu abgefülltem Mineralwasser weiter an Bedeutung. Die Qualität ist durch die EU-Trinkwasserrichtlinie verbindlich geregelt. Die behördliche Überwachung sichert ein hohes und verlässliches Qualitätsniveau.³³ Ein wesentlicher Treiber des Konsums von Leitungswasser als Substitutionsprodukt von Mineralwasser ist der Preisvorteil. Im Jahr 2024 kostete ein Liter Leitungswasser typischerweise unter 0,5 Cent und war damit deutlich günstiger als abgefülltes Wasser.³⁴ Wassersprudler bleiben zur Substitution von Mineralwasser attraktiv, da sie den Kostenvorteil von Leitungswasser mit der Möglichkeit der Kohlensäurezugabe kombinieren. Nach der CO₂-Knappheit 2022, hat sich die Lage seit dem Jahr 2024 stabilisiert. Diese Entwicklungen erhöhen den Substitutionsdruck auf abgefülltes Mineralwasser.

Im deutschen Mineralwassermarkt ist das Preisgefälle zwischen Marken und Handelsmarken deutlich ausgeprägt: Discounter-Mineralwässer wie die Marke „Saskia“ von Lidl liegen im 1,0–1,5-Liter-Segment

²⁹ Vgl. *Market Research Future*, 2026, Lebensmittel- und Getränke-Weltmarkt, abrufbar unter: <https://www.marketresearchfuture.com/de/reports/food-and-beverages-global-market-32019> (Abruf am 17.02.2026).

³⁰ Vgl. *Innova Market Insights*, 2024, Trends bei Getränken: Globaler Marktüberblick, abrufbar unter: <https://www.innovamarketinsights.com/de/trends/getraenke-trends/> (Abruf am 17.02.2026).

³¹ Vgl. *Canable*, 2025, 6 wichtige Trends in der Getränkeindustrie 2025, abrufbar unter: <https://www.canable.co/de/blog-posts/6-wichtige-trends-in-der-getrankeindustrie-2025> (Abruf am 17.02.2026).

³² Vgl. *Innova Market Insights*, 2024, Trends bei Getränken: Globaler Marktüberblick, abrufbar unter: <https://www.innovamarketinsights.com/de/trends/getraenke-trends/> (Abruf am 17.02.2026).

³³ Vgl. *DVGW*, 2023, Die neue Trinkwasserverordnung 2023, abrufbar unter: <https://www.dvgw.de/themen/wasser/trinkwasserverordnung> (Abruf am 24.02.2026).

³⁴ Vgl. *Statistisches Landesamt Baden-Württemberg*, 2024, Wasser- und Abwassergebühren steigen stärker als die Inflationsrate, abrufbar unter: <https://www.statistik-bw.de/presse/pressemitteilungen/pressemitteilung/wasser-und-abwassergebuehren-steigen-staerker-als-die-inflationsrate/> (Abruf am 24.02.2026).

typischerweise im niedrigen Cent-Bereich je Liter, während Markenprodukte wie Gerolsteiner je nach Gebinde und Vertriebskanal ein vielfach höheres Preisniveau aufweisen. Das deutliche Preisgefälle erhöht die Preissensitivität im Markt, stützt das Volumen der Handelsmarken und zwingt Markenanbieter zu klarer Differenzierung über Herkunftsprofil, Gebinde (z. B. Glas-Mehrweg), Mineralisierung und Qualitätssicherung.³⁵

Kostenseitig bleibt die Lage gegenüber den Hochinflationen 2022 und 2023 im Jahr 2026 voraussichtlich entspannter, aber oberhalb des Vorkrisenniveaus. Insbesondere Energie, Logistik und Verpackungsmaterialien erfordern weiterhin aktives Kosten- und Beschaffungsmanagement.

Die Neuglaspreise hatten sich in der Energiekrise im Jahr 2022 stark verteuert: Zeitweise waren Flaschen rd. 40 Prozent teurer als im Vorjahr, weil die hohen Strom- und Gaspreise massiv auf die Glasherstellung durchschlugen. Auch in der Getränkeindustrie wirkten gestiegene Verpackungskosten, insbesondere Glas als wesentlicher Preistreiber.³⁶

Vor dem Hintergrund sich stabilisierender, aber weiterhin erhöhter Kosten- und Lieferkettenbedingungen sind effiziente Verpackungs- und Logistikprozesse zentrale Hebel zur Margensicherung in der Mineralwasserbranche.³⁷

Zusammenfassend ist festzuhalten: Wesentliche Werttreiber in der Mineralbrunnenindustrie sind die Premium- und Gesundheitsorientierung der Verbraucher verbunden mit dem gestiegenen Interesse an regionaler Herkunft sowie zuckerfreien, aromatisierten und funktionalen Varianten von Mineralwasser.³⁸

³⁵ Vgl. *Merkur*, 2023, 19 Cent oder 9 Euro für Mineralwasser? Lidl-Produkt ist im ZDF-Check Schlusslicht, abrufbar unter: <https://www.merkur.de/verbraucher/geschmack-minerale-gesund-mineralwasser-zdf-check-test-wasser-lidl-netto-edeka-preis-nachhaltigkeit-92398917.html> (Abruf am 23.02.2026).

³⁶ Vgl. *top agrar*, 2023, Hohe Glaspreise: Flaschen kosten 40 % mehr als vor einem Jahr, abgerufen unter: <https://www.topagrar.com/panorama/news/hohe-glaspreise-flaschen-kosten-40-mehr-vor-einem-jahr-13337310.html> (Abruf am 24.02.2026).

³⁷ Vgl. *Market Research Future*, Lebensmittel- und Getränke-Weltmarkt, 2026, abrufbar unter: <https://www.marketresearchfuture.com/de/reports/food-and-beverages-global-market-32019> (Abruf am 23.02.2026).

³⁸ Vgl. *Innova Market Insights*, 2024, Trends bei Getränken: Globaler Marktüberblick, abrufbar unter: <https://www.innovamarketinsights.com/de/trends/getraenke-trends/> (Abruf am 23.02.2026).

5. Wettbewerb

Auf dem Getränkemarkt in Deutschland herrscht allgemein eine hohe Wettbewerbsintensität. Seit einigen Jahren lässt sich außerdem beobachten, dass die Grenzen zwischen Brauereien, Erfrischungsgetränkeherstellern, sowie Mineralbrunnenbetrieben verschwimmen. Zum Beispiel haben klassische Mineralbrunnenbetriebe ihre Produktpalette in den letzten Jahren in Richtung Erfrischungsgetränke diversifiziert, um die Erträge stabil zu halten.³⁹ Weiter haben vor allem große Brauereigruppen vermehrt Erfrischungsgetränkehersteller und Mineralbrunnenbetriebe übernommen.⁴⁰

Im AfG-Bereich dominieren internationale Konzerne den Weltmarkt, während deutsche Hersteller eher auf nationale oder regionale Märkte ausgerichtet sind. Deutsche Hersteller konzentrieren sich hauptsächlich auf sog. Private-Label-Produkte sowie Regional- und Premiummarken. Weiter haben Handelsmarkenhersteller im Discount-Segment, die sich auf Getränke in Einwegverpackungen konzentrieren, eine starke Marktpräsenz. Die Handelsmarkenstrategie konzentriert sich auf das Massengeschäft mit Einwegprodukten im Discount-Segment und eine Verdrängung der Konkurrenz über den Preis. Auf diesem Markt ist es für eine rentable Marge erforderlich, eine große Absatzmenge zu erreichen, weshalb das Volumengeschäft im Fokus steht. Die Produktportfolios der Handelsmarken sind in der Regel schlank, und Produktion, Logistik und Distribution sind auf effiziente Anlagen und Prozesse ausgerichtet.

Auf dem Markt für Mineralwässer gehörten im Jahr 2025 zu den größten Herstellern die Mitteldeutsche Erfrischungsgetränke Gruppe (Marke z.B. Saskia) mit einem Absatz von rd. 2.842 Mio. Litern sowie die Refresco-Gruppe (Marken z.B. Fürst Bismarck und Märkisch Kristall) mit einem Absatz von rd. 2.526 Mio. Litern jährlich.⁴¹ Bei regionalen Markenherstellern, wie Franken Brunnen oder RhönSprudel, handelt es sich meist um kleinere und mittlere Unternehmen, welche ihren Fokus auf die Vermarktung von Wasser, insbesondere von Regionalmarken im Premiumsegment legen. Ein wesentlicher Differenzierungsfaktor auf diesem Markt ist u.a. die Verpackungsgröße, wobei Mehrwegflaschen eine wichtige Rolle spielen.

Auf dem Markt für Erfrischungsgetränke waren im Jahr 2024 die größten Hersteller die Coca-Cola European Partners mit einem Absatz von 4.010 Mio. Liter sowie die Refresco-Gruppe mit 1.223 Mio. Liter.⁴²

Insgesamt ist der Markt für Mineralwasser und Erfrischungsgetränke sehr heterogen, jedoch gibt es zum Teil große Wettbewerber, die einen hohen Marktanteil haben. Zusätzlich existieren viele regionale Mineralbrunnenbetriebe in Deutschland, die sich über Differenzierung und Konzentration auf das mittlere und hohe Preissegment wie die Staatl. Mineralbrunnen auf dem Markt behaupten.

³⁹ Vgl. *Hans Böckler Stiftung*, 2023, Branchenmonitor Getränkeindustrie, S. 85, abrufbar unter: https://www.boeckler.de/fpdf/HBS-008568/p_fofoe_WP_277_2023.pdf. (Abruf am: 15.04.2026).

⁴⁰ Vgl. Vgl. *Hans Böckler Stiftung*, 2023, Branchenmonitor Getränkeindustrie, S. 99, abrufbar unter: https://www.boeckler.de/fpdf/HBS-008568/p_fofoe_WP_277_2023.pdf. (Abruf am: 15.04.2026).

⁴¹ Vgl. *Lebensmittel Zeitung*, 20/2026, S. 14.

⁴² Vgl. *Lebensmittel Zeitung*, 26/2025, S. 20.

6. Positionierung der Staatl. Mineralbrunnen im Wettbewerb

Die Staatl. Mineralbrunnen produziert und vertreibt Mineralwässer und Erfrischungsgetränke im mittleren und gehobenen Preissegment. Ein wesentlicher Bestandteil des Geschäftsmodells der Staatl. Mineralbrunnen ist die Qualität ihrer Produkte. Die Quellen, aus denen das abgefüllte Mineralwasser der Staatl. Mineralbrunnen stammt, liegen in einem sogenannten Heilquellenschutzgebiet, welches durch staatliche Auflagen geschützt ist.⁴³

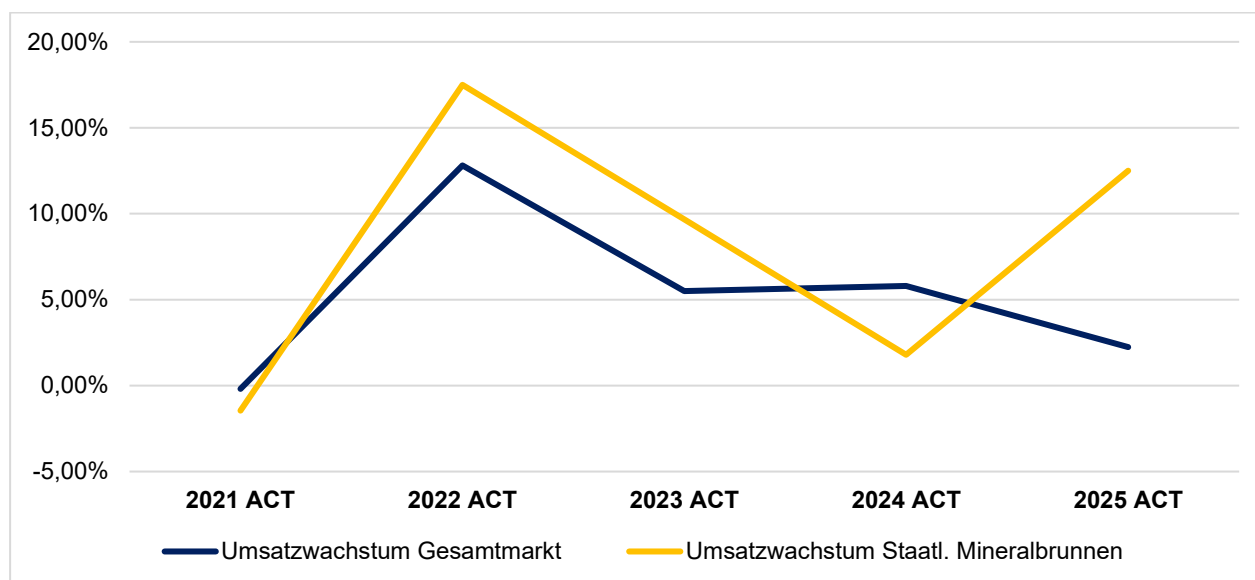


Abbildung 6: Umsatzentwicklung im Markt für Erfrischungsgetränke und Mineralwasserprodukte.

Quelle: Statistisches Bundesamt (Destatis), (Abruf am 21.05.2026) und eigene Berechnungen.

Vorstehende Abbildung zeigt das Umsatzwachstum der Betriebe in Deutschland mit der Herstellung von Erfrischungsgetränken und Mineralwasserprodukten im Vergleich zur Umsatzentwicklung der Staatl. Mineralbrunnen.

Der Gesamtmarkt zeigt im Betrachtungszeitraum der Jahre 2021 bis 2025 ein moderates Wachstum mit abnehmender Dynamik in Richtung 2025. Das Umsatzwachstum der Staatl. Mineralbrunnen liegt lediglich in den Jahren 2021 und 2024 unter dem Umsatzwachstum des Gesamtmarkts. Die Staatl. Mineralbrunnen weist daher insgesamt eine marktübliche Umsatzentwicklung auf.

Zum einen hat die Staatl. Mineralbrunnen Preiserhöhungen im Segment Eigenprodukte in den Jahren 2023 und 2025 vorgenommen. Im Segment Lohnfüllungen erhöhte die Staatl. Mineralbrunnen in den Jahren 2023 und 2024 ebenfalls die Preise.

⁴³ Vgl. *Staatliche Mineralbrunnen*, Naturrein von der Quelle bis zur Abfüllung, abrufbar unter: <https://www.badbruecken-auer.de/gut-zu-wissen/quellen/> (Abruf am: 21.05.2026).

Zum anderen konnte die Staatl. Mineralbrunnen die Anzahl an Füllungen an eigenen AfG von 56.324.724 (2021) auf 64.435.488 (2025) erhöhen. Die Anzahl an Lohnfüllungen stieg von 5.706.192 (2021) auf 11.525.724 (2025) an. Hintergrund für den Anstieg der Lohnfüllungen ist, dass ab dem Jahr 2023 Produkte der Marke „MioMio“ abgefüllt wurden.

Im Ergebnis stieg der Umsatz der Staatl. Mineralbrunnen aufgrund von Preis- und Mengenwachstum.

Dies deutet auf ein gegenüber dem Wettbewerb stabiles Geschäftsmodell hin, dessen Entwicklung im Betrachtungszeitraum der Jahre 2021 bis 2024 im Wesentlichen der Entwicklung des Gesamtmarktes entsprach. Im Jahr 2025 konnte die Staatl. Mineralbrunnen mit 12,51 % ein höheres Umsatzwachstum als der Gesamtmarkt mit 2,25 % erzielen. Ursächlich hierfür waren die im Frühjahr 2025 durchgeführten Preiserhöhungen für eigene Produkte sowie der Anstieg der abgesetzten Füllungen von 72.926.376 (2024) auf 75.961.212 (2025).

Die Staatl. Mineralbrunnen vertreibt ihre Produkte schwerpunktmäßig im Bundesland Bayern sowie in den angrenzenden Bundesländern. Vertriebswege sind sowohl der LEH und Getränkeabholmärkte als auch die Gastronomie.

Zur Einordnung der Preispolitik der Staatl. Mineralbrunnen haben wir den Preis für 1 Liter Mineralwasser der Kategorie „Medium“ der Staatl. Mineralbrunnen im LEH mit ausgewählten Konkurrenzprodukten verglichen. Die Staatl. Mineralbrunnen plant den Artikel 1 Liter PET Flasche Mineralwasser Medium (bezeichnet als Miwa medium 1,0 PET) in den Geschäftsjahren 2026 und 2027 als umsatzstärksten Artikel. Die ausgewählten Konkurrenzprodukte werden ebenfalls im Vertriebsgebiet der Staatl. Mineralbrunnen dem Bundesland Bayern sowie in den angrenzenden Bundesländern vertrieben.

Hersteller	Produktname	Literpreis	Bezugsquelle
St. Leonhards-Vertriebs GmbH & Co. KG	St. Leonhardsquellen Medium 6 x 1l	1,50 EUR/Liter	https://www.getraenkediens.com/muenchen/de/wasser/medium/st-leonhardsquellen-medium-6-x-1l (Abruf am: 22.05.2026)
Gerolsteiner Brunnen GmbH & Co. KG	Gerolsteiner Medium 12 x 1l PET	1,00 EUR/Liter	https://www.getraenkediens.com/muenchen/de/wasser/medium/gerolsteiner-medium-12-x-1l-pet (Abruf am: 22.05.2026)
Adelholzer Alpenquellen GmbH	Adelholzer Sanft PET 12x1,0 l	0,88 EUR/Liter	https://getraenkeservice-muenchen.com/produkt/adelholzer-sanft-pet-12x1-0l/ (Abruf am: 21.05.2026)
FRANKEN BRUNNEN GmbH & Co. KG	Franken Brunnen Medium 12x1,0l	0,99 EUR/Liter	https://getraenkeonline.shop/msp/wasser/medium/86/franken-brunnen-medium-12x1-0l (Abruf am: 21.05.2026)
Hassia Mineralquellen GmbH & Co. KG	Hassia Sprudel PET 12 x 1l	0,79 EUR/Liter	https://rexroth-liefert.de/hassia-sprudel-pet-12-x-1l/145 (Abruf am: 21.05.2026)
Mineralbrunnen Überkingen-Teinach GmbH & Co. KGaA	Aqua Vitale Medium 12x1l	0,79 EUR/Liter	https://onlinedurst.de/mineralwasser/aqua-vitale/27/aqua-vitale-medium-12x1l (Abruf am: 21.05.2026)
Staatl. Mineralbrunnen	Bad Brückenauer medium PET (MEHRWEG) 12 x 1 l	0,79 EUR/Liter	https://getraenke-behrendt.de/produkt/bad-brueckenauer-medium-pet-mehrweg/ (Abruf am: 21.05.2026)
HANSA-HEEMANN AG	ja! Mineralwasser Classic 6x1,5l	0,19 EUR/Liter	https://www.rewe.de/produkte/ja-mineralwasser-classic-6x1-5l/518174/?e-cid=pla_google_vs_nonbr_rewe%7Cem%7Cenga%7Cn%7Cia-dms-ja_getr%C3%A4nke-genussmittel_lia_8704572403_91643292910_pid%3A518174_ch%3Alocal_nn_d%3Ac&marketCode=440544 (Abruf am: 22.05.2026)
Quellbrunn (Eigenmarke Aldi)	Natürliches Mineralwasser Medium 1,5 l	0,19 EUR/Liter	https://www.aldi-sued.de/produkt/quellbrunn-natuerliches-mineralwasser-medium-1-5-l-000000000000203661 (Abruf am: 22.05.2026)

Tabelle 3: Preis für 1 Liter PET Flasche Mineralwasser Medium im LEH.

Im LEH beträgt der Preis für die 1 Liter PET Flasche Mineralwasser Medium der Staatl. Mineralbrunnen rd. 0,79 EUR/Liter. Dies entspricht den Preisen für die direkt vergleichbaren Produkte Hassia Sprudel PET 12 x 1l der Hassia Gruppe und Aqua Vitale Medium 12x1l von Mineralbrunnen Überkingen-Teinach GmbH & Co. KGaA, welche ebenfalls für 0,79 EUR/Liter im LEH angeboten werden. Die direkt vergleichbare 1 Liter PET Flasche Mineralwasser Medium von Adelholzer Alpenquellen GmbH kostet 0,88 EUR/Liter und von Franken Brunnen 0,99 EUR/Liter.

Die vorstehende Tabelle zeigt, dass die Staatl. Mineralbrunnen Mineralwasser im mittleren bis gehobenen Preissegment anbietet. Die preisgünstigsten Mineralwässer werden im LEH für 0,19 EUR/Liter angeboten wie bspw. ja! Mineralwasser Classic 6x1,5l von HANSA-HEEMANN AG oder Natürliches Mineralwasser Medium 1,5 l von Quellbrunn, der Eigenmarke von Aldi Süd und Aldi Nord. Weiterhin werden im LEH auch Mineralwässer zu einem höheren Preis angeboten wie bspw. das Mineralwasser St. Leonhardsquellen Medium 6 x 1l mit einem Preis von 1,50 EUR/Liter.

Laut Lagebericht des geprüften Jahresabschlusses 2025 plant die Staatl. Mineralbrunnen ihr bestehendes Geschäftsmodell auch in Zukunft unverändert fortzuführen. Die Staatl. Mineralbrunnen plant zukünftig unverändert den Fokus auf Markenprodukte zu legen. Es ist auch nicht in Zukunft geplant das Preiseinstiegssortiment zu bedienen.

E. BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE UND -METHODEN

I. Methodische Vorüberlegungen

Die im Folgenden beschriebenen Bewertungsgrundsätze und -methoden gelten in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert und werden von der Rechtsprechung in Deutschland anerkannt. Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen finanziellen Überschüsse des Anteilseigners (Zukunftserfolgswert). Er berechnet sich demnach aus den künftigen Überschüssen, die der Unternehmenseigner aus dem Unternehmen bei Fortführung in unverändertem Konzept und Veräußerung etwaigen nicht für den operativen Geschäftsbetrieb notwendigen Vermögens aufgrund seiner zum Bewertungszeitpunkt vorhandenen materiellen Substanz, seiner Innovationskraft und Stellung am Markt, seiner inneren Organisation sowie seines disponierenden Managements in der Zukunft erwirtschaften kann.

Der IDW S 1 sieht im Rahmen gesetzlich definierter Bewertungsanlässe die Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte der beteiligten Rechtsträger aus der Sicht eines neutralen Gutachters vor. Bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts soll ein von individuellen Wertvorstellungen der betroffenen Personen unabhängiger Wert des Unternehmens ermittelt werden. Im IDW S 1 wird bei Unternehmensbewertungen aufgrund gesellschaftsrechtlicher Anlässe zudem auf den Blickwinkel der Unternehmenseigner (als Privatperson) abgestellt, nicht auf den Blickwinkel des Unternehmens.⁴⁴

Der Bewertung sind die zum Bewertungsstichtag vorliegenden Informationen und Planungen zu Grunde zu legen, wobei im Besonderen auf die sog. Wurzeltheorie des BGH Bezug zu nehmen ist.⁴⁵ Nach der Wurzeltheorie müssen die Umstände und Maßnahmen bereits in den Verhältnissen zum Stichtag angelegt gewesen sein. Andernfalls können sie keine Berücksichtigung finden.⁴⁶ Hinzukommen muss zusätzlich das Erfordernis der Vorhersehbarkeit der Entwicklung. Eine hinreichende Konkretisierung liegt nicht vor, wenn für eine zum Stichtag vorgesehene Maßnahme nur grundsätzliche Überlegungen angestellt worden sind. Es müssen die erforderlichen Entscheidungen von den Gremien des Unternehmens zu einem solchen Antrag herbeigeführt sein und eine eventuelle Genehmigung durch die Aufsichtsbehörden vorliegen.⁴⁷

⁴⁴ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rn. 19 und Rn. 24.

⁴⁵ Vgl. BGH v. 17.01.1973, IV ZR 142/70; OLG Stuttgart v. 29.09.2025, 20 W 15/23.

⁴⁶ Vgl. OLG Stuttgart v. 29.09.2025, 20 W 15/23.

⁴⁷ Vgl. OLG München v. 05.05.2015, 31 Wx 366/13.

II. Ertragswert nach IDW S 1 i.d.F. 2026

1. Vorbemerkung

In der Betriebswirtschaftslehre, der Rechtsprechung und der Bewertungspraxis ist allgemein anerkannt, dass der Ertragswert einen geeigneten Maßstab für den Wert eines Unternehmens darstellt. Unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele ermittelt sich der Wert eines Unternehmens durch den Barwert der zukünftigen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner (Zukunftserfolgswert). Grundlage der Bewertung bilden die Unternehmensplanung und die erwartungsgemäß den Gesellschaftern zufließenden Erträge. Zur Ermittlung des Barwerts dieser Erträge wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage widerspiegelt.

Der Unternehmenswert gem. IDW S 1 kann sowohl nach dem Ertragswertverfahren als auch nach dem Discounted Cash Flow-Verfahren (DCF-Verfahren) erfolgen. Beide Verfahren führen c.p. zu demselben Ergebnis. Auf die (zusätzliche) Herleitung nach einem Discounted Cash Flow-Verfahren wurde aufgrund der Wertidentität verzichtet. Im vorliegenden Bewertungsfall wird der Unternehmenswert der Staatl. Mineralbrunnen nach dem Ertragswertverfahren berechnet. Der Ertragswert bemisst sich laut IDW S 1 als Summe aller künftig erwarteten diskontierten Nettoausschüttungen des Unternehmens. Hierbei ist auf den Nettozufluss auf Ebene des Anteilseigners abzustellen. Dabei sind detaillierte Analysen und Prognosen der künftig zu erwartenden Nettoerfolge des Unternehmens sowie der Markt- und Branchenbedingungen unter Unsicherheit notwendig. Der Unternehmenswert variiert demzufolge in Abhängigkeit von den subjektiv gebildeten Erwartungen als auch von dem als Instrument zur Komplexitätsreduktion unter Unsicherheit gewählten Kapitalisierungszinssatz.

Im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung wird der objektivierte Unternehmenswert aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als typisierter Anteilseigner ermittelt. Die Ertragswertermittlung basiert auf der Geschäftsplanung des zu bewertenden Unternehmens (Detailplanung). Sofern die Unternehmensplanung auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen basiert sowie plausibel und in sich widerspruchsfrei ist, ist sie der Schätzung des Unternehmenswerts zugrunde zu legen.⁴⁸

Die zur Ermittlung des Ertragswertes abzuzinsenden Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner ergeben sich vorrangig aus den Ausschüttungen der vom Unternehmen erwirtschafteten finanziellen Überschüsse. Für die Ermittlung des Zukunftserfolgswertes sind die künftigen entziehbaren finanziellen Überschüsse des Unternehmens zu prognostizieren. Bei der Ermittlung der den Unternehmenseignern zufließenden Nettoeinnahmen ist die Verwendung nicht ausgeschütteter Beträge (Thesaurierungen) zu berücksichtigen. Diese Beträge können bspw. zur Investition, zur Tilgung von Fremdkapital oder zum Aufbau von regulatorisch erforderlichem Kapital verwendet werden. Bei der Ermittlung der Ausschüt-

⁴⁸ Vgl. BayObLG v. 08.08.2025, 101 W 116/24.

tungen sind die Nebenbedingungen der gesellschaftsrechtlichen Ausschüttungsfähigkeit, regulatorischer Bestimmungen und der Finanzierung zu beachten. Sofern für thesaurierte Beträge keine separate Planung zur Mittelverwendung vorliegt, sind diese Beträge üblicherweise kapitalwertneutral anzulegen.

Die voraussichtlichen Entwicklungen der finanziellen Überschüsse lassen sich für die nahe Zukunft plausibler beurteilen und sicherer prognostizieren als für die späteren Jahre. In der Praxis werden die finanziellen Überschüsse in unterschiedlichen Zukunftsphasen geplant und prognostiziert. Sofern am Ende der Detailplanung ein nachhaltig ausschüttbares Ergebnis noch nicht erreicht ist, ist es ggf. erforderlich, eine sog. Konvergenzphase zu berücksichtigen, bis der eingeschwungene Zustand der ewigen Rente erreicht ist.

Grundlage der Prognose der zufließenden Nettoeinnahmen sind die zur Verfügung gestellte Unternehmensplanung, eine Abschätzung der Ergebnisse in der Konvergenzphase sowie das nachhaltig erzielbare Ergebnis, das für den Zeitraum jenseits des Planungshorizonts dauerhaft durchschnittlich erwartet werden kann. Bei der Bestimmung der Ausschüttungen im Zeitraum des Planungshorizonts und in der Konvergenzphase sind die Ausschüttungspolitik und die Ausschüttungsplanung des zu bewertenden Unternehmens zu berücksichtigen. Diese werden durch operative, finanzwirtschaftliche, gesellschaftsrechtliche, aufsichtsrechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen beeinflusst.

Die objektivierte Bewertung eines Unternehmens basiert auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft „wie es steht und liegt“ (Stichtagsprinzip). Sie beruht grundsätzlich auf den zum Bewertungsstichtag vorhandenen Erfolgsfaktoren und beinhaltet die Erfolgchancen, die sich zum Bewertungsstichtag aus bereits eingeleiteten oder hinreichend konkretisierten Maßnahmen im Rahmen des bisherigen Unternehmenskonzepts und der Marktgegebenheiten ergeben. Mögliche, aber noch nicht hinreichend konkretisierte Maßnahmen (z.B. Erweiterungsinvestitionen/Desinvestitionen, Änderung der Finanzierungsstruktur) sowie die daraus vermutlich resultierenden finanziellen Überschüsse sind danach unbeachtlich. „Ideen allein“ sind im Rahmen der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts nicht bewertbar. Bei der Abgrenzung der zum Stichtag zu berücksichtigenden Planungen sowie Erwartungen ist auf die vom BGH entwickelte Wurzeltheorie Bezug zu nehmen.⁴⁹ Dem auf Basis der künftigen, dem Anteilseigner zufließenden Zahlungen ermittelten Barwert ist der Wert des nicht für den operativen Geschäftsbetrieb notwendigen Vermögens hinzuzurechnen.

Der Wirtschaftsprüfer ermittelt den objektiven Unternehmenswert in der Rolle des neutralen Gutachters. Gemäß den Anforderungen des IDW S 1 i.d.F. 2026 nimmt der Wirtschaftsprüfer in der Rolle des neutralen Gutachters eine vollumfängliche Plausibilitätsbeurteilung der wesentlichen Annahmen sowie des Planungsmodells vor und leitet daraus einen in seiner Gesamtbeurteilung plausiblen Unternehmens(gesamt)wert ab.⁵⁰

⁴⁹ Vgl. BGH v. 17.01.1973, IV ZR 142/70.

⁵⁰ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rn. 24.

Die Plausibilitätsbeurteilung erfolgt im Rahmen der Ermittlung des objektiven Unternehmenswert aus der Perspektive eines typisierten umfassend informierten Eigenkapitalgebers mit ausschließlich finanzieller Zielsetzung und ohne einseitigen Einfluss auf den Unternehmenswert.⁵¹

Eine vollumfängliche Plausibilitätsbeurteilung bedeutet, dass der bewertende Wirtschaftsprüfer die wesentlichen Annahmen sowie das Planungsmodell und den sich ergebenden Unternehmensgesamtwert zu beurteilen hat.⁵² Es müssen die der Unternehmensplanung zugrunde liegenden Annahmen nach bestimmten Plausibilitätsmaßstäben nachvollziehbar und konsistent sein. Weiterhin müssen die relevanten und wesentlichen künftigen Entwicklungen mit ihren Chancen und Risiken adäquat in der Zukunftserfolgsplanung berücksichtigt sein. Bei der Plausibilisierung von Planungsrechnungen verweist der IDW S 1 i.d.F. 2026 explizit auf den IDW Praxishinweis: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion (IDW Praxishinweis 2/2017).⁵³

Da der Unternehmenswert aus der Sicht der Unternehmenseigner ermittelt wird, ist die Steuerbelastung der Anteilseigner auf die Ausschüttungen aus dem Unternehmen zu berücksichtigen. Die Bewertung der Staatl. Mineralbrunnen hat insoweit nach persönlichen Steuern zu erfolgen. Der persönliche Steuersatz der Anteilseigner besteht aus der Kapitalertragsteuer nach § 32d Abs. 1 EStG i.H.v. 25 % und dem Solidaritätszuschlag von 5,5 % gem. § 4 Satz 1 SolzG.

Für die Bewertung des Unternehmens sind die so ermittelten Nettoeinnahmen an die Unternehmenseigner mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren.

2. Kapitalisierungszinssatz

a) Konzeption

In der Unternehmensbewertungslehre hat sich zur Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes sowohl bei den Discounted Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) als auch bei den Ertragswertverfahren das Capital Asset Pricing Model (CAPM) bzw. Tax-CAPM (bei einer Nachsteuerbetrachtung) etabliert.

Das Capital Asset Pricing Model (CAPM) ist in seiner Standardform von *Sharpe/Lintner/Mossin* entwickelt worden und baut sowohl zeitlich als auch inhaltlich auf den Implikationen der Modernen Portfolio Theorie (MPT) auf. Grundsätzlich ist das CAPM als Gleichgewichtsmodell zu verstehen, das seinen Ursprung in der neoklassischen Kapitalmarkttheorie findet. Dabei untersucht diese den Zusammenhang zwischen Risiko und Rendite und lässt sich neben den Merkmalen konkurrenzgleichgewichtiger Märkte insbesondere auf die Annahme informationseffizienter, vollkommener und vollständiger Märkte zurückführen. Zudem sind modellspezifische Annahmen zu berücksichtigen.

⁵¹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rn. 24.

⁵² Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rn. 24.

⁵³ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rn. 75.

Das CAPM bzw. Tax-CAPM wird im Rahmen der Gesamtbewertungsverfahren herangezogen, um die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber, konkret um risikoadjustierte Eigenkapitalkosten, zu berechnen. Dabei berücksichtigt das CAPM bei der Ermittlung der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber, gemäß der dem Modell zugrunde liegenden Prämissen, dass diese allgemein als risikoaverse Investoren zu betrachten sind und neben einer risikolosen Basisverzinsung r_f auch eine Risikoprämie verlangen, der diese für die Übernahme der unternehmerischen Unsicherheit entlohnt. Die Risikoprämie ergibt sich grundsätzlich aus dem Produkt der allgemeinen beobachtbaren Marktrisikoprämie (MRP) ($r_m - r_f$) und dem unternehmensspezifischen Betafaktor β . Somit lassen sich die risikoadjustierten Eigenkapitalkosten wie folgt berechnen:

$$r_{EK} = r_f + (r_m - r_f) \times \beta = r_f + MRP \times \beta$$

Der so ermittelte Zinsfuß ist grundsätzlich um den Einfluss der persönlichen Ertragsteuern – wie oben erläutert – zu korrigieren. Hierbei hat eine Kürzung des Basiszinssatzes um die Besteuerung der Alternativenanlage (bei der Annahme einer Investition in Aktien mit der Abgeltungsteuer in Höhe von 25,0 %, zzgl. Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 %) zu erfolgen.⁵⁴ Die Marktrisikoprämie ist zur Wahrung der Steueräquivalenz als Größe nach persönlichen Steuern anzusetzen.

⁵⁴ Vgl. *IDW*, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, Kap. A Tz. 291.

b) Basiszinssatz

Bei der Ermittlung des (risikolosen) Basiszinssatzes soll keinerlei Risiko in Hinblick auf das Ausfall-, Termin- und Währungsrisiko bestehen. Aus diesem Grund wird in der Praxis zur Ermittlung des Basiszinssatzes auf Zerobond-Zinssätze für Staatsanleihen zurückgegriffen. Da in der Praxis regelmäßig keine Staatsanleihen mit Laufzeiten existent sind, die exakt der Frist entsprechen – i.S.d. geforderten Laufzeitäquivalenz, die bei der Bestimmung des risikolosen Basiszinssatzes zwingend zu beachten ist – in der das Unternehmen die künftigen finanziellen Überschüsse an die Unternehmenseigner ausschüttet, muss auf Schätzverfahren zurückgegriffen werden. Dabei hat sich in der Praxis zur Ableitung des Basiszinssatzes die *Svensson*-Methode etabliert. Mit Hilfe der *Svensson*-Methode lässt sich ein über alle Perioden hinweg einheitlicher Basiszinssatz ableiten, wobei dieser aus dem Drei-Monats-Durchschnitt beobachtbarer Renditen von Kupon-Anleihen berechnet wird. Die Input-Parameter zur Berechnung des Basiszinssatzes werden von der Deutschen Bundesbank zur Verfügung gestellt, sodass insgesamt eine objektive und transparente Bestimmung des Basiszinssatzes gegeben ist.

Der Basiszinssatz beträgt nach den Vorgaben des IDW S 1 i.d.F. 2026 bzw. des FAUB zum 01.06.2026 3,50 % vor persönlichen Steuern. Gekürzt um die persönliche Steuerbelastung der Alternativanlage (26,375 %) ergibt sich ein Wert nach persönlichen Steuern von rd. 2,58 %.

c) Marktrisikoprämie

Künftige finanzielle Überschüsse können aufgrund der Ungewissheit der Zukunft nicht mit Sicherheit prognostiziert werden, da ein unternehmerisches Engagement stets mit Risiken und Chancen verbunden ist. Die Übernahme dieser unternehmerischen Unsicherheit (des Unternehmerrisikos) lassen sich Marktteilnehmer durch Risikoprämien abgelten. Die Risikoprämie wird in Form eines (Risiko-)Zuschlags auf den risikolosen Basiszinssatz berücksichtigt.

Die allgemein beobachtbare Marktrisikoprämie kann als Differenz zwischen der erwarteten Marktrendite r_m und einem risikolosen Zinssatz r_f ermittelt werden. Durch diese soll ausgedrückt werden, welchen Renditeabschlag Investoren durchschnittlich verlangen, wenn sie ihr Kapital, anstatt in eine risikolose Anlageform, in ein gut diversifiziertes Marktportfolio investieren. Annahmegemäß ist die – am Markt beobachtbare – Marktrisikoprämie für alle risikobehafteten Kapitalanlagen und folglich für alle Unternehmen gleich hoch. Die Marktrisikoprämie wird üblicherweise vergangenheitsorientiert abgeleitet. Zu ihrer Ermittlung sind insgesamt vier verschiedene Einflussfaktoren von Bedeutung – Aktienindex, Beobachtungszeitraum, Art der Mittelwertbildung und risikoloser Zinssatz. In der Praxis wird die Marktrisikoprämie regelmäßig auf Grundlage von empirischen Studien ermittelt.

Die bislang wohl bekannteste Studie zur Bestimmung der Marktrisikoprämie stellt in diesem Zusammenhang die Studie von *Stehle* aus dem Jahr 2004 dar. An dieser Studie orientieren sich auch die Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des

IDW. Im Rahmen der Unternehmensbewertung wird die Marktrisikoprämie häufig nicht unternehmensspezifisch ermittelt, sondern als exogen vorgegeben angenommen und eher als Konstante angesehen. Es ist allerdings anzunehmen, dass die Marktrisikoprämie im Zeitablauf teils erheblichen Schwankungen unterliegt. In diesem Zusammenhang ist es daher die Aufgabe des neutralen Gutachters, die Marktrisikoprämie gegebenenfalls anzupassen, falls der Einzelfall dies erfordert.

Vor dem Hintergrund des seit Jahren anhaltenden Niedrigzinsniveaus passte der FAUB des IDW in seiner Sitzung am 22.10.2019 seine zuvor seit September 2012 bestehenden Empfehlungen zum Ansatz der Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern sowie nach persönlichen Steuern aufgrund der jüngsten Zinssatzentwicklungen an den Kapitalmärkten an und erhöhte die bisher empfohlene Bandbreite. Für den Ansatz der Marktrisikoprämie empfahl der FAUB des IDW einen Ansatz in einer Bandbreite zwischen 5,50 % und 7,00 % (Mittelwert 6,25 %) vor persönlichen Steuern respektive zwischen 5,00 % und 6,00 % (Mittelwert 5,50 %) nach persönlichen Steuern. Die Marktrisikoprämie selbst ist am Kapitalmarkt nicht beobachtbar, sondern leitet sich rechnerisch aus der beobachtbaren Gesamtmarktrendite ab. Die Marktrisikoprämie ergibt sich rechnerisch durch die Differenz zwischen risikolosem Basiszinssatz und der Gesamtmarktrendite. Der FAUB des IDW stellte fest, dass mit dem niedrigen Niveau des Basiszinssatzes eine rechnerische Gesamtmarktrendite zwischen 5,50 % und 7,00 % einhergehen müsste. Eine derartige Gesamtmarktrendite konnte der FAUB des IDW indes nicht beobachten. Vielmehr gelangte der FAUB des IDW zu der Erkenntnis, dass die Gesamtmarktrendite (vor persönlichen Steuern) eher in einer Bandbreite zwischen 7,00 % bis 9,00 % läge, was auch durch Untersuchungen der Bundesbank gestützt sei.⁵⁵

Unter Berücksichtigung der damaligen Entwicklungen an den Kapitalmärkten sowie der expansiven Geldpolitik der EZB beschloss der FAUB des IDW daher Ende Oktober 2019, seine Empfehlung zum Ansatz der Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern auf 6,00 % bis 8,00 % (Mittelwert 7,00 %) anzuheben. Damit orientierte sich der FAUB des IDW sogar eher am unteren Ende der beobachtbaren Gesamtmarktrenditen zwischen 7,00 % bis 9,00 %. Bezüglich der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern hielt der FAUB zum damaligen Zeitpunkt einen Ansatz in einer Bandbreite zwischen 5,00 % und 6,50 % (Mittelwert 5,75 %) für angemessen.⁵⁶

Das IDW hatte bislang trotz der Coronapandemie und dem russischen Angriffskrieg in der Ukraine an den im Oktober 2019 festgelegten Bandbreiten für die Marktrisikoprämie festgehalten.⁵⁷ In der Sitzung am 16. September 2025 hat der FAUB beschlossen, seine Bandbreitenempfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern auf 5,25 % bis 6,75 % (Mittelwert: 6,00 %) anzupassen. Bezüglich

⁵⁵ Vgl. *FAUB des IDW*, IDW Life 12/2019, S. 818 f.

⁵⁶ Vgl. *FAUB des IDW*, IDW Life 12/2019, S. 818 f.

⁵⁷ Vgl. *FAUB*, 2022, Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen, In: <https://www.idw.de/IDW/Medien/Arbeitshilfen-oeffentlich/Fachliche-Hinweise-oeffentlich/Downloads-Ukraine/IDW-FH-Ukraine-IDW-FachHin-Unternehmensbewertung.pdf> (aufgerufen am 21.01.2026).

Vgl. *FAUB*, 2020, Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen. In: <https://www.idw.de/blob/122884/2316fb82457e82143445b8d0740a3e89/down-corona-faub-fachlicher-hinweis-data.pdf> (aufgerufen am 21.01.2026).

der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern hält der FAUB einen Ansatz in einer Bandbreite zwischen 4,50 % und 5,75 % (Mittelwert 5,125 %) für angemessen. Die vorstehenden aktuellen Empfehlungen des FAUB stellen die zu dem hier relevanten Bewertungszeitpunkt sachgerechten Empfehlungen dar.⁵⁸

d) Betafaktor

Der angesetzte Risikozuschlag ist um die besondere Risikostruktur der zu bewertenden Gesellschaft zu modifizieren; dieses drückt sich nach dem CAPM/Tax-CAPM im sog. Betafaktor aus. Der Betafaktor spiegelt die Fluktuation des Risikos im Verhältnis zum Risiko des Gesamtmarktes riskanter Papiere wider.

Da die Marktrisikoprämie gegeben bzw. für alle Unternehmen grds. gleich hoch ist, hängt die Höhe der unternehmensspezifischen Risikoprämie und somit die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber eines Unternehmens insbesondere von dem unternehmensspezifischen Betafaktor ab.

Auf Grund der Implikationen der Modernen Portfolio Theorie (MPT) wird im Rahmen der CAPM-Modellwelt angenommen, dass sich das gesamte bewertungsrelevante Risiko in zwei Komponenten – in das systematische und in das unsystematische Risiko – aufteilt. Hierbei ist das unsystematische Risiko als wertpapierspezifisch zu verstehen, weshalb dieses von einem Investor grundsätzlich durch Diversifikation vermieden werden kann. Aus diesem Grund ist dieses – bei einem funktionierenden und vollkommenen Kapitalmarkt, bei dem die Anleger täglich neu über die Diversifikation bei Anlageentscheidungen entscheiden können – als nicht bewertungsrelevant zu verstehen.

Das systematische Risiko (auch als Marktrisiko bezeichnet) kann von einem Investor nicht durch Diversifikation vermieden werden. Aus diesem Grund ist dieses als bewertungsrelevant zu verstehen. Demnach ist der Betafaktor als Maß für das systematische Risiko zu verstehen, der die Sensitivität der Unternehmensrendite im Vergleich zur Gesamtmarktrendite angibt und beschreibt, in welchem Ausmaß die Unternehmensrendite an der Entwicklung der Gesamtmarktrendite partizipiert. Dabei bringt ein Betafaktor von 1,0 zum Ausdruck, dass sich ein Wertpapier proportional zur Gesamtmarktrendite verhält. Ein Betafaktor über 1,0 drückt ein im Vergleich zum Gesamtmarkt höheres Risiko des Unternehmens, ein Betafaktor unter 1,0 ein entsprechend niedrigeres Risiko aus.

Die Bestimmung des zukunftsgerichteten Betafaktors erfolgt regelmäßig auf Basis von vergangenheitsbezogenen (historischen) Betafaktoren. Für börsennotierte Unternehmen kann der Betafaktor auf Grundlage des Marktmodells von *Sharpe* mit Hilfe einer linearen Regression bestimmt werden. Zur Ermittlung des Betafaktors sind regelmäßig mehrere Einflussparameter von Bedeutung. Dazu gehören

⁵⁸ Vgl. FAUB, 2025, Neue Kapitalkostenempfehlungen des FAUB - Stand 22.09.2025, In: <https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub-stand-22-09-2025.html> (aufgerufen am 21.01.2026).

insbesondere der zugrunde gelegte Referenzindex, der Beobachtungszeitraum und das Renditeintervall. In der Praxis wird der Betafaktor von verschiedenen Finanzmarktdienstleistern wie bspw. Bloomberg, S&P Capital IQ, Datastream oder Reuters angeboten, wobei sich die berechneten Betafaktoren für dasselbe Unternehmen je nach Festlegung der Einflussparameter sehr stark unterscheiden können. Im Einzelfall kann zur Ermittlung eines zutreffenden Betafaktors auch auf Peer-Group Vergleiche und/oder Kapitalkostenstudien Bezug genommen werden.

e) Wachstumsabschlag

In der Unternehmensbewertung ist darüber hinaus das Wachstum der erwarteten zukünftigen Unternehmensergebnisse zu berücksichtigen. Im Gegensatz zu den Erträgen festverzinslicher Wertpapiere, die für die Ermittlung des Basiszinssatzes angenommen werden, und welche über deren Laufzeit unabhängig von der künftigen Geldentwertung nominal konstant bleiben (und daher in realer Kaufkraft sinken), können Unternehmen unter Umständen unter Inflationsbedingungen nominal steigende Zukunftserfolge erwirtschaften. Diese Möglichkeit wird bei einer Unternehmensbewertung durch den Ansatz eines Wachstumsabschlages im Diskontierungsfaktor berücksichtigt. Der Wertbeitrag der unternehmerischen Zahlungsüberschüsse, die zeitlich nach der Detailplanungsphase anfallen, wird im Rahmen der Bewertung mit dem Barwert einer ewigen Rente erfasst. Während ein eventuelles Wachstum in der Detailplanungsphase direkt in der Unternehmensplanung abgebildet ist, erfordert die Ermittlung eines nachhaltigen Wachstums in der Phase der ewigen Rente eine Abschätzung des langfristig erreichbaren Wachstumstrends. Es ist daher für diese Jahre ein Kapitalisierungszinssatz zu verwenden, der um einen Wachstumsabschlag vermindert wird.

III. Marktpreisorientierte Bewertung

Gemäß IDW S 1 wird eine Plausibilitätskontrolle der nach dem Ertragswertverfahren abgeleiteten Unternehmenswerte auf Basis von Marktdaten empfohlen. In diesem Zusammenhang wird in der Regel eine vergleichende marktwertbasierte Bewertung mithilfe von Multiplikatoren durchgeführt. Geeignete Multiplikatoren können entweder aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen (Peer-Group) oder aus vergleichbaren Transaktionen hergeleitet werden.

Bei Multiplikatoren, die aus vergleichbaren Transaktionen hergeleitet werden, ist zu beachten, dass die Vergleichbarkeit der tatsächlich bezahlten Transaktionspreise häufig durch die subjektiven Interessenlagen der Transaktionspartner beeinflusst wird.

Bei den regelmäßig angewandten Methoden der marktwertbasierten Bewertung mittels Kapitalmarktdaten werden aus den entsprechenden Daten börsennotierter Vergleichsunternehmen Multiplikatoren aus Finanzkennzahlen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen. Diese Methoden beruhen auf der Annahme, dass das Verhältnis der herangezogenen Kennzahlen zueinander bei dem zu bewertenden Unternehmen und den Vergleichsunternehmen ähnlich ist. Durch die Verwendung von

Kapitalmarktdaten spiegelt sich im Multiplikator die aggregierte Einschätzung der Marktteilnehmer hinsichtlich der längerfristigen Ertragserwartungen und des unternehmerischen Risikos wider.

IV. Liquidations- und Substanzwert

Erweist es sich gegenüber der Unternehmensfortführung insgesamt als vorteilhafter, die einzelnen Vermögensteile des Unternehmens gesondert zu veräußern, so ist nach dem IDW S 1 die Summe der dadurch erzielbaren Nettoerlöse abzüglich der Summe der bei einer Liquidation anfallenden Kosten und Steuern – der Liquidationswert – als Unternehmensmindestwert anzusetzen.⁵⁹

Der Liquidationswert wird als Saldo aus Vermögensgegenständen und Schulden berechnet, allerdings auf Basis absatzmarktorientierter Werte. Demnach werden die einzelveräußerbaren Vermögensgegenstände zu Zerschlagungswerten und die einzeln ablösbaren Schulden zu Ablösebeträgen angesetzt, wobei zusätzlich Zerschlagungskosten zu erfassen sind. Grundlage der Ableitung des Liquidationswerts stellen zunächst die bilanziellen Wertansätze dar, die entsprechend angepasst und übergeleitet werden.

Zerschlagungskosten entstehen im Zuge der Veräußerung der Vermögensgegenstände des zu bewertenden Unternehmens und umfassen u.a. Maklergebühren, Honorare für Wirtschaftsprüfer und Steuerberater, Notarkosten sowie weitere Abwicklungsgebühren. Zusätzlich müssen regelmäßig liquidations-spezifische Kosten berücksichtigt werden. Hierzu gehören Lasten, die im Zusammenhang mit der Zerschlagung entstehen oder die infolge bilanzieller Bewertungskonventionen unterbewertet sind.⁶⁰

Darüber hinaus sind ertragsteuerliche Konsequenzen zu berücksichtigen, die aus Differenzen zwischen dem erzielbaren Zerschlagungs- bzw. Ablösebetrag und dem Buchwert in der Steuerbilanz resultieren.⁶¹ Denn die auf diese Liquidationsgewinne/-verluste entfallenden Ertragsteuern mindern den Liquidationserlös der Eigner.

Schließlich sind eventuell vorhandene steuerliche Verlustvträge oder Zinsvträge mit einem verbleibenden (steuerlichen) Liquidationsgewinn zu verrechnen; darüber hinaus verbleibende Verlustvträge gehen bei Liquidation hingegen unter (§ 8c KStG). Gleiches gilt für Wertbeiträge aus Zinsvträgen.

Im Rahmen einer objektivierten Unternehmensbewertung nach IDW S 1 i.d.F. 2026 darf die Relevanz des Liquidationswerts nicht davon abhängen, ob eine Liquidation tatsächlich erfolgen soll oder nicht. Sinn und Zweck des objektivierten Werts i.S.d. IDW S 1 i.d.F. 2026 ist, dass dieser einen von den indi-

⁵⁹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2006, Rn. 151 f.

⁶⁰ Vgl. zur Relevanz von Einzelbewertungsverfahren (Substanz-/Liquidationswert) auch *Zwirner/Zimny*, in: Petersen/Zwirner/Zimny (Hrsg.), Handbuch Unternehmensbewertung, 3. Auflage 2023, S. 1103 f.

⁶¹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2006, Rn. 151 ff.

viduellen Wertvorstellungen der betroffenen Parteien unabhängigen Wert des Unternehmens repräsentiert.⁶² *Moxter* führt dazu aus, dass „[...] „Objektivierung“ des Bewertungsverfahrens bedeutet, das Ermessen des Bewerter auszuschalten oder zumindest zu begrenzen: In das Bewertungsverfahren gehen nur Größen ein, die dem Bewerter allenfalls einen sehr geringen subjektiven Beurteilungsspielraum bieten; die für den nichtobjektivierten Unternehmenswert charakteristische „Bewerterbezogenheit“ wird vermieden, jedenfalls eingeschränkt.“⁶³

Im Gegensatz zum Liquidationswert als Verkaufs- oder Zerschlagungswert, handelt es sich bei dem Substanzwert um den sogenannten Gebrauchswert der betrieblichen Substanz. Der Substanzwert ergibt sich gemäß IDW S 1 als Rekonstruktions- oder Wiederbeschaffungswert aller im Unternehmen vorhandenen immateriellen und materiellen Werte (und Schulden) und ist insoweit Ausdruck vorgeleisteter Ausgaben, die durch den Verzicht auf den Aufbau eines identischen Unternehmens erspart bleiben.⁶⁴

Da dem Substanzwert grundsätzlich der direkte Bezug zu künftigen finanziellen Überschüssen fehlt, kommt ihm bei der Ermittlung des Unternehmenswerts keine eigenständige Bedeutung zu.⁶⁵ Auf die Ermittlung des Substanzwerts wurde daher zulässigerweise verzichtet.

V. Relevanz des Aktienkurses

Mit dem Anfang Januar 2026 veröffentlichten Standard IDW S 17 trägt der FAUB des IDW der ergangenen Rechtsprechung des BGH zur Relevanz von Börsenkursen bei der Schätzung eines Unternehmenswerts Rechnung.⁶⁶ Ein wesentlicher Teil der Rechtsprechung des BGH waren die Anforderungen an die Qualität der herangezogenen Börsenkurse.

Im Standard IDW S 17 werden die in der Rechtsprechung diskutierten Kriterien des Börsenkurses zusammengefasst und definiert. Dadurch soll sichergestellt werden, dass der Börsenkurs eines Unternehmens im konkreten Einzelfall den „wahren“ Wert der Unternehmensanteile widerspiegelt. Der neue IDW Standard S 17 legt dar, unter welchen Voraussetzungen aus beobachtbaren Börsenkursen auf eine angemessene Kompensation geschlossen werden kann und welche Beurteilungshandlungen der Wirtschaftsprüfer zur Beurteilung des Börsenkurses im Hinblick auf den „wahren“ Wert vorzunehmen hat.

⁶² Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rn. 19.

⁶³ *Moxter*, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 1983, S. 33.

⁶⁴ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rn. 156 ff.

⁶⁵ Vgl. zur Irrelevanz des Substanzwerts auch *Zwirner/Zimny*, in: Petersen/Zwirner/Zimny (Hrsg.), Handbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl. 2023, S. 1103 f.

⁶⁶ Z.B. BGH v. 31.01.2024, II ZB 5/22; OLG Frankfurt am Main v. 09.02.2024, 21 W 129/22; OLG Karlsruhe v. 21.06.2024, 12 W 14/23.

Die Kriterien zur Beurteilung der Angemessenheit des Börsenkurses in einem Dreimonatszeitraum umfassen u. a. den Einbezug der Anteilseignerstruktur und anderweitige Kursbeeinflussungen, die Liquidität des Marktes, die Markt-Coverage und den Umfang der Berichterstattung durch das Unternehmen selbst. Im Standard IDW S 17 werden diese in sechs maßgebenden Kriterien zusammengefasst und definiert. Ein Ampelsystem regelt die Darstellung und Wertung der Ergebnisse.

Da die Staatl. Mineralbrunnen zum Bewertungsstichtag nicht börsennotiert ist, ist ein etwaiger Aktienkurs für Zwecke der Ermittlung einer angemessenen Barabfindung nicht einschlägig, da kein liquider Aktienhandel vorliegt.

F. ERMITTLUNG DES UNTERNEHMENSWERTS

I. Vorbemerkung

Grundsätzlich wird im Rahmen von Unternehmensbewertungen von der (unbefristeten) Fortführung des Unternehmens bzw. der Unternehmenstätigkeit ausgegangen. Anhaltspunkte, die gegen eine Unternehmensfortführung sprechen, können bspw. geführte oder geplante Kaufpreisverhandlungen über das zu bewertende Unternehmen in dem zu betrachtenden Geschäftsjahr oder in den Vorjahren sowie Zweifel an der positiven Unternehmensfortführung sein.

In der Bewertungspraxis wird bei der Ermittlung eines rechnerisch nachvollziehbaren (objektivierten) Unternehmenswerts überwiegend auf den finanziellen Nutzen, den der Anteilseigner aus seinem Anteil zieht, abgestellt. Dabei wird im Rahmen der Unternehmensbewertungslehre unter dem Unternehmenswert der Barwert der finanziellen Überschüsse verstanden, die den Unternehmenseignern zufließen. Der Barwert wird bestimmt, indem die künftigen finanziellen Überschüsse eines Unternehmens mit einem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag diskontiert werden. Zur Ermittlung der künftigen finanziellen Überschüsse wird grundsätzlich eine zukunftsbezogene Planungsrechnung benötigt.

Der Ertragswert bemisst sich laut IDW S 1 i.d.F. 2026 grds. als Summe aller künftig erwarteten und auf den Bewertungsstichtag diskontierten Nettoausschüttungen eines Unternehmens. Da die Ermittlung des Unternehmenswerts zukunftsbezogen erfolgt (Zukunftserfolgswert), sind detaillierte Analysen und Prognosen der künftig zu erwartenden Nettoerfolge des Unternehmens sowie der Markt- und Branchenbedingungen unter Unsicherheit notwendig. Der Unternehmenswert variiert demzufolge in Abhängigkeit von den subjektiv gebildeten Erwartungen als auch von dem als Instrument zur Komplexitätsreduktion unter Unsicherheit gewählten Kapitalisierungszinssatz.

Bei der Staatl. Mineralbrunnen handelt es sich um eine Gesellschaft, die zwar über einen operativen Geschäftsbetrieb verfügt, jedoch liegen hohe nicht für den operativen Geschäftsbetrieb notwendige liquide Mittel sowie stille Reserven in den Immobilien, in den sonstigen Vermögensgegenständen, in den Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen sowie in den sonstigen Rückstellungen vor.

Es ist daher zu untersuchen, ob der Liquidationswert (als Wertuntergrenze nach IDW S 1 i.d.F. 2026)⁶⁷ der Staatl. Mineralbrunnen den mittels Ertragswertverfahren ermittelten Wert übersteigt und folglich zur Bemessung der angemessenen Barabfindung maßgeblich ist.

Mangels Notierung der Aktien sowie aufgrund mangelnder Liquidität des Handels der Aktie der Staatl. Mineralbrunnen scheidet der Aktienkurs der Gesellschaft für Zwecke der Bewertung aus.

⁶⁷ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rn. 151 ff.

Zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der Staatl. Mineralbrunnen werden die folgenden zwei Methoden herangezogen und die Ergebnisse miteinander verglichen:

1. Ertragswert (siehe dazu Kap. F.III.)
2. Liquidationswert (siehe dazu Kap. F.IV.)

Als technischer Bewertungsstichtag wird im Rahmen des Ertragswertverfahrens sowie im Zusammenhang mit der Ermittlung des Liquidationswerts auf den 31.12.2025 abgestellt. Anschließend erfolgt eine Aufzinsung der ermittelten Werte auf den Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung am 20.08.2026 mit einem risikoadäquaten Zinssatz. Die Ermittlung des Liquidationswerts basiert auf den Zeitwerten der Vermögenswerte und Schulden zum 31.12.2025.

Als maßgeblicher Abfindungswert wird der nach den zwei genannten Verfahren ermittelte, höhere der beiden Werte herangezogen.

II. Vergangenheitsanalyse

Die Vergangenheitsanalyse ist ein wesentlicher Bestandteil für die Analyse der Plausibilität der Planung und bildet darüber hinaus den Ausgangspunkt für die prognostizierte Entwicklung des Bewertungsobjekts in der Zukunft.⁶⁸ Die Analyse der Gewinn- und Verlustrechnungen sowie der Bilanzen für die vergangenen Geschäftsjahre dient dem Zweck, die Grundlagen der Planungsrechnung und daraus abgeleitet Vorgehen und Qualität respektive Belastbarkeit und Plausibilität der Planung beurteilen zu können.

Die Ergebnisse der Planung müssen sich plausibel aus den Daten und Entwicklungen der Vergangenheit ableiten lassen. Daher ist nach den Anforderungen des IDW S 1 i.d.F. 2026 eine Aufbereitung und Analyse der Vergangenheit sowie deren Interpretation von zentraler Bedeutung für die in die Zukunft gerichtete Fortschreibung der (dann bewertungsrelevanten) zukünftigen Entwicklung des Bewertungsobjekts. Dabei sind die in der Vergangenheit wirksamen, nachhaltigen Einflussfaktoren und Werttreiber zu identifizieren. Zudem sind die Vergangenheitsrechnungen um einmalige, nicht wiederkehrende Sachverhalte zu bereinigen.⁶⁹

Zur Einschätzung der Ertragslage in der Vergangenheit und zur Beurteilung der Plausibilität der Planungsrechnung wurden die Ergebnisse der vergangenen fünf Geschäftsjahre 2021 bis 2025 der Staatl. Mineralbrunnen analysiert. Für die Analyse der fünf Geschäftsjahre haben wir jeweils für die Jahre 2021 bis 2025 einen geprüften und mit einem in allen Fällen uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehenen Jahresabschluss erhalten. Zudem haben wir den Lagebericht für alle vorgenannten Geschäftsjahre erhalten, zu dem ebenso in allen Fällen ein uneingeschränkter Bestätigungsvermerk erteilt wurde.

⁶⁸ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Rn. 5 ff.

⁶⁹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rn. 63.

1. Analyse der Jahresabschlüsse der Staatl. Mineralbrunnen

a) Gewinn- und Verlustrechnung

Zur Einschätzung der vorhandenen Ertragskraft und zur Beurteilung der Plausibilität der Planungsrechnung sind die Vergangenheitsergebnisse des Bewertungsobjekts zu analysieren.

Nachfolgend wird die Ergebnisentwicklung der Staatl. Mineralbrunnen für die vergangenen fünf Geschäftsjahre 2021 bis 2025 dargestellt.

Staatl. Mineralbrunnen AG Bad Brückenau	2021 ACT	2022 ACT	2023 ACT	2024 ACT	2025 ACT
GuV	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Gesamtumsatz	16.034	18.456	20.184	20.706	23.203
Erlösschmälerungen (inkl. Streckenvergütungen)	-3.241	-3.424	-3.699	-3.924	-4.322
Umsatzerlöse	12.793	15.032	16.486	16.782	18.881
Bestandsveränderungen	-28	-135	213	-188	140
Gesamtleistung	12.765	14.897	16.698	16.594	19.021
Sonstige betriebliche Erträge	971	328	1.194	429	434
Materialaufwand	-4.261	-5.498	-6.168	-6.248	-6.671
<i>Aufwendungen für RHB</i>	-3.636	-4.576	-5.358	-5.394	-5.656
<i>Aufwendungen für bezogene Leistungen</i>	-625	-922	-810	-854	-1.015
Rohertrag	9.475	9.728	11.725	10.776	12.784
Personalaufwand	-4.207	-4.595	-4.957	-5.102	-5.778
<i>Löhne und Gehälter</i>	-3.512	-3.838	-4.184	-4.275	-4.936
<i>Soziale Abgaben und Aufwendungen</i>	-695	-757	-773	-827	-842
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-2.285	-2.519	-4.199	-2.866	-3.912
EBITDA	2.983	2.613	2.568	2.808	3.094
Abschreibungen	-2.266	-2.362	-2.872	-2.636	-2.404
EBIT	717	251	-304	172	690
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0	0	109	137	68
Erträge aus Gewinnabführungsverträgen	0	19	0	0	0
Aufwendungen aus Verlustübernahme	-229	0	-219	0	0
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-59	-34	-42	-24	-7
Finanzergebnis	-288	-15	-152	113	60
EBT	429	237	-455	285	750
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-131	-72	55	87	-124
Ergebnis nach Steuern	298	164	-401	372	626
Sonstige Steuern	-29	-28	-28	-28	-30
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	269	136	-429	344	596
Gewinnvortrag	2.220	2.136	506	77	68
Bilanzgewinn	2.490	2.272	77	421	664

Tabelle 4: Ergebnisentwicklung für die Geschäftsjahre 2021 bis 2025.

Staatl. Mineralbrunnen AG Bad Brückenau	2021 ACT	2022 ACT	2023 ACT	2024 ACT	2025 ACT
GuV Kennzahlen					
Wachstum Umsatzerlöse y-o-y	-1,45%	17,50%	9,67%	1,80%	12,51%
Sonstige betriebliche Erträge in % der Gesamtleistung	7,61%	2,20%	7,15%	2,59%	2,28%
Materialaufwand in % der Gesamtleistung	33,38%	36,91%	36,93%	37,65%	35,07%
Rohmarge in % der Gesamtleistung	74,23%	65,30%	70,21%	64,94%	67,21%
Personalaufwand in % der Gesamtleistung	32,96%	30,85%	29,69%	30,74%	30,38%
Sonstige betriebliche Aufwendungen in % der Gesamtleistung	17,90%	16,91%	25,15%	17,27%	20,57%
Abschreibungen in % des Anlagevermögens des Vorjahrs	17,39%	20,39%	26,01%	23,27%	21,28%
EBITDA in % der Gesamtleistung	23,37%	17,54%	15,38%	16,92%	16,27%
EBIT in % der Gesamtleistung	5,61%	1,69%	-1,82%	1,04%	3,63%
EBT in % der Gesamtleistung	3,36%	1,59%	-2,73%	1,72%	3,94%
Steuerquote basierend auf EBT	30,45%	30,52%	12,06%	-30,60%	16,58%
Jahresergebnis in % der Umsatzerlöse	2,11%	0,90%	-2,57%	2,07%	3,13%
Entwicklung Jahresergebnis y-o-y	715,96%	-49,54%	-415,52%	-180,24%	73,22%

Tabelle 5: GuV-Kennzahlen für die Geschäftsjahre 2021 bis 2025.

Der **Gesamtumsatz** der Staatl. Mineralbrunnen stammt in den vergangenen Geschäftsjahren 2021 bis 2025 im Wesentlichen aus dem Verkauf von Mineralwasser und Erfrischungsgetränke und aus der Vergütung für Lohnfüllungen und zum geringeren Teil aus sonstigen Erlösen wie Transportvergütungen. Der Gesamtumsatz der Staatl. Mineralbrunnen stieg von 16.034 TEUR (2021) auf 23.203 TEUR (2025).

Übersicht Füllungen	2021 ACT	2022 ACT	2023 ACT	2024 ACT	2025 ACT
Anzahl Füllungen eigene AfG	56.324.724	62.741.944	60.411.792	62.759.580	64.435.488
Anzahl Lohnfüllungen	5.706.192	11.531.538	11.203.078	10.166.796	11.525.724
Füllungen gesamt	62.030.916	74.273.482	71.614.870	72.926.376	75.961.212

Tabelle 6: Anzahl abgesetzte Füllungen in den Geschäftsjahren 2021 bis 2025.

Die Anzahl an Füllungen an eigenen AfG stieg von 56.324.724 (2021) auf 64.435.488 (2025). Die Anzahl an Lohnfüllungen stieg von 5.706.192 (2021) auf 11.525.724 (2025) an. Hintergrund für den Anstieg der Lohnfüllungen ist, dass ab dem Jahr 2022 Produkte der Marke „MioMio“ abgefüllt wurden.

Die Erlösschmälerungen (inkl. Streckenvergütungen) stiegen von 3.241 TEUR (2021) auf 4.322 TEUR (2025) an. Sie beinhalten u.a. Aktionsrabatte für Lieferanten.

Die Umsatzerlöse stiegen von 12.793 TEUR (2021) auf 18.881 TEUR (2025). Der Umsatzanstieg im Jahr 2022 beruhte im Wesentlichen auf einer Erhöhung der abgesetzten Menge. Hintergrund war das Ende der Coronapandemie im Frühjahr 2022. Das weitere Umsatzwachstum in den Jahren 2023 bis 2025 konnte im Wesentlichen durch Preiserhöhungen und zum geringeren Teil durch ein Mengenwachstum erzielt werden. Die letzte Preiserhöhung im Betrachtungszeitraum erfolgte im Frühjahr 2025. Im Jahr 2025 lag zudem eine über dem Vorjahr liegende abgesetzte Menge vor.

Die **Bestandsveränderungen** bewegten sich im Zeitraum von 2021 bis 2025 zwischen -188 TEUR (2024) und 213 TEUR (2023).

Die **sonstigen betrieblichen Erträge** lagen von 2021 bis 2025 zwischen 328 TEUR (2022) und 1.194 TEUR (2023). Im Jahr 2023 waren die sonstigen betrieblichen Erträge durch den Verkauf der Anteile an der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH außerordentlich hoch. Im Jahr 2025 bestanden die sonstigen betrieblichen Erträge i.H.v. 434 TEUR im Wesentlichen aus der Position Versicherungserstattungen/Schadenersatz/Sonstige i.H.v. 257 TEUR und den sonstigen neutralen und periodenfremden Erträgen i.H.v. 94 TEUR. Die sonstigen betrieblichen Erträge beinhalteten in der Vergangenheit vor allem einmalige Erträge.

Der **Materialaufwand** stieg von 4.261 TEUR (2021) auf 6.671 TEUR (2025) an und entwickelte sich korrespondierend mit den Umsatzerlösen. Die Materialaufwandsquote schwankte zwischen 33,38 % im Jahr 2021 und 37,65 % im Jahr 2024. Die Schwankungen der Materialaufwandsquote sind im Wesentlichen auf die Entwicklung der Einkaufspreise der benötigten Rohstoffe zurückzuführen. Im Materialaufwand sind u.a. Aufwendungen für Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe, für Stromkosten, für Leergutrückkauf sowie für bezogenen Leistungen (im Wesentlichen Speditionskosten) enthalten.

Der **Rohertrag** stieg im Zeitraum von 2021 bis 2025 von 9.475 TEUR (Rohmarge: 74,23 %) im Jahr 2021 auf 12.784 TEUR (Rohmarge: 67,21 %) im Jahr 2025. Die Rohmarge schwankte zwischen 64,94 % (2024) und 74,23 % (2021).

Der **Personalaufwand** stieg von 4.207 TEUR (2021) auf 5.778 TEUR (2025) an. Im Betrachtungszeitraum der Jahre 2021 bis 2025 lag die Personalaufwandsquote zwischen 29,69 % (2023) und 32,69 % (2021). Im Jahresdurchschnitt beschäftigte die Staatl. Mineralbrunnen im Jahr 2025 81 Mitarbeiter, davon waren 6 Mitarbeiter Auszubildende. Der Anstieg des Personalaufwands ist zum einen durch Personalzuwächse aufgrund angestiegener Produktionsmengen getrieben. Im Vergleich zum „Corona-Jahr“ 2021 mit rd. 62,0 Mio. Füllungen konnte im Jahr 2025 mit rd. 76,0 Mio. Füllungen die bislang größte Absatzmenge im Zeitraum der letzten acht Jahre erreicht werden. Weiterhin lagen im Betrachtungszeitraum der Jahre 2021 bis 2025 Lohn- und Gehaltssteigerungen vor.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** lagen von 2021 bis 2025 zwischen 2.285 TEUR (2021) und 4.199 TEUR (2023). Im Jahr 2025 sind die drei größten Positionen der sonstigen betrieblichen Aufwendungen i.H.v. 3.913 TEUR die Aufwendungen für Insertionen i.H.v. 964 TEUR sowie Instandhaltungsaufwendungen für Maschinen i.H.v. 742 TEUR und Instandhaltungsaufwendungen für Gebäude i.H.v. 330 TEUR. Die Position periodenfremde Aufwendungen betrug im Geschäftsjahr 2025 rd. 122 TEUR.

Das **EBITDA** betrug von 2021 bis 2025 zwischen 2.568 TEUR (2023) und 3.094 TEUR (2025). Die EBITDA-Marge in % der Umsatzerlöse lag im Betrachtungszeitraum zwischen 15,38 % (2023) und

23,37 % (2021). Im Jahr 2025 betrug die EBITDA-Marge 16,27 %. Die EBITDA-Marge ist im Zeitablauf im Wesentlichen aufgrund gestiegener Kosten aus Einmal-Effekten gesunken.

Die **Abschreibungen** betrugen von 2021 bis 2025 zwischen 2.226 TEUR (2021) und 2.872 TEUR (2023). Sie entfielen im Wesentlichen auf die Abschreibungen auf Leergut sowie auf Abschreibungen auf technische Anlagen und Maschinen.

Das **EBIT** bewegte sich von 2021 bis 2025 zwischen -304 TEUR (2023) und 717 TEUR (2021). Die EBIT-Marge lag dabei im Betrachtungszeitraum zwischen -1,82 % (2023) und 5,61 % (2021). Im Jahr 2025 betrug die EBIT-Marge 3,63 %. Die negative EBIT-Marge im Jahr 2023 ist auf die außerordentlich hohen sonstigen betrieblichen Aufwendungen von 4.199 TEUR zurückzuführen. Hintergrund für die außerordentlich hohen sonstigen betrieblichen Aufwendungen waren erhöhte sonstige übrige Betriebsaufwendungen i.H.v. 836 TEUR, welche lt. Konto 9185 der Staatl. Mineralbrunnen im Wesentlichen Drohverlustrückstellungen i.H.v. 514 TEUR für Pfandverpflichtungen der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH und die Vermittlerprovision für den Verkauf der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH i.H.v. 280 TEUR umfassten. Lt. der uns zur Verfügung gestellten Übersicht über die Sondereffekte aus dem Verkauf der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH betragen die Rechts- und Beratungsaufwendungen im Zusammenhang mit dem Verkauf der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH 169 TEUR.

Die **sonstigen Zinsen und ähnliche Erträge** bewegten sich von 2021 bis 2025 zwischen 0 TEUR (2021 und 2022) und 137 TEUR (2024). Sie entfielen in den Jahren 2023 bis 2025 im Wesentlichen auf Termingelder.

Erträge aus Gewinnabführungsverträgen lagen im Betrachtungszeitraum der Jahre 2021 bis 2025 lediglich im Jahr 2022 i.H.v. 19 TEUR vor und umfassten das Beteiligungsergebnis aus der Geschäftstätigkeit der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH.

Aufwendungen aus Verlustübernahme lagen im Betrachtungszeitraum der Jahre 2021 bis 2025 lediglich im Jahr 2021 i.H.v. 229 TEUR und im Jahr 2023 i.H.v. 219 TEUR vor.

Aufgrund der Veräußerung der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH im Jahr 2023 lagen ab dem Jahr 2024 keine Erträge aus Gewinnabführungsverträgen oder Aufwendungen aus Verlustübernahme mehr vor.

Die **Zinsen und ähnliche Aufwendungen** lagen im betrachteten Zeitraum zwischen 7 TEUR (2025) und 59 TEUR (2021).

Das **EBT** betrug von 2021 bis 2025 zwischen -455 TEUR (2023) und 750 TEUR (2025). Die EBT-Marge lag im Betrachtungszeitraum zwischen -2,73 % (2023) und 3,94 % (2025).

Die **Steuern vom Einkommen und vom Ertrag** schwankten stark. In den Jahren 2023 und 2024 lagen Steuererstattungen i.H.v. 55 TEUR (2023) und 87 TEUR (2024) vor. Der höchste Steueraufwand lag im Jahr 2021 i.H.v. 131 TEUR vor.

Die **sonstigen Steuern** sanken von 29 TEUR (2021) auf 28 TEUR (2022 bis 2024) und stiegen anschließend auf 30 TEUR im Jahr 2025.

Der **Jahresüberschuss** schwankte im Betrachtungszeitraum der Jahre 2021 bis 2025 zwischen -429 TEUR (2023) und 596 TEUR (2025). Im Jahr 2023 wurde ein Jahresfehlbetrag erwirtschaftet. Im Jahr 2021 lag das größte Wachstum mit einem Anstieg von 715,96 % im Vergleich zum Vorjahr vor, da das Ergebnis im Vorjahr vor allem wegen der Coronapandemie sehr niedrig war. Im Jahr 2023 lag der Jahresfehlbetrag in % der Umsatzerlöse aufgrund der Auswirkungen der Sondereffekte aus dem Verkauf der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH bei 2,60 %. Der größte Anstieg des Jahresüberschusses in % des Vorjahres lag im Jahr 2025 bei 3,16 %.

b) Vergleich mit repräsentativen Wettbewerbern

Zur besseren Einordnung der finanziellen Situation der Staatl. Mineralbrunnen im Marktumfeld Mineralwasser und Erfrischungsgetränke haben wir einen Vergleich mit repräsentativen Wettbewerbern durchgeführt.

Bei den ausgewählten repräsentativen Wettbewerbern handelt es sich um Mineralbrunnen, deren Geschäftsmodell, wie das der Staatl. Mineralbrunnen, auf „Regionalität“ ausgerichtet ist.

Die ausgewählten Unternehmen bieten außerdem ein vergleichbares Produktportfolio an. Die vorstehende Preisanalyse in Kapitel D. II. 6 zeigt, dass die repräsentativen Wettbewerber für, zum Produkt 1 Liter PET Flasche Mineralwasser Medium der Staatl. Mineralbrunnen, direkt vergleichbare Produkte ähnliche Preise im LEH aufrufen. Die ausgewählten repräsentativen Wettbewerber konnten jedoch nicht bei der Peer-Group zur Ableitung des Betafaktors der Staatl. Mineralbrunnen berücksichtigt werden, da sie nicht börsennotiert sind.

Zu den ausgewählten Wettbewerbern zählen:

- Adelholzener Alpenquellen GmbH (im Folgenden: „Adelholzener“);
- FRANKEN BRUNNEN GmbH & Co. KG (im Folgenden: „Franken Brunnen“);
- Hassia Mineralquellen GmbH & Co. KG (im Folgenden: „Hassia Gruppe“);
- Mineralbrunnen Überkingen-Teinach GmbH & Co. KGaA (im Folgenden: „Überkingen-Teinach“).

Für die Kennzahlenanalyse haben wir die durchschnittliche EBIT-Marge in % vom Umsatz sowie das durchschnittliche jährliche Umsatzwachstum im Zeitraum 2021 bis 2024⁷⁰ der ausgewählten Wettbewerber mit den Werten der Staatl. Mineralbrunnen verglichen.

Bei Betrachtung der EBIT-Marge ergibt sich folgendes Bild:

⁷⁰ Für die Analyse haben wir den Zeitraum 2021 bis 2024 ausgewählt, da für das Jahr 2025 bei den ausgewählten Wettbewerbern zum Zeitpunkt der Gutachtenerstellung teilweise noch keine Jahresabschlüsse beim Bundesanzeiger veröffentlicht waren.

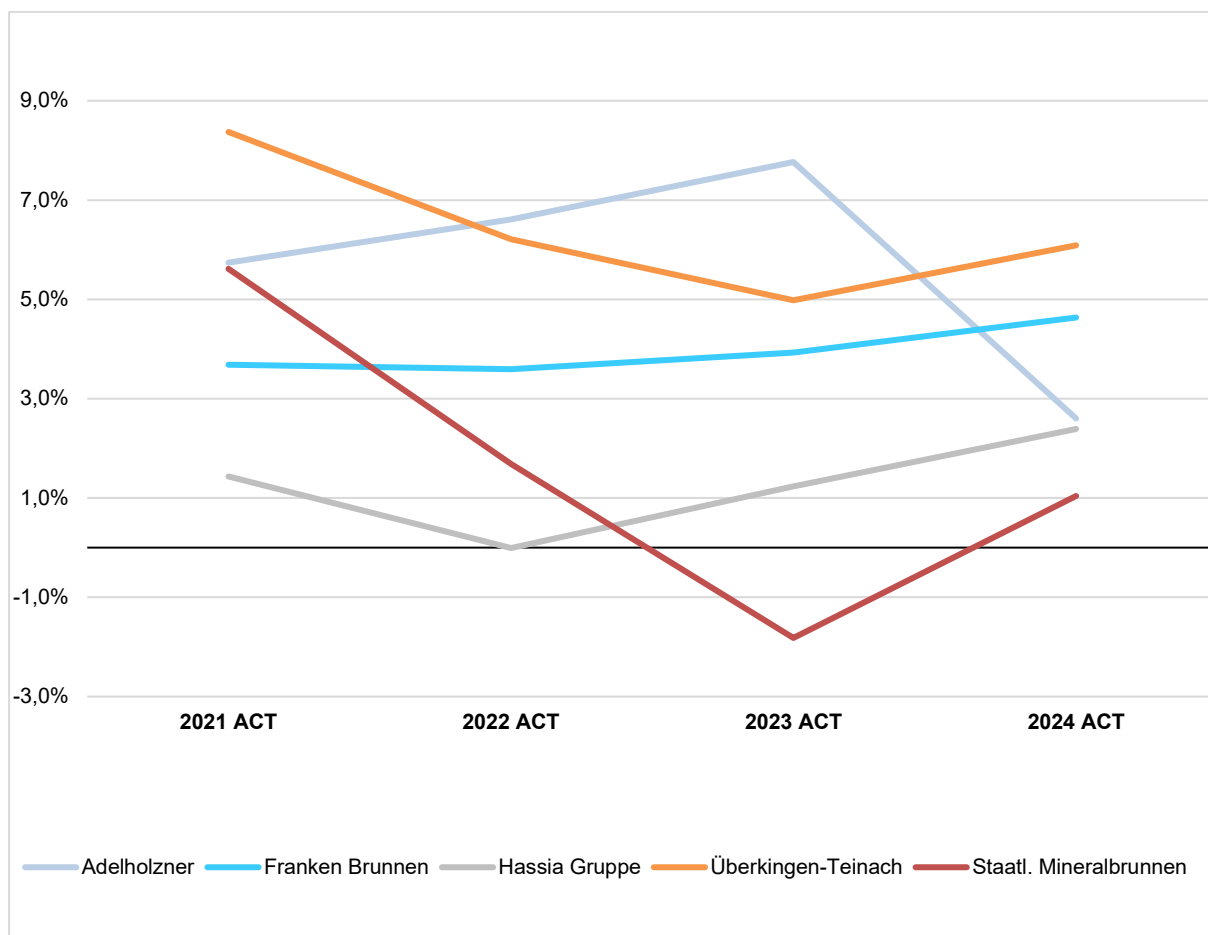


Abbildung 7: Branchenvergleich - EBIT in % der Gesamtleistung (2021 bis 2024).⁷¹

Quelle: Jahresabschlüsse der aufgelisteten Unternehmen und eigene Berechnungen.

Das EBIT in % der Gesamtleistung der Staatl. Mineralbrunnen befand sich in den Jahren 2021 und 2022 innerhalb der Bandbreite des EBIT in % der Gesamtleistung ausgewählter Wettbewerber. Ab dem Jahr 2023 lag das EBIT in % der Gesamtleistung unterhalb der Bandbreite des EBIT in % der Gesamtleistung ausgewählter Wettbewerber. Die Gesellschaft ist damit im Branchenvergleich als ertragsschwächer als der hier dargestellte Wettbewerb zu beurteilen.

⁷¹ Für die Analyse haben wir den Zeitraum 2021 bis 2024 ausgewählt, da für das Jahr 2025 bei den ausgewählten Wettbewerbern zum Zeitpunkt der Gutachtenerstellung teilweise noch keine Jahresabschlüsse beim Bundesanzeiger veröffentlicht waren.

Bei Betrachtung des durchschnittlichen Umsatzwachstums ergibt sich folgendes Bild:

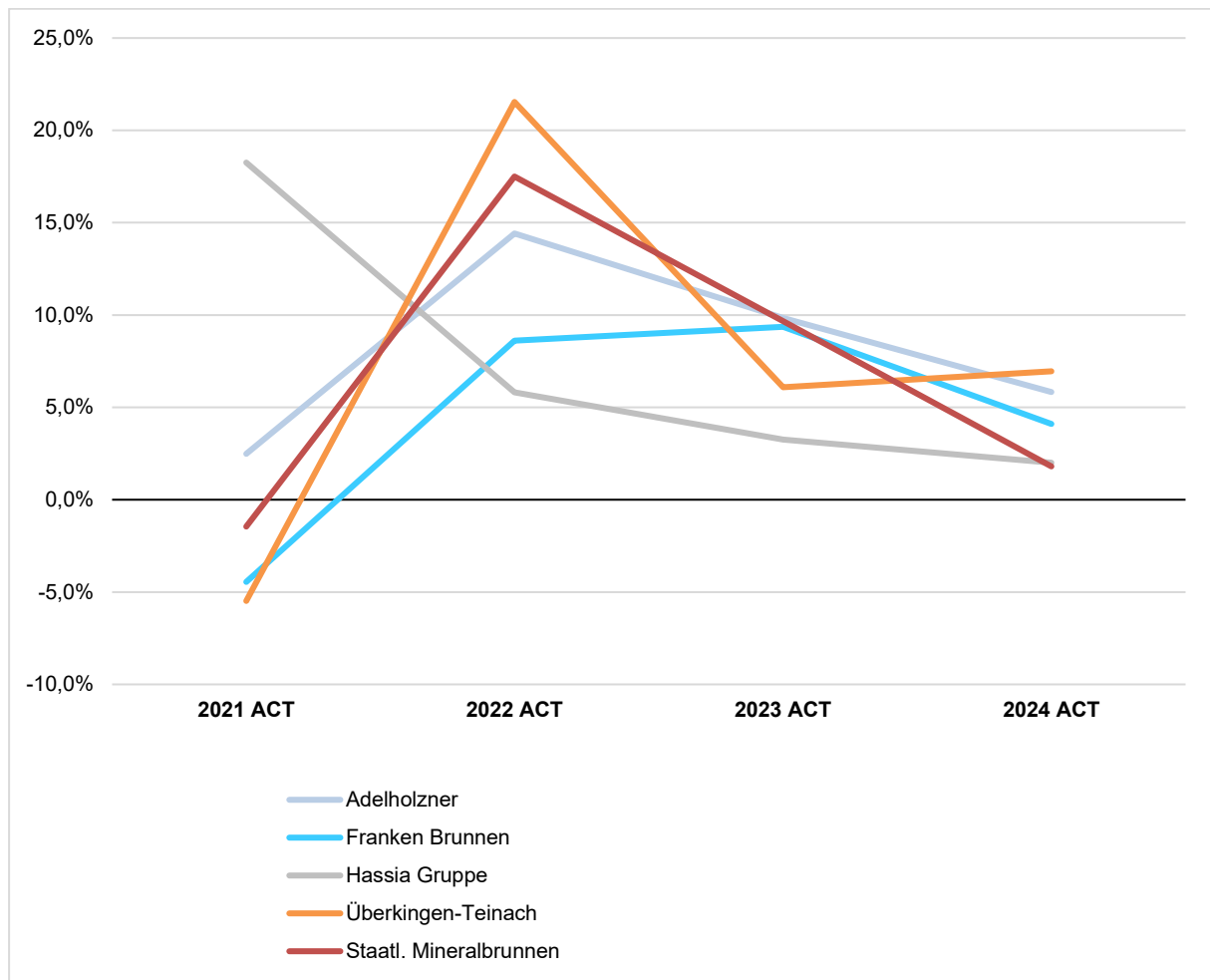


Abbildung 8: Branchenvergleich - Umsatzwachstum in % zum Vorjahr (2021 bis 2024).
Quelle: Jahresabschlüsse der aufgelisteten Unternehmen und eigene Berechnungen.

Das Umsatzwachstum der Staatl. Mineralbrunnen befand sich innerhalb der Bandbreite des Umsatzwachstums ausgewählter Wettbewerber.

Insgesamt verlief die Entwicklung von Umsatz und EBIT der Staatl. Mineralbrunnen im Zeitraum 2021 bis 2022 innerhalb des Durchschnitts der ausgewählten Wettbewerber. In den Jahren 2023 bis 2024 lag das EBIT in % der Gesamtleistung unterhalb der Bandbreite des EBIT in % der Gesamtleistung ausgewählter Wettbewerber. Insgesamt zeigt der Vergleich des Umsatzwachstums sowie der EBIT-Marge in den Jahren 2021 bis 2024, dass sich die Staatl. Mineralbrunnen zeitweise etwas besser, zuletzt aber schlechter im Vergleich zu den ausgewählten repräsentativen Wettbewerbern entwickelt hat.

c) Entwicklung der Aktiva und Passiva

Die Vermögensstruktur der Staatl. Mineralbrunnen stellte sich für die Jahre 2021 bis 2025 wie folgt dar.

Staatl. Mineralbrunnen AG	2021 ACT	2022 ACT	2023 ACT	2024 ACT	2025 ACT
Aktiva	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
A. Anlagevermögen	18.877	18.530	11.748	11.654	10.630
I. Immaterielle Vermögensgegenstände	112	306	391	318	284
1. Entgeltlich erworbene Konzessionen und gewerbliche Schutzrechte	112	80	58	318	280
2. Geleistete Anzahlungen	0	226	333	0	5
II. Sachanlagen	11.582	11.041	11.326	11.298	10.320
1. Grundstücke und Bauten	3.954	3.637	3.382	3.201	3.171
2. Technische Anlagen und Maschinen	6.261	5.945	5.310	5.734	5.109
3. Andere Anlagen, BGA	1.290	1.258	1.914	1.430	1.947
4. Geleistete Anzahlungen und Anlagen im Bau	76	200	721	933	93
III. Finanzanlagen	7.183	7.183	30	38	25
1. Anteile an verbundenen Unternehmen	7.183	7.183	25	25	25
2. Sonstige Ausleihungen	0	0	5	13	0
B. Umlaufvermögen	2.714	3.461	7.686	7.619	10.528
I. Vorräte	887	815	1.058	942	1.149
1. Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe	507	572	610	675	780
2. Fertige Erzeugnisse und Handelswaren	381	243	448	266	369
II. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	1.226	1.626	1.585	2.141	3.478
1. Forderungen aus LuL	964	981	1.113	1.410	1.853
2. Forderungen ggü. verb. Unternehmen	79	413	0	0	0
<i>Siegsdorfer Petrusquelle GmbH</i>	79	413	0	0	0
3. Sonstige Vermögensgegenstände	183	233	472	731	1.625
<i>Rückvergütungen Genossenschaft Deutscher Brunnen eG</i>	26	62	75	32	0
<i>Forderungen aus Steuern</i>	0	0	241	532	179
<i>Debitorische Kreditoren</i>	16	11	28	18	17
<i>Beteiligung Genossenschaft Deutscher Brunnen eG</i>	66	65	67	68	66
<i>Deutsche Sinalco GmbH</i>	29	28	16	17	0
<i>Markengetränke & Co. KG</i>					
<i>Pfandforderungen</i>	33	35	33	37	42
<i>Sonstige</i>	14	31	12	27	1.321
III. Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten	601	1.020	5.043	4.537	5.900
C. Rechnungsabgrenzungsposten	41	38	37	38	21
D. Summe Aktiva	21.633	22.030	19.471	19.311	21.179

Tabelle 7: Entwicklung der Aktiva für die Geschäftsjahre 2021 bis 2025.

Das **Anlagevermögen** der Staatl. Mineralbrunnen sank im Betrachtungszeitraum von 18.877 TEUR (2021) auf 10.630 TEUR (2025) ab.

Die **immateriellen Vermögenswerte** stiegen im Betrachtungszeitraum der Jahre 2021 bis 2025 von 112 TEUR (2021) auf 391 TEUR (2023) an und sanken auf 284 TEUR (2025). Zum 31.12.2025 bestanden die immateriellen Vermögenswerte aus der Position entgeltlich erworbene Konzessionen, gewerbliche Schutzrechte und ähnliche Rechte und Werte sowie Lizenzen an solchen Rechten und Werten i.H.v. 280 TEUR und der Position Geleistete Anzahlungen i.H.v. 5 TEUR.

Die **Sachanlagen** bestanden vor allem aus den Positionen Grundstücke und Bauten, technische Anlagen und Maschinen, Andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung sowie Geleistete Anzahlungen auf Anlagen im Bau.

Die **Grundstücke und Bauten** sind allesamt betriebsnotwendig und sanken von einem Buchwert i.H.v. 3.954 TEUR (2021) auf einen Buchwert von 3.171 TEUR (2025), da die Abschreibungen die Investitionen in Gebäude überstiegen. Zum 31.12.2025 besteht die Position Grundstücke und Bauten rd. zur Hälfte aus dem Produktionsgebäude Buchrasen i.H.v. 1.503 TEUR und zu rd. einem Drittel aus dem Buchwert des Grundstücks Buchstraße 5, 97789 Oberleichtersbach i.H.v. 1.058 TEUR.

Grundstücke und Bauten				
Art des Vermögensgegenstands	Bezeichnung Vermögensgegenstand	Flurstück	Größe in qm	Buchwert 31.12.2025
Erbbaurecht	Amand-von-Buseck- Straße 2, 97769 Bad Brückenau	Fl. Nr. 1568/1 und 1555 Gemarkung Bad Brückenau	12.187 qm	46 TEUR
Summe Erbbaurecht				46 TEUR
Grundstück	Buchstraße 5, 97789 Oberleichtersbach	Fl. Nr.248/3, Gemarkung Oberleichtersbach	58.964 qm	1.058 TEUR
Grundstück	Wasser- und Flößmaterial- abführungsrecht	Fl. Nr.248/3, Gemarkung Oberleichtersbach	n/a	120 TEUR
Grundstück	Grunddienstbarkeiten	n/a	n/a	6 TEUR
Summe Grundstücke				1.184 TEUR
Gebäude	Produktionsgebäude Buchrasen			1.503 TEUR
Gebäude	Diverse Gebäudebestandteile			342 TEUR
Summe Gebäude				1.845 TEUR
Außenanlagen	Diverse Außenanlagen			96 TEUR
Summe Außenanlagen				96 TEUR
Gesamt				3.171 TEUR

Tabelle 8: Zusammensetzung Grundstücke und Bauten zum 31.12.2025.

Die **Technischen Anlagen und Maschinen** sanken ausgehend von 6.261 TEUR (2021) auf einen Wert von 5.109 TEUR (2025).

Übersicht über die gemäß dem Buchwert fünf größten Technischen Anlagen und Maschinen zum 31.12.2025		
Art des Vermögensgegenstands	Historische AHK in TEUR	Buchwert 31.12.2025 In TEUR
Palettierung	1.549	964
Glas-Füller	915	569
PV Oberleichtersbach (Dachflächenanlage)	1.302	422
Glas-Waschmaschine	674	413
Inspektor Glas-Anlage	417	364

Tabelle 9: Übersicht über die gem. dem Buchwert fünf größten techn. Anlagen und Maschinen.

Zum 31.12.2025 bestanden die fünf werthaltigsten Technischen Anlagen und Maschinen aus der Palettierung i.H.v. 964 TEUR, dem Glas-Füller i.H.v. 569 TEUR, der PV Dachflächenanlage i.H.v. 422 TEUR, der Glas-Waschmaschine i.H.v. 413 TEUR und der Inspektor Glas-Anlage i.H.v. 364 TEUR.

Die **Anderen Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung** (im Folgenden „BGA“) schwankten zwischen 1.258 TEUR (2022) und 1.947 TEUR (2025). Zum 31.12.2025 bestanden die zwei werthaltigsten Anderen Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung aus der PV Freiflächenanlage i.H.v. 756 TEUR und den Individualkästen i.H.v. 298 TEUR.

Auskunftsgemäß sind die Einspeisevergütungen und Einsparungen bei den Stromkosten durch den Betrieb der Photovoltaikanlagen „PV Freiflächenanlagen“ und „PV Oberleichtersbach“ an den entsprechenden Stellen der GuV-Planung berücksichtigt.

Die Position **Geleistete Anzahlungen und Anlagen im Bau** schwankte zwischen 76 TEUR (2021) und 933 TEUR (2024).

Die **Finanzanlagen** sanken von 7.183 TEUR im Jahr 2021 und 2022 auf 30 TEUR im Jahr 2023. Im Jahr 2024 stiegen die Finanzanlagen auf 38 TEUR, bevor sie im Jahr 2025 auf 25 TEUR sanken. Der Rückgang im Jahr 2023 ist auf den Verkauf der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH zurückzuführen. Die Finanzanlagen bestanden zum 31.12.2025 vollständig aus Anteilen an dem verbundenen Unternehmen OGV Mineralbrunnen GmbH, Oberleichtersbach i.H.v. 25 TEUR. Gegenstand der OGV Mineralbrunnen GmbH ist lt. Handelsregistrauszug der Gesellschaft der Vertrieb von Mineralwasser und sonstigen alkoholfreien Erfrischungsgetränken. Die OGV Mineralbrunnen GmbH hat keinen eigenen Geschäftsbetrieb. Sie wurde gegründet, um die Marke „Schatzquelle“ in den Markt zu bringen. Unter der Marke „Schatzquelle“ bietet die Staatl. Mineralbrunnen Mineralwasser in der 0,7 Liter Glas-Flasche und in der 1 Liter PET-Flasche an. Im Jahr 2025 hat die Staatl. Mineralbrunnen 12.447.876 Füllungen der Marke

„Schatzquelle“ abgesetzt.⁷² Die OGV Mineralbrunnen GmbH ist vollständig vom Betrieb der Staatl. Mineralbrunnen abhängig. Sie ist ausschließlich für den Vertrieb der Marke „Schatzquelle“ verantwortlich. In den Jahren 2023 und 2024 erzielte die OGV Mineralbrunnen GmbH Umsatzerlöse i.H.v. 2 TEUR und hatte kein eigenes Personal. Die Verhältnisse der OGV Mineralbrunnen GmbH haben sich bis zum Bewertungsstichtag nicht geändert. Im Ergebnis gehen wir nicht davon aus, dass der Wert der OGV Mineralbrunnen GmbH den Wert des Buchwerts übersteigt.

Das **Umlaufvermögen** bewegte sich im betrachteten Zeitraum zwischen 2.714 TEUR (2021) und 10.528 TEUR (2025). Der Anstieg ist im Wesentlichen auf den Anstieg des Kassenbestands von 601 TEUR im Jahr 2021 auf 5.900 TEUR im Jahr 2025 zurückzuführen. Weiterhin waren die Forderungen und sonstigen Vermögensgegenstände von 1.226 TEUR im Jahr 2021 auf 3.478 TEUR im Jahr 2025 angestiegen. Der Anstieg im Jahr 2025 ist vor allem auf den Erwerb einer Maschine zurückzuführen, die im Jahr 2026 per Sales-and-Lease-back verkauft werden soll. Bei der Maschine handelt es um einen sog. „Superblock“ (Type Selecta NG der Liese GmbH), eine Spezialmaschine für die Getränkeindustrie, die Funktionen wie das Abschrauben von Schraubverschlüssen, Sniffer und Etikettierer in einem kompakten Block vereint.

Das **Vorratsvermögen** stieg im Betrachtungszeitraum von 887 TEUR (2021) auf 1.149 TEUR (2025) an. Hauptbestandteil waren die Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe, welche im Zeitraum von 2021 bis 2025 von 507 TEUR (2021) auf 780 TEUR (2025) stiegen. Gleichzeitig sanken die fertigen Erzeugnisse und Handelswaren von 381 TEUR (2021) auf 369 TEUR im Jahr 2025.

Die **Forderungen und sonstigen Vermögensgegenstände** bewegten sich im Betrachtungszeitraum zwischen 1.226 TEUR (2021) und 3.478 TEUR (2025). Der Anstieg im Jahr 2025 ist auf den Erwerb einer Maschine (sog. „Superblock“) zum Buchwert i.H.v. 1.219 TEUR zurückzuführen, die in den sonstigen Vermögensgegenständen unter der Positionen Sonstige enthalten ist. Diese Maschine soll planmäßig per Sale-and-Lease-back im Jahr 2026 verkauft werden. Dem Zahlungsmittelzufluss im Jahr 2026 stehen dann künftige Leasingaufwendungen gegenüber.

Die Position **Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten** stieg im Betrachtungszeitraum von 601 TEUR (2021) auf 5.900 TEUR (2025) an. In der Position Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten sind zum 31.12.2025 nicht für den operativen Geschäftsbetrieb notwendige liquide Mittel verfügbar, die im Zusammenhang mit dem Verkauf der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH im Jahr 2023 stehen.

Der **aktive Rechnungsabgrenzungsposten** schwankte in den Geschäftsjahren 2021 bis 2025 zwischen 21 TEUR (2025) und 41 TEUR (2021).

⁷² Vgl. Staatl. Mineralbrunnen, Sortiment, abrufbar unter: <https://www.badbrueckenauer.de/sortiment/> (Abruf am: 13.05.2026).

Nachstehend ist die Entwicklung der Passiva der Staatl. Mineralbrunnen für die Jahre 2021 bis 2025 dargestellt.

Staatl. Mineralbrunnen AG	2021 ACT	2022 ACT	2023 ACT	2024 ACT	2025 ACT
Passiva	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
A. Eigenkapital	15.137	14.920	12.725	13.069	13.312
I. Gezeichnetes Kapital	9.185	9.185	9.185	9.185	9.185
II. Kapitalrücklage	3.463	3.463	3.463	3.463	3.463
III. Bilanzgewinn	2.490	2.272	77	421	664
B. Rückstellungen	1.713	2.198	2.338	1.743	3.241
1. Rückstellungen für Pensionen	633	622	569	552	521
2. Steuerrückstellungen	131	203	31	31	66
3. Sonstige Rückstellungen	950	1.374	1.738	1.160	2.655
<i>Personal</i>	0	0	0	144	771
<i>Rückvergütungen</i>	719	905	878	809	1.201
<i>Urlaub und Überstunden</i>	64	185	154	0	0
<i>HV und Jahresabschluss</i>	92	48	71	37	53
<i>ausstehende Rechnungen</i>	75	236	635	138	447
<i>unterlassene Instandhaltung</i>	0	0	0	0	147
<i>sonstige</i>	0	0	0	31	36
C. Verbindlichkeiten	4.782	4.912	4.402	4.499	4.621
1. Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	1.924	1.777	1.229	514	343
2. Verbindlichkeiten aus LuL	414	527	240	687	465
3. Verbindlichkeiten ggü. verb. Unternehmen	2	2	2	2	2
<i>Siegsdorfer Petrusquelle GmbH</i>	0	0	0	0	0
<i>OGV Mineralbrunnen GmbH</i>	2	2	2	2	2
4. Sonstige Verbindlichkeiten	2.442	2.606	2.931	3.295	3.810
<i>Verbindlichkeiten aus Steuern</i>	81	85	62	64	66
<i>Sozialversicherungsbeiträge</i>	6	2	5	7	16
<i>Aufsichtsratsvergütungen</i>	75	75	75	65	45
<i>Kreditrische Debitoren</i>	266	101	111	155	256
<i>sonstige</i>	2	17	60	26	16
<i>Pfandverpflichtungen</i>	1.845	2.116	2.439	2.794	3.217
<i>Löhne Dezember</i>	67	110	80	84	94
<i>Deutsche Sinalco GmbH</i>	100	100	100	100	100
<i>Markengetränke & Co. KG</i>					
D. Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	6	0	5
E. Summe Passiva	21.633	22.030	19.471	19.311	21.179

Tabelle 10: Entwicklung der Passiva für die Geschäftsjahre 2021 bis 2025.

Staatl. Mineralbrunnen AG					
Bilanzkennzahlen	2021 ACT	2022 ACT	2023 ACT	2024 ACT	2025 ACT
Eigenkapitalquote	69,97%	67,73%	65,35%	67,68%	62,86%
Fremdkapitalquote	30,03%	32,27%	34,65%	32,32%	37,14%
Verschuldungsgrad zu Buchwerten	42,91%	47,65%	53,02%	47,76%	59,10%
Anlagenintensität	87,26%	84,11%	60,34%	60,35%	50,19%
Umlaufintensität	12,55%	15,71%	39,47%	39,46%	49,71%
Forderungen LuL in % der Gesamtleistung	7,55%	6,58%	6,67%	8,50%	9,74%
Vorräte in % der Gesamtleistung	6,95%	5,47%	6,33%	5,67%	6,04%
Verbindlichkeiten LuL in % vom Materialaufwand	9,72%	9,58%	3,89%	11,00%	6,98%
Liquide Mittel in % der Gesamtleistung	4,71%	6,85%	30,20%	27,34%	31,02%
<i>Wachstum Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen</i>	<i>1,43%</i>	<i>-1,74%</i>	<i>-8,51%</i>	<i>-2,90%</i>	<i>-5,69%</i>
Eigenkapitalrentabilität	1,78%	0,91%	-3,37%	2,63%	4,48%
Gesamtkapitalrentabilität	1,25%	0,62%	-2,20%	1,78%	2,82%

Tabelle 11: Bilanzkennzahlen für die Geschäftsjahre 2021 bis 2025.

Das **Eigenkapital** der Staatl. Mineralbrunnen bewegte sich im betrachteten Zeitraum der Jahre 2021 bis 2025 zwischen 15.137 TEUR (2021) und 13.312 TEUR (2025). Der Rückgang ist im Wesentlichen auf den Rückgang des Bilanzgewinn von 2.490 TEUR im Jahr 2021 auf 664 TEUR im Jahr 2025 aufgrund von Ausschüttungen zurückzuführen.

Das Grundkapital der Staatl. Mineralbrunnen beträgt lt. HR-Auszug 9.392.916 EUR. In der Bilanz beträgt das gezeichnete Kapital 9.184.916 EUR. Der Differenzbetrag i.H.v. 208.000 EUR ist auf die eigenen Aktien der Staatl. Mineralbrunnen zurückzuführen (8.000 eigene Aktien x dem rechnerischen Anteil am Grundkapital von je 26,00 EUR).

Die **Rückstellungen** schwankten im Betrachtungszeitraum von 2021 bis 2025 zwischen 1.713 TEUR (2021) und 3.241 TEUR (2025).

Die darin enthaltenen **Rückstellungen für Pensionen** sanken von 633 TEUR (2021) auf 521 TEUR (2025). Die Pensionsrückstellung betrifft ein ehemaliges Mitglied des Vorstands.

Die **Steuerrückstellungen** lagen im Betrachtungszeitraum zwischen 31 TEUR (2023 und 2024) und 203 TEUR (2022).

Die **sonstigen Rückstellungen** bewegten sich zeitgleich zwischen 950 TEUR (2021) und 2.655 TEUR (2025). Die Position sonstige Rückstellung umfasst unter anderem Personalrückstellungen, die im Zusammenhang mit einem Rechtsstreit mit dem Altvorstand gebildet wurde.

Die **Verbindlichkeiten** bewegten sich im Betrachtungszeitraum zwischen 4.402 TEUR (2023) und 4.912 TEUR (2022). Diese setzten sich aus den Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten, Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung, Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen sowie sonstigen Verbindlichkeiten zusammen.

Die **Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten** sanken infolge von Tilgungen von 1.924 TEUR (2021) auf 343 TEUR (2025).

Die **Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung** schwankten zwischen 240 TEUR (2023) und 687 TEUR (2024).

Die **Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen** lagen im Zeitraum 2021 bis 2025 konstant bei 2 TEUR.

Die **sonstigen Verbindlichkeiten** bewegten sich zwischen 2.442 TEUR (2021) und 3.810 TEUR (2025). Zum 31.12.2025 umfassten die sonstigen Verbindlichkeiten i.H.v. 3.810 TEUR im Wesentlichen Pfandverpflichtungen i.H.v. 3.217 TEUR.

Staatl. Mineralbrunnen AG					
Working Capital	2021 ACT	2022 ACT	2023 ACT	2024 ACT	2025 ACT
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	964	981	1.113	1.410	1.853
Forderungen LuL in % der Gesamtleistung	7,55%	6,58%	6,67%	8,50%	9,74%
Vorräte	887	815	1.058	942	1.149
Vorräte in % der Gesamtleistung	6,95%	5,47%	6,33%	5,67%	6,04%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	414	527	240	687	465
Verbindlichkeiten LuL in % der Gesamtleistung	3,25%	3,54%	1,44%	4,14%	2,45%
Net working capital	1.437	1.269	1.931	1.665	2.537
Net working capital in % der Gesamtleistung	11,26%	8,52%	11,57%	10,03%	13,34%

Tabelle 12: Working Capital für die Geschäftsjahre 2021 bis 2025.

Das Net Working Capital bezeichnet die Differenz zwischen dem kurzfristig gebundenen Umlaufvermögen und den kurzfristigen Verbindlichkeiten eines Unternehmens. Es dient als betriebswirtschaftliche Kennzahl zur Beurteilung der kurzfristigen Liquidität sowie der finanziellen Stabilität eines Unternehmens. Ein positives Net Working Capital weist darauf hin, dass das Unternehmen in der Lage ist, seine kurzfristigen Zahlungsverpflichtungen aus dem Umlaufvermögen zu decken, während ein negatives Net Working Capital auf potenzielle Liquiditätsengpässe hindeuten kann.

Wir haben dem Net Working Capital der Staatl. Mineralbrunnen folgende Positionen zugeordnet:

- Forderungen aus Lieferungen und Leistungen;
- Vorräte;
- Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen.

Das Net Working Capital der Staatl. Mineralbrunnen schwankte zwischen 1.269 TEUR (2022) und 2.537 TEUR (2025).

Das Net Working Capital in % der Gesamtleistung beträgt zwischen 8,52 % (2022) und 13,34 % (2025). Grund für die Schwankungen sind jeweils stichtagsbedingte Effekte. Weiterhin sind die Einkaufspreise

für die Vorräte im Zeitablauf gestiegen. Daher ist das Net Working Capital tendenziell überproportional zur Gesamtleistung gestiegen.

d) Entwicklung der Ausschüttungen

Im Betrachtungszeitraum der Jahre 2021 bis 2025 hat die Staatl. Mineralbrunnen in den Jahren 2022, 2023 und 2025 Ausschüttungen vorgenommen.

Staatl. Mineralbrunnen AG Bad Brückenau	2021 ACT	2022 ACT	2023 ACT	2024 ACT	2025 ACT
Ausschüttung	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Ausschüttung	0	353	1.766	0	353
Jahresüberschuss	269	136	-429	344	596
Ausschüttung in % des Jahresüberschuss	0%	260%	-412%	0%	59%

Tabelle 13: Ausschüttungen der Staatl. Mineralbrunnen für die Geschäftsjahre 2021 bis 2025.

Die Ausschüttungen in % des Jahresüberschusses betrugen:

- Im Jahr 2022 260 % des Jahresüberschusses des Jahres 2022;
- Im Jahr 2023 412 % des Jahresfehlbetrages des Jahres 2023. Die Ausschüttung im Jahr 2023 war aufgrund des Liquiditätszugangs durch den Verkauf der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH erhöht. Der Jahresfehlbetrag im Jahr 2023 geht auf außerordentlich hohe Aufwendungen für die Bildung von Drohverlustrückstellungen und erhöhte Rechts- und Beratungsaufwendungen und Verlustübernahmen aufgrund des Verkaufs der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH zurück;
- Im Jahr 2025 59 % des Jahresüberschusses des Jahres 2025.

Insgesamt wird deutlich, dass sich die Staatl. Mineralbrunnen bei ihrer Ausschüttungspolitik im Wesentlichen am Jahresergebnis des jeweiligen Vorjahres orientiert. Ausnahme war lediglich das Jahr 2023, in welchem aufgrund des Verkaufs der Siegsdorfer Petrusquellen GmbH die Ausschüttung einer Dividende von 5 EUR je Aktie erfolgte.

2. Ergebnis der Vergangenheitsanalyse

Die Staatl. Mineralbrunnen verzeichnete in den Geschäftsjahren 2021 bis 2025 einen Anstieg ihrer Umsätze von 12.793 TEUR (2021) auf 18.881 TEUR (2025). Somit ist aus der Vergangenheitsanalyse abzuleiten, dass sich das operative Geschäft nach der Coronapandemie wieder erholt hat. Da die Kosten im Zuge des Ukraine-Kriegs ebenfalls gestiegen sind, ist das erwirtschaftete EBITDA nahezu konstant geblieben. Insbesondere lagen in den Jahren 2023 (sbA in % der Gesamtleistung von 25,15 %) und 2025 (sbA in % der Gesamtleistung von 20,57 %) vergleichsweise hohe sonstige betriebliche Aufwendungen vor. Das EBITDA betrug 2.983 TEUR (2021), veränderte sich im Betrachtungszeitraum der Jahre 2021 bis 2025 kaum und betrug 3.094 TEUR (2025). Die vorstehenden Ausführungen zeigen, dass die Staatl. Mineralbrunnen in den vergangenen fünf Jahren nur eingeschränkt in der Lage war kostenseitige Preissteigerungen zu überwälzen. Darüber hinaus konnte kein signifikantes Ergebniswachstum erzielt werden.

Preiserhöhungen für eigene Produkte hat die Staatl. Mineralbrunnen in den Jahren 2023 und 2025 vorgenommen. Im Jahr 2023 lagen die kalkulierten Preiserhöhungen für eigene Produkte je nach Produkt zwischen 5,26 % und 31,71 %. Im Jahr 2025 lagen die kalkulierten Preiserhöhungen für eigene Produkte je nach Produkt zwischen 4,77 % und 25,56 %, jedoch führte die Staatl. Mineralbrunnen nicht für alle Produkte Preiserhöhungen durch.⁷³ Die Preiserhöhungen betrugen kumuliert über alle Produkte zwischen rd. 6 bis 8 %.

Für Lohnfüllungen erhöhte die Staatl. Mineralbrunnen in den Jahren 2023 und 2024 die Preise. Im Jahr 2023 lagen die kalkulierten Preiserhöhungen für Lohnfüllungen je nach Produkt zwischen 0,99 % und 10,10 %. Im Jahr 2024 lagen die Preiserhöhungen für Lohnfüllungen je nach Produkt zwischen 1,27 % und 3,74 %.⁷⁴ Es gab jedoch auch Produkte, deren Preise nicht erhöht wurden.

Das Jahr 2023 war das einzige Jahr des Betrachtungszeitraumes, in welchem ein negatives EBIT von 304 TEUR und in der Folge ein Jahresfehlbetrag von 429 TEUR erwirtschaftet wurde. Trotz eines deutlichen Umsatzwachstums i.H.v. 9,67 % von einem Jahresumsatz i.H.v. 15.032 TEUR (2022) auf 16.486 TEUR (2023), ging der Jahresüberschuss um -415,52 % von 136 TEUR (2022) auf -429 TEUR (2023) zurück. Hintergrund sind die außerordentlich hohen sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Jahr 2023, welche im Wesentlichen auf die Bildung von Drohverlustrückstellungen i.H.v. 514 TEUR und erhöhte Rechts- und Beratungsaufwendungen i.H.v. 534 TEUR zurückzuführen sind. Hinzukommt ein deutlich negatives Finanzergebnis von 152 TEUR, welches im Wesentlichen auf Aufwendungen aus Verlustübernahmen i.H.v. 219 TEUR zurück geht. Die Verlustübernahmen stammten aus der Geschäftstätigkeit der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH bis zum Verkauf am 31. März 2023. Insgesamt war das Jahr 2023 geprägt von dem Verkauf der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH.

⁷³ Bei den Angaben zu den geplanten Preiserhöhungen handelt es sich um geplante Größen. Diese stammen aus dem Managementreporting und der Unternehmensplanung für das jeweilige Geschäftsjahr der Staatl. Mineralbrunnen.

⁷⁴ Bei den Angaben zu den geplanten Preiserhöhungen handelt es sich um geplante Größen. Diese stammen aus dem Managementreporting und der Unternehmensplanung für das jeweilige Geschäftsjahr der Staatl. Mineralbrunnen.

Nach einer Phase sinkender EBIT-Margen ausgehend von einem Wert von 5,61 % im Jahr 2021 auf eine negative EBIT-Marge von -1,82 % im Jahr 2023, folgte in den darauffolgenden Jahren eine Erholung der Ertragssituation auf EBIT-Margen von 1,04 % (2024) und 3,63 % (2025).

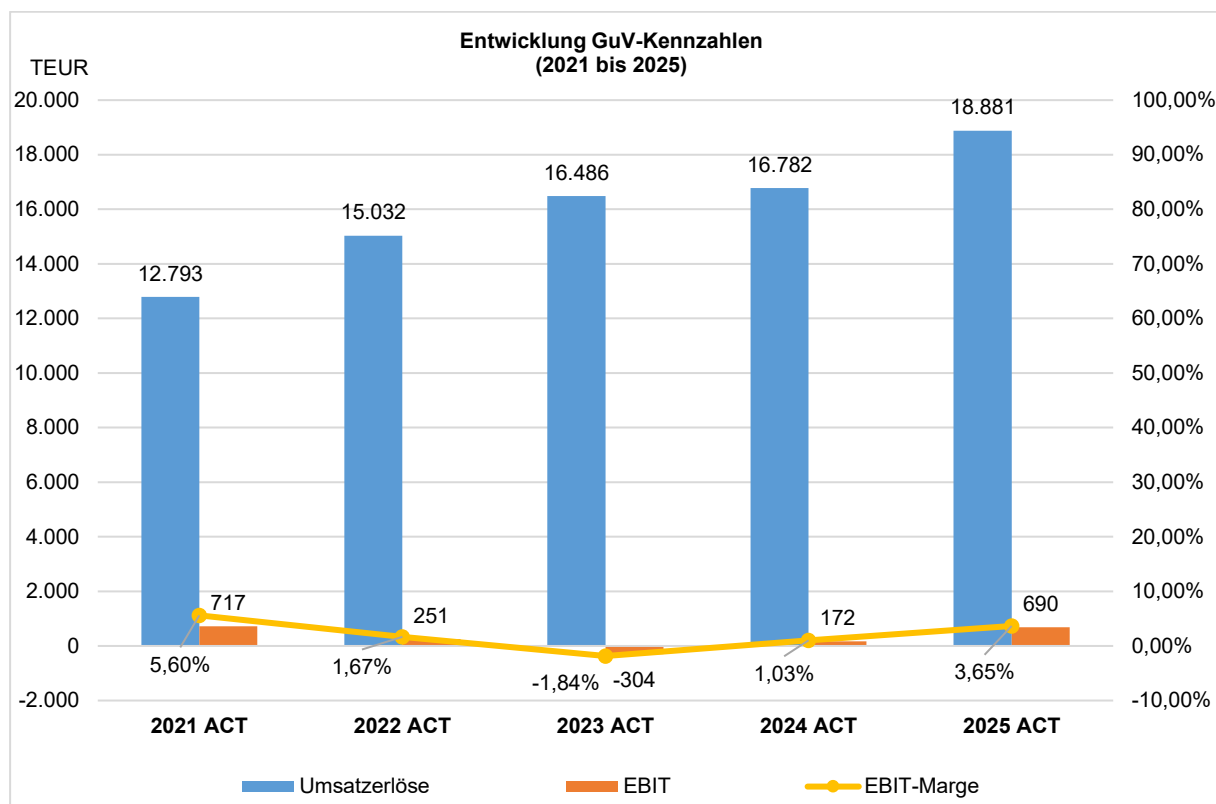


Abbildung 9: Entwicklung GuV-Kennzahlen von 2021 bis 2025.

Das Anlagevermögen ist im Betrachtungszeitraum der Jahre 2021 bis 2025 um 8.247 TEUR von 18.877 TEUR (2021) auf 10.630 TEUR (2025) zurückgegangen. Ursächlich ist im Wesentlichen ein Rückgang der Finanzanlagen durch den Verkauf der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH im Jahr 2023 um 7.153 TEUR. Der erzielte Kaufpreis lies die liquiden Mittel im Jahr 2023 um rd. 4.023 TEUR ansteigen. In den Jahren 2023 bis 2025 liegen die liquiden Mittel im Mittel bei 5.160 TEUR und damit deutlich über dem Durchschnitt der Jahre 2021 und 2022 von 811 TEUR. Auskunftsgemäß liegen derzeit nicht für die operative Geschäftstätigkeit benötigte liquide Mittel vor. Ein Teil der derzeit bestehenden liquiden Mittel wird jedoch zur Finanzierung notwendiger Investitionen in das Anlagevermögen benötigt.

Auf der Passivseite sind die Rückstellungen im Betrachtungszeitraum der Jahre 2021 bis 2025 um 1.528 TEUR von 1.713 TEUR (2021) auf 3.241 TEUR (2025) angestiegen. Hintergrund war im Wesentlichen ein Anstieg der sonstigen Rückstellungen um 1.705 TEUR von 950 TEUR (2021) auf 2.655 TEUR (2025). Innerhalb der sonstigen Rückstellungen sind vor allem die Rückstellungen für Personal, Rückvergütungen und ausstehende Rechnungen deutlich angestiegen. Der Anstieg der sonstigen Rückstellungen ist im Jahr 2025 vor allem auf die rechtliche Auseinandersetzung mit einem ehemaligen Vorstandsmitglied zurückzuführen.

3. Ableitung eines um Sondereffekte bereinigten EBIT in den Jahren 2023 bis 2025

Im Zeitraum der Jahre 2023 bis 2025 war die Ertragslage der Staatl. Mineralbrunnen im Wesentlichen durch nachstehend aufgeführte Sondereffekte geprägt:

- Verkauf der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH im Jahr 2023;
- Rechtsstreit mit dem Altvorstand der Staatl. Mineralbrunnen im Jahr 2025;
- Rechtsstreit im Zusammenhang mit dem Verkauf der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH im Jahr 2025.

Staatl. Mineralbrunnen AG Bad Brückenau	2023 ACT	2024 ACT	2025 ACT
GuV	TEUR	TEUR	TEUR
Gesamtumsatz	20.184	20.706	23.203
Erlösschmälerungen und Streckenvergütungen	-3.699	-3.924	-4.322
Umsatzerlöse (bereinigt)	16.366	16.782	18.881
Bestandsveränderungen	213	-188	140
Gesamtleistung (bereinigt)	16.578	16.594	19.021
Sonstige betriebliche Erträge (bereinigt)	113	147	178
Materialaufwand	-6.168	-6.248	-6.671
Aufwendungen für RHB	-5.358	-5.394	-5.656
Aufwendungen für bezogene Leistungen	-810	-854	-1.015
Rohertrag (bereinigt)	10.524	10.493	12.528
Personalaufwand	-4.957	-5.102	-5.778
Löhne und Gehälter	-4.184	-4.275	-4.936
Soziale Abgaben und Aufwendungen	-773	-827	-842
Personalaufwand (bereinigt)	-4.733	-5.102	-5.180
Sonstige betriebliche Aufwendungen (bereinigt)	-2.795	-2.808	-3.590
EBITDA (bereinigt)	2.995	2.583	3.758
Abschreibungen (bereinigt)	-2.451	-2.636	-2.404
EBIT (bereinigt)	544	-53	1.354
<i>EBIT (bereinigt) in % der Gesamtleistung (bereinigt)</i>	<i>3,28%</i>	<i>-0,32%</i>	<i>7,12%</i>
Bereinigung (gesamt)	848	-225	663
<i>EBIT (unbereinigt)</i>	<i>-304</i>	<i>172</i>	<i>690</i>
<i>EBIT (unbereinigt) in % der Gesamtleistung (unbereinigt)</i>	<i>-1,82%</i>	<i>1,04%</i>	<i>3,63%</i>

Tabelle 14: Bereinigungen des EBIT der Staatl. Mineralbrunnen um Sondereffekte (2023 bis 2025).

Das Jahr 2023 war im Wesentlichen geprägt durch den Verkauf der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH. In diesem Zusammenhang fielen Umsatzerlöse aus dem Verkauf des erhaltenen Individualleerguts der Siegsdorfer Petrusquelle sowie überdurchschnittlich hohe sonstige betriebliche Erträge und sonstige betriebliche Aufwendungen an. Kumuliert betrugen die Auswirkungen der Sondereffekte auf das EBIT im Jahr 2023 848 TEUR. Somit war das bereinigte EBIT im Jahr 2023 i.H.v. 544 TEUR höher als das unbereinigte EBIT im Jahr 2023 i.H.v. -304 TEUR.

Im Jahr 2024 fielen die Sondereffekte geringer aus und betrugen kumuliert -225 TEUR. Das bereinigte EBIT i.H.v. -53 TEUR war um 225 TEUR niedriger als das unbereinigte EBIT i.H.v. 172 TEUR.

Im Jahr 2025 lagen im Wesentlichen Sondereffekte im Personalaufwand i.H.v. 598 TEUR vor, der aufgrund eines Rechtsstreits mit dem Altvorstand überdurchschnittlich hoch war, sowie in den sonstigen betrieblichen Erträgen durch eine Versicherungserstattung aufgrund eines Brandschadens i.H.v. 257 TEUR vor. In gleicher Höhe wie die Versicherungserstattungen für den Brandfall sind auch sonstige betriebliche Aufwendungen aufgrund des Brandschadens angefallen, der Brand war somit im Geschäftsjahr 2025 ergebnisneutral. Im Ergebnis ist das bereinigte EBIT um 663 TEUR höher als das unbereinigte EBIT im Jahr 2023.

Im Betrachtungszeitraum beträgt die bereinigte EBIT-Marge zwischen -0,32 % (2024) und 7,12 % (2025).

III. Ertragswertverfahren

1. Planungsrechnung

a) Planungsprozess bei der Staatl. Mineralbrunnen

Die Beurteilung einer Unternehmensplanung schließt die Gewinnung eines Verständnisses vom Erstellungsprozess ein, respektive setzt ein solches Verständnis voraus. Dabei ist zu berücksichtigen, dass ein bestimmter Erstellungsprozess bzw. die Einhaltung von vorgegebenen Prozessschritten allein nicht gewährleistet, dass die Unternehmensplanung als zweckadäquat und plausibel zu beurteilen ist. Vielmehr dient die Aufnahme des Erstellungsprozesses der Gewinnung eines Verständnisses, welche Zwecke mit der Planungserstellung verfolgt werden, welche Informationen oder welche Einschätzungen in der Unternehmensplanung Berücksichtigung gefunden haben und wie der Planungsprozess bei dem Bewertungsobjekt erfolgt.⁷⁵

Der Planungshorizont der Staatl. Mineralbrunnen beträgt regelmäßig ein Jahr. Die Staatl. Mineralbrunnen beginnt mit dem Erstellungsprozess der Unternehmensplanung für das Folgejahr ab dem Monat Juli. Basis für die Absatz- und Umsatzplanung des Folgejahres sind die Absätze der Monate Januar bis Juni des laufenden Jahres, darauf aufbauend erfolgt die Planung der Investitionen, Kosten, Personal, etc. bis ca. Ende September des laufenden Jahres. Im Oktober erfolgt regelmäßig die Sitzung des Aufsichtsrats mit Vorstellung der Planung.

Im Zuge der Unternehmensbewertung für den Squeeze-out hat die Staatl. Mineralbrunnen die bestehende Planung um zwei weitere Planjahre erweitert. Diese Planung wurde in den Monaten Februar und März 2026 innerhalb des Vorstands sowie mit dem Aufsichtsrat besprochen.

Die uns von der Staatl. Mineralbrunnen zur Verfügung gestellten Planungen für das Jahr 2026 dienen als Grundlage für Investitionen, Aufwendungen, Personal und Darstellung der betriebswirtschaftlichen Auswirkungen der unternehmerischen Entscheidungen und wurden gemäß dem üblichen Planungserstellungsprozess erstellt. Die Unternehmensplanungen für die Jahre 2027 und 2028 wurden als Grundlage zur Bestimmung des Unternehmenswerts im Rahmen des Squeeze-outs unter Anwendung des üblichen Planungsvorgehens erstellt.

Der Vorstand der Staatl. Mineralbrunnen hat uns folgende Planungen jeweils für die Jahre 2026, 2027 und 2028 zur Verfügung gestellt:

- Planung der GuV;
- Investitionsplanung HWG;
- Investitionsplanung GWG;
- Planung der Abschreibungen;

⁷⁵ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Rn. 11.

- Planung der Liquidität;
- Planung der Bankverbindlichkeiten.

Das erste Planjahr ist somit das Jahr 2026.

Es lag somit keine integrierte Unternehmensplanung vor, aber eine GuV-Planung sowie Teilplanungen. Wir haben eine integrierte Unternehmensplanung ausgehend von der GuV-Planung unter Berücksichtigung der Informationen in den Teilplanungen erstellt. Weiter haben wir die Bilanzplanung in Abstimmung mit dem Vorstand erstellt.

b) Überleitung der Unternehmensplanung in die bewertungsrelevante Planungsrechnung

Wir haben die für die Jahre 2026 bis 2028 erhaltene Planung der Staatl. Mineralbrunnen übernommen und die einzelnen Teilpläne in eine integrierte Planungsrechnung überführt. Im Einzelfall waren indes eigene Annahmen erforderlich, um die zur Berechnung des objektivierten Unternehmenswerts der Staatl. Mineralbrunnen nach IDW S 1 erforderliche integrierte Unternehmensplanung erstellen zu können. Die Detailplanungsphase umfasst gemäß dem IDW S 1 i.d.F. 2026 üblicherweise einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren.⁷⁶

Zur Ableitung eines nachhaltig erzielbaren Ergebnisses für die Staatl. Mineralbrunnen haben wir die vorliegende Planung der Gesellschaft um eine Konvergenzphase für die Jahre 2029 bis 2031 erweitert. Die Erweiterung der Planung um eine Konvergenzphase ist erforderlich, da das Gesetz für ein steuerliches Investitionssofortprogramm zur Stärkung des Wirtschaftsstandorts Deutschland⁷⁷ eine schrittweise Absenkung des Körperschaftsteuersatzes, und zwar ab dem Veranlagungszeitraum 2028 bis zum Veranlagungszeitraum 2032 jährlich um einen Prozentpunkt (von 15,00 % im Jahr 2027 auf 10,00% im Jahr 2032) vorsieht. In der Folge sinkt die Steuerquote der Staatl. Mineralbrunnen im letzten Jahr der Detailplanung bzw. in der Konvergenzphase von 28,075 % (2027) auf 22,800 % (2032 ff.). Weiter ist aufgrund der aktuellen Inflationsentwicklung und den Entwicklungen an den Kapitalmärkten zu erwarten, dass die erzielbare Verzinsung der vorhandenen Liquidität im Vergleich zur Detailplanungsphase langfristig ansteigen wird. Ab dem Jahr 2029 sind außerdem geringfügige Personaleinsparungen aufgrund des Einsatzes eines Sortierroboters zu erwarten. Diese Faktoren haben wir in der Konvergenzphase entsprechend berücksichtigt. Daher liegt zum Ende der Detailplanungsphase im Jahr 2028 noch kein nachhaltiges Niveau eines eingeschwungenen Zustandes vor. Die Voraussetzungen für den Beginn der Phase der ewigen Rente sind erst zu Beginn des Jahres 2032 erfüllt.⁷⁸ Die ewige Rente stellt kein weiteres

⁷⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rn. 68.

⁷⁷ Vgl. BGBl. I 2025, Nr. 161 vom 18.07.2025.

⁷⁸ Vgl. *Zwirner/Schöffel*, WPg 2025, S. 1225 ff.

Planjahr, sondern eine barwertäquivalente Ableitung dar, die sich der Konvergenzphase anschließt und langfristig erzielbare Umsatzniveaus und Margenerwartungen berücksichtigt.⁷⁹

Im Ergebnis liegt somit nach unseren Ergänzungen für den gesamten Planungszeitraum eine integrierte Planungsrechnung vor. Hierbei haben wir die Vorgaben des IDW Praxishinweises 2/2017 beachtet.⁸⁰ Die einzelnen Annahmen, die der Überleitung zwischen Plan-GuV, Plan-Bilanz und Plan-Kapitalflussrechnung zu Grunde liegen, sind basierend auf den uns vorliegenden Informationen respektive uns von der Staatl. Mineralbrunnen zur Verfügung gestellten Unterlagen sachgerecht, konsistent und widerspruchsfrei.

c) Planungstreue

In der Funktion des neutralen Gutachters i.S. des IDW S 1 i.d.F. 2026 liegt die Verantwortung für die Beurteilung der Eignung der Zukunftserfolgsplanung für Zwecke der Unternehmensbewertung beim Wirtschaftsprüfer; die Verantwortung für die Managementplanung verbleibt beim Management. Der Wirtschaftsprüfer hat insb. durch eine entsprechende Plausibilitätsbeurteilung zu beurteilen, ob und inwieweit die Managementplanung für das Bewertungsobjekt und für das verfolgte Wertkonzept sowie die vereinbarte Funktion des Wirtschaftsprüfers eine geeignete Ausgangsbasis zur Ableitung der Zukunftserfolgsplanung darstellt.⁸¹

Gemäß dem IDW S 1 i.d.F. 2026 kann durch den Vergleich historischer Planungsrechnungen mit den tatsächlichen Ergebnissen sowie durch die Analyse der Ursachen der Abweichungen die Planungstreue gewürdigt werden, um Erkenntnisse über die Güte der Planungsrechnungen und deren Eignung für den vorliegenden Bewertungsanlass zu gewinnen.⁸²

Nachstehende Ausführungen vergleichen die geplanten Brutto-Umsätze und operative Ergebnisse lt. Plan-BWA mit den tatsächlich erzielten Brutto-Umsätzen und operativen Ergebnisse lt. Ist-BWA in einem Zehn-Jahres-Zeitraum 2015 bis 2025.

⁷⁹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rn. 70.

⁸⁰ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, IDW Life 3/2017, S. 343 ff.

⁸¹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rn. 55.

⁸² Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rn. 65.

Jahr	Brutto-Umsatz BWA	Brutto-Umsatz BWA	Abweichung	Abweichung	Kommentar Management
	Plan	Ist	Plan-Ist	Plan-Ist	
	in TEUR	in TEUR	in TEUR	in %	
2015	14.514	15.097	583	4,0%	
2016	15.562	15.703	141	0,9%	
2017	15.727	16.544	817	5,2%	
2018	16.750	17.761	1.011	6,0%	Preiserhöhung nur Apfelschorle
2019	17.461	18.144	683	3,9%	Preiserhöhung alles außer Apfelschorle, Gastro, Heilwasser (letzte 2014)
2020	18.971	15.932	-3.039	-16,0%	Corona
2021	16.588	15.952	-636	-3,8%	Corona
2022	17.436	18.338	902	5,2%	
2023	20.088	19.998	-90	-0,4%	
2024	21.457	20.684	-773	-3,6%	Preiserhöhung nur Johannisbeerschorle
2025	21.610	23.179	1.569	7,3%	Preiserhöhung alles außer Johannisbeerschorle (letzte 2023)
Summe	196.164	197.332	1.168	0,8%	

Tabelle 15: Vergleich geplanter Brutto-Umsatz mit Brutto-Umsatz Ist (2015 bis 2025 laut BWA).

Vorstehende Tabelle zeigt einen Anstieg sowohl des geplanten jährlichen Brutto-Umsatzes von 14.514 TEUR (2015) auf 21.610 TEUR (2025) als auch des tatsächlich erzielten Brutto-Umsatzes lt. BWA von 15.097 TEUR (2015) auf 23.179 TEUR (2025).

Die durchschnittliche Abweichung (arithmetischer Mittelwert der Jahresprozentsätze) beträgt +0,8 %. In sieben von elf Jahren liegt der Ist-Brutto-Umsatz über dem Plan-Brutto-Umsatz, in vier Jahren (2020, 2021, 2023 und 2024) jedoch darunter. Besonders das unvorhergesehene Auftreten der Coronapandemie im Jahr 2020 führte zu einem Umsatzeinbruch, sodass der Ist-Brutto-Umsatz rd. 16,0 % unter dem geplanten Brutto-Umsatz lag. Laut Lagebericht im geprüften Jahresabschluss des Jahres 2021, gestaltete sich zum damaligen Zeitpunkt die Prognose der Geschäftsentwicklung des Jahres 2022 aufgrund der weiteren Entwicklung der pandemiebedingten Einschränkungen schwierig.

Jahr	Ergebnis BWA Plan in TEUR	Ergebnis BWA Ist in TEUR	Ab- weichung Plan - Ist in TEUR	Ab- weichung Plan - Ist in %	Kommentar
2015	852	1.012	160	18,8%	
2016	1.204	1.003	-201	-16,7%	
2017	720	852	132	18,3%	
2018	839	929	90	10,7%	
2019	826	989	163	19,7%	
2020	1.020	104	-916	-89,8%	Corona
2021	218	629	411	188,5%	Corona
2022	430	412	-18	-4,2%	
2023	572	506	-66	-11,5%	Sondereffekte wg. Verkauf Siegsdorfer Petrusquelle GmbH in GuV und BWA (hier: BWA ohne Sondereffekt Verkauf Siegsdorfer Petrusquelle GmbH)
2024	476	251	-225	-47,3%	Ist-Umsatz ca. 773 TEUR unter geplanten Umsatz aufgrund geringerer Ist-Menge an Lohnfüllungen als Plan-Menge an Lohnfüllungen
2025	606	721	115	19,0%	Höhere Ist-Absatzmenge als geplant; deutlich verbessertes Ist-neutrales Ergebnis als geplant; deutlich höhere Ist-Personalkosten werden überkompensiert
Summe	7.763	7.408	-355	-4,6%	
Durchschnitt				9,6%	

Tabelle 16: Vergleich geplantes Ergebnis mit Ist-Ergebnis (2015 bis 2025 lt. BWA).

Vorstehende Tabelle zeigt eine rückläufige Tendenz sowohl des geplanten jährlichen Ergebnisses lt. BWA von 852 TEUR (2015) auf 606 TEUR (2025) als auch des tatsächlich erzielten Ergebnisses lt. BWA von 1.012 TEUR (2015) auf 721 TEUR (2025).

In Summe verfehlte die Staatl. Mineralbrunnen im Zeitraum der Jahre 2015 bis 2025 die gesamt geplanten Ergebnisse um –4,6 %. In sechs von elf Jahren liegt das Ist-Ergebnis lt. BWA über dem Plan-Ergebnis lt. BWA, in fünf Jahren (2016, 2020, 2022, 2023 und 2024) jedoch darunter. Besonders das unvorhergesehene Auftreten der Coronapandemie im Jahr 2020 führte zu einem Umsatz- und Ergebniseinbruch, sodass das Ist-Ergebnis rd. 89,8 % unter dem geplanten Ergebnis lag. Im Jahr 2021 drehte sich dieser Effekt um, und das erzielte Ist-Ergebnis überstieg das Planergebnis um 188,5 %.

Anders als beim Brutto-Umsatz, bei welchem die geplanten Beträge im Wesentlichen erreicht werden, ist das Ergebnis lt. BWA deutlich schwankungsanfälliger. Ursache für die Schwankungen sind nicht vorhersehbare Ereignisse wie insbesondere die Wetterentwicklung in einem Jahr, welche Auswirkungen auf den Pro-Kopf-Verbrauch von Getränken hat.

Neben dem Vergleich historischer Planungsrechnungen mit den tatsächlichen Ergebnissen haben wir die Prognosen in den Lageberichten der geprüften Jahresabschlüsse des Zeitraumes 2021 bis 2024 für

das jeweilige Folgejahr den im Folgejahr erzielten tatsächlich Umsätzen- und Erträge gegenübergestellt. Ziel ist es hiermit die Planungstreue der Staatl. Mineralbrunnen weiter zu plausibilisieren.

prognostiziertes Jahr	Prognose lt. Lagebericht des Vorjahres	ex-post-Beurteilung der Qualität der Prognose
2022	Im Lagebericht des geprüften Jahresabschlusses 2021 prognostizierte die Gesellschaft für das Jahr 2022 nahezu explosionsartig entwickelnde Kosten im Energie- und Beschaffungsbereich, welche nach damaliger Sicht der Gesellschaft einen negativen Einfluss auf die Ertragslage im Jahr 2022 haben werden.	Die vorstehenden Prognosen für das Geschäftsjahr 2022 sind im Wesentlichen eingetreten. Im Jahr 2021 betrug die Materialaufwandsquote der Staatl. Mineralbrunnen 33,38 % und stieg auf 36,91 % im Jahr 2022 an. Das Jahresergebnis in % der Gesamtleistung sank von 2,11 % (2021) auf 0,91 % (2022).
2023	Im Lagebericht des geprüften Jahresabschlusses 2022 prognostizierte die Gesellschaft für das Jahr 2023 einen eher stagnierenden privaten Konsum, welcher Einfluss auf die Geschäftsentwicklung der Staatl. Mineralbrunnen haben wird. Zudem prognostizierte die Staatl. Mineralbrunnen eine negative Entwicklung im Energie- und Beschaffungsbereich, was nach damaliger Sicht der Gesellschaft die Ertragslage negativ beeinflussen wird.	Die vorstehenden Prognosen für das Geschäftsjahr 2023 waren in der Nachschau zu konservativ angesetzt. Trotz des prognostizierten rückläufigen Konsums konnte die Staatl. Mineralbrunnen ein Wachstum der Umsatzerlöse von 9,67 % erzielen. Im Jahr 2022 betrug die Materialaufwandsquote der Staatl. Mineralbrunnen 36,91 %. Die Materialaufwandsquote betrug im Jahr 2023 nahezu unverändert 36,93 %.
2024	Im Lagebericht des geprüften Jahresabschlusses 2023 prognostizierte die Gesellschaft für das Jahr 2024 leicht steigende Umsatzerlöse und ein Ergebnis des Geschäftsjahres 2024, welches in etwa auf dem um die Sondereffekte des Verkaufs der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH bereinigtem Ergebnis von 2023 liegen wird.	Die vorstehenden Prognosen für das Geschäftsjahr 2024 sind im Wesentlichen eingetreten. Die Staatl. Mineralbrunnen konnte im Geschäftsjahr 2024 ein moderates Wachstum der Umsatzerlöse von 1,80 % erzielen. Die EBIT-Marge in % der Gesamtleistung lag im Geschäftsjahr 2024 mit 1,04 % im Bereich der EBIT-Marge in % der Gesamtleistung des Jahres 2022 von 1,69 %. Das Jahresergebnis des Geschäftsjahres 2024 ist durch eine Steuerrückerstattung im Jahr 2024 verzerrt und kann somit nicht mit dem Jahresergebnis 2022 und 2023 verglichen werden.
2025	Im Lagebericht des geprüften Jahresabschlusses 2024 prognostizierte die Gesellschaft aufgrund der im Frühjahr 2025 vorgenommenen Preiserhöhung erneut leicht steigende Umsatzerlöse bei leicht rückläufigen bis stagnierenden Absätzen. Nach der damaligen Prognose erwartete die Staatl. Mineralbrunnen ein leicht verbessertes Ergebnis des Geschäftsjahres 2025.	Die vorstehenden Prognosen für das Geschäftsjahr 2025 waren in der Nachschau eher konservativ angesetzt. Die Staatl. Mineralbrunnen konnte im Geschäftsjahr 2025 ein moderates Wachstum der Umsatzerlöse von 12,51 % erzielen. Die EBIT-Marge in % der Gesamtleistung lag im Geschäftsjahr 2025 mit 3,63 % deutlich über der EBIT-Marge in % der Gesamtleistung des Jahres 2024 von 1,04 %.

Tabelle 17: Ex-post-Beurteilung der Prognosen lt. Lagebericht des Vorjahres 2022 bis 2025.

Die Prognosen in den Lageberichten des Vorjahres für die Geschäftsentwicklung der Staatl. Mineralbrunnen in den Jahren 2022 und 2024 waren im Wesentlichen zutreffend, während die Gesellschaft die tatsächlichen Entwicklungen in den Jahren 2023 und 2025 eher konservativ eingeschätzt hat.

Im Ergebnis zeigt der Plan-Ist Vergleich, dass sich die Abweichungen zwischen Plan und Ist in einem üblichen Maß bewegen. In einzelnen Jahren sind Sondereffekte enthalten wie beispielsweise die Coronapandemie. Die Ergebnisse schwanken ebenfalls stärker als die Umsatzerlöse, da außergewöhnliche Vorkommnisse wie unerwartete Kostensteigerungen oder Preiserhöhungen einen größeren Einfluss auf das Ergebnis als auf den Umsatz haben.

d) Bewertungsrelevante Ertragsplanungaa) Detailplanung 2026 bis 2028

Ausgehend von der uns zur Verfügung gestellten und vom Vorstand der Staatl. Mineralbrunnen erstellten GuV-Planung ergeben sich folgende bewertungsrelevante Planzahlen für die Planjahre der Detailplanungsphase 2026 bis 2028:

Staatl. Mineralbrunnen AG Bad Brückenau [TEUR]	Detailplanung		
	2026 Plan	2027 Plan	2028 Plan
Gesamtumsatz	23.529	23.659	25.174
Erlösschmälerungen und Streckenvergütungen	-4.572	-4.680	-4.990
Gesamtleistung	18.957	18.979	20.184
Materialaufwand	-6.083	-6.319	-6.638
Betriebliches Rohergebnis	12.874	12.660	13.546
Personalaufwand	-5.435	-5.486	-5.617
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-4.470	-4.372	-4.685
EBITDA	2.969	2.802	3.244
Abschreibungen	-2.528	-2.622	-2.576
EBIT	441	180	668
Zinsaufwand	-9	-8	-7
Zinsertrag	32	61	46
EBT	464	233	707
Steueraufwand	-130	-65	-191
Ergebnis nach Steuern	334	167	516
Sonstige Steuern	0	0	0
Jahresergebnis	334	167	516

Tabelle 18: GuV-Planung - Detailplanung 2026 bis 2028.

Aus der vorstehenden Planung ergeben sich die nachfolgend aufgeführten wesentlichen GuV-Kennzahlen für die Jahre der Detailplanungsphase 2026 bis 2028. Wesentliche Steuerungsgrößen für die GuV-Planung der Staatl. Mineralbrunnen sind die Umsatzerlöse sowie das EBIT.

Kennzahlen	Detailplanung		
	2026	2027	2028
[%]	Plan	Plan	Plan
Wachstum Gesamtumsatz y-o-y	1,40%	0,55%	6,40%
Materialaufwand in % der Gesamtleistung	32,09%	33,29%	32,89%
<i>Wachstum Materialaufwand y-o-y</i>	-8,81%	3,88%	5,05%
Roh-Marge (Rohergebnis in % der Gesamtleistung)	67,91%	66,71%	67,11%
Personalaufwand in % der Gesamtleistung	28,67%	28,91%	27,83%
sbA in % der Gesamtleistung	23,58%	23,04%	23,21%
EBITDA in % der Gesamtleistung	15,66%	14,76%	16,07%
Abschreibungen in % des Anlagevermögens des Vorjahrs	24,50%	26,34%	24,96%
EBIT in % der Gesamtleistung	2,33%	0,95%	3,31%
EBT in % der Gesamtleistung	2,45%	1,23%	3,50%
Wachstum EBT y-o-y	-38,12%	-49,85%	203,77%
Steuerquote in % vom EBT	28,075%	28,075%	27,020%
Jahresüberschuss in % der Gesamtleistung	1,76%	0,88%	2,56%
Wachstum Jahresüberschuss y-o-y	-44,01%	-49,85%	208,23%

Tabelle 19: GuV-Kennzahlen - Detailplanung 2026 bis 2028.

Die Bestandteile des **Gesamtumsatzes** wurden auskunftsgemäß auf Grundlage der Entwicklung der Vergangenheit sowie dem von der Staatl. Mineralbrunnen angestrebten Wachstum in der Zukunft geplant.

Die Umsätze wurden basierend auf den Segmenten eigene alkoholfreie Getränke (AfG), Handelsware, Lohnfüllungen und Sonstige Erlöse geplant. Das Segment eigene AfG hat dabei wie im letzten Ist-Jahr 2025 den größten Umsatzanteil von 87,73 %. Das Segment Handelsware wird sich voraussichtlich recht konstant entwickeln.

Werttreiber [TEUR]	Detailplanung		
	2026	2027	2028
	Plan	Plan	Plan
Gesamtumsatz	23.529	23.659	25.174
Wachstum Gesamtumsatz y-o-y	1,40%	0,55%	6,40%
Umsatz eigene AfG	20.642	20.723	22.242
Wachstum Umsatz eigene AfG y-o-y	3,05%	0,39%	7,33%
Anteil Umsatz eigene AfG am Gesamtumsatz	87,73%	87,59%	88,35%
Umsatz Handelsware	325	375	375
Wachstum Umsatz Handelsware y-o-y	-15,48%	15,38%	0,00%
Anteil Umsatz Handelsware am Gesamtumsatz	1,38%	1,59%	1,49%
Umsatz Lohnfüllung	1.857	1.856	1.852
Wachstum Umsatz Lohnfüllung y-o-y	-3,29%	-0,05%	-0,22%
Anteil Umsatz Lohnfüllung am Gesamtumsatz	7,89%	7,84%	7,36%
Sonstige Erlöse	705	705	705
Wachstum sonstige betriebliche Erträge y-o-y	-16,47%	0,00%	0,00%
Sonstige Erlöse in % der Gesamtleistung	3,72%	3,71%	3,49%

Tabelle 20: Darstellung der Werttreiber der Ertragssituation der Staatl. Mineralbrunnen.

Der Umsatz des Segments eigene AfG stammt im Planungszeitraum der Jahre 2026 bis 2028 aus der Herstellung und dem Verkauf von Mineralwässer der Zweitmarke Schatzquelle, der Marke Eichentaler und von Süßgetränken.

Staatl. Mineralbrunnen AG Bad Brückenau		Detailplanung		
[TEUR]	2025	2026	2027	2028
	Ist	Plan	Plan	Plan
Anzahl Füllungen eigene AfG	64.435.488	67.837.400	66.891.000	66.794.000
Anzahl Lohnfüllungen	11.525.724	11.200.000	11.000.000	10.600.000
Füllungen gesamt	75.961.212	79.037.400	77.891.000	77.394.000

Tabelle 21: Geplante Füllungen der Staatl. Mineralbrunnen in den Jahren 2026 bis 2028.

Im Jahr 2026 plant die Staatl. Mineralbrunnen die Anzahl der Füllungen zu steigern. Anschließend plant die Staatl. Mineralbrunnen in den Jahren 2027 bis 2028 mit leicht rückläufigen abgesetzten Mengen. Insbesondere rechnet die Gesellschaft mit rückläufigen Mengen im Bereich der Lohnfüllungen. Hintergrund ist, dass Produkte der Kategorie Lohnfüllung, wie bspw. das MioMio Mate Getränk, sich am Ende ihres Lebenszyklus befinden und deren abgesetzte Menge somit in den kommenden Jahren rückläufig sein wird. Weiterhin plant die Staatl. Mineralbrunnen, die Abfüllung der 0,7 Liter GdB-Flasche (Glas) der Marke Schatzquelle einzustellen. Hintergrund der Einstellung der Abfüllung der 0,7 Liter GdB-Flasche ist es, Umbauzeiten zu reduzieren und somit verfügbare Produktionszeiten zu erhöhen. Abfüllungen der Marke Schatzquelle werden zukünftig ausschließlich in PET-Flaschen erfolgen. Da ein Teil der Kunden

der Schatzquelle lediglich Mineralwasser aus Glasflaschen konsumiert und durch die Einstellung der Füllung in Glasflaschen den Anbieter von Mineralwasser wechseln wird, können die wegfallenden Füllungen in Glasflaschen nicht vollständig durch die Steigerung des Absatzes von PET-Flaschen ersetzt werden.

Die Anzahl der Füllungen eigene AfG sinkt von 67.837.400 (2026) auf 66.794.000 (2028). Die Anzahl Lohnfüllungen sinkt von 11.200.000 (2026) auf 10.600.000 (2028). Die gesamten Füllungen sinken von 79.037.400 (2026) auf 77.394.000 (2028). Hintergrund ist der enge Wettbewerb mit über 150 anderen deutschen Mineralbrunnen und ausländischen Mineralbrunnen sowie erwartete Absatzrückgänge durch die Umstellung von der 0,7 GdB-Flasche auf eine Individualflasche. Zudem befindet sich die Staatl. Mineralbrunnen als Lebensmittelhersteller in einem sehr preissensiblen Marktumfeld.

Der Umsatz aus Handelswaren wird im Planungszeitraum der Jahre 2026 bis 2028 ausschließlich mit der Marke Sinalco generiert. Er geht im Jahr 2026 planmäßig im Vergleich zum letzten Ist-Jahr 2025 zurück, da der Trend der Vorjahre ebenfalls negativ war.

Die Umsätze aus dem Bereich Lohnfüllung stammen im Planungszeitraum der Jahre 2026 bis 2028 aus der Abfüllung von Mineralwasser und Mineralwassermischgetränken der Marken Sinalco und MioMio.

Die sonstigen Erlöse bleiben im gesamten Detailplanungszeitraum von 2026 bis 2028 konstant bei 705 TEUR. Die sonstigen Erlöse bestehen im Wesentlichen aus Leergutverkäufe i.H.v. 345 TEUR, aus Erlösen aus Einspeisevergütung i.H.v. 190 TEUR sowie aus Erlösen aus Recycling/Entsorgung i.H.v. 140 TEUR.

Im Zeitraum der Jahre 2026 bis 2028 steigt der Gesamtumsatz ausgehend von einem Ist-Niveau von 23.203 TEUR (2025) kontinuierlich auf 25.174 TEUR (2028) an.

Im Vergleich zum letzten Ist-Jahr, das mit einem Gesamtumsatzwachstum (vor Berücksichtigung von Erlösschmälerungen inkl. Streckenvergütungen) von 12,06 % eine überproportional positive Entwicklung des Gesamtumsatzes aufwies, steigt der Gesamtumsatz im Jahr 2026 um 1,40 % an. Das jährliche Wachstum des Gesamtumsatzes ab dem ersten Planjahr 2026 beträgt zwischen 0,55 % (2027) und 6,40 % (2028).

Die Position **Erlösschmälerungen und Streckenvergütungen** steigt ausgehend von einem Ist-Niveau von 4.322 TEUR (2025) im Detailplanungszeitraum der Jahre 2026 bis 2028 auf 4.990 TEUR (2028) an. Im Jahr 2025 betrugen die Erlösschmälerungen und Streckenvergütungen in % des Gesamtumsatzes rd. 18,63 % und steigen auf 19,43 % (2026), 19,78 % (2027) und 19,82 % (2028) an. Hintergrund ist, dass die Staatl. Mineralbrunnen aufgrund von Konditionserhöhungen im LEH und Getränkefachgroßhandel sowie steigenden Frachtkosten mit steigenden Erlösschmälerungen und Streckenvergütungen im Detailplanungszeitraum der Jahre 2026 bis 2028 rechnet.

Die **Gesamtleistung** steigt von 18.957 TEUR im Jahr 2026 auf 20.184 TEUR im Jahr 2028 an.

Der **Materialaufwand** ist die größte Aufwandsposition der Staatl. Mineralbrunnen und entfällt auf die Herstellung ihrer Produkte. Der Materialaufwand steigt in den Planjahren 2026 bis 2028 ausgehend von 6.083 TEUR (2026) auf 6.638 TEUR (2028) kontinuierlich an. Der Anteil des Materialaufwands an der Gesamtleistung beträgt zwischen 32,09 % (2026) und 33,29 % (2027). Die Materialaufwandsquote ist vergleichbar mit der Bandbreite der Ist-Jahre 2021 bis 2025, in dem sie sich zwischen 33,38 % (2021) und 37,65 % (2024) bewegte.

Das **betriebliche Rohergebnis** beträgt im Zeitraum von 2026 bis 2028 zwischen 12.660 TEUR (2027) und 13.546 TEUR (2028). Die Roh-Marge, welche den Anteil des Rohergebnisses an der Gesamtleistung beschreibt, bewegt sich in einer Bandbreite von 66,71 % (2027) und 67,91 % (2026). Die geplante Roh-Marge liegt etwas über dem Niveau des letzten Ist-Jahres 2025, in welchem die Roh-Marge aufgrund der rückläufigen Materialaufwandsquote auf 67,21 % (2025) stieg.

Der **Personalaufwand** ist nach dem Materialaufwand die zweitgrößte Aufwandsposition. Dabei steigt der Personalaufwand in den Jahren 2026 bis 2028 aufgrund von kommenden Lohn- und Gehaltserhöhungen kontinuierlich an. Der absolute Betrag erhöht sich von 5.435 TEUR (2026) auf 5.617 TEUR (2028). Die Personalaufwandsquote in % der Gesamtleistung beträgt dabei zwischen 27,83 % (2028) und 28,91 % (2027). Die Personalaufwandsquote liegt somit leicht unterhalb der Bandbreite in den Ist-Jahren 2021 bis 2025, in dem sie sich zwischen 29,69 % (2023) und 32,96 % (2021) bewegte.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen (sbA)** beinhalten u.a. Kosten für Absatzförderung, Transport sowie Instandhaltung. Ausgehend von einem Niveau von 3.912 TEUR (2025) erhöhen sich die sbA in den Jahren 2026 bis 2028 von 4.470 TEUR (2026) auf 4.685 TEUR (2028). Die Quote sbA in % der Gesamtleistung befindet sich im Zeitraum der Jahre 2026 bis 2028 zwischen 23,58 % (2026) und 23,04 % (2027). Dies liegt im oberen Bereich der Bandbreite der Ist-Jahre 2021 bis 2025, in welchen die sbA zwischen 16,91 % (2022) und 25,15 % (2023) der Gesamtleistung betrugen. Insgesamt ist die Relation der sbA in % Gesamtleistung des Detailplanungszeitraums mit der Vergangenheit der Staatl. Mineralbrunnen vergleichbar.

Das **EBITDA** der Staatl. Mineralbrunnen steigt von 2026 bis 2028 von 2.969 TEUR (2026) auf 3.244 TEUR (2028) an. Insgesamt liegt der Anteil des EBITDA an der Gesamtleistung zwischen 14,76 % (2027) und 16,07 % (2028). Damit bewegt sich die EBITDA-Marge in % der Gesamtleistung innerhalb der Bandbreite der Ist-Jahre 2021 bis 2025, in welchen EBITDA-Margen in % der Gesamtleistung zwischen 15,38 % (2023) und 23,37 % (2021) erzielt wurden.

Die **Abschreibungen** bewegen sich im Zeitraum von 2026 bis 2028 zwischen 2.528 TEUR (2026) und 2.622 TEUR (2027). Der Anteil der Abschreibungen in % des Anlagevermögens des Vorjahrs bewegt sich zwischen 24,50 % (2026) und 26,34 % (2027) und weist somit ein mit der analysierten Vergangen-

heit vergleichbares Niveau auf. In den Jahren 2021 bis 2025 lagen die Abschreibungen in % des Anlagevermögens des Vorjahrs bei der Staatl. Mineralbrunnen zwischen 17,39 % (2021) und 26,01 % (2023).

Das **EBIT** der Staatl. Mineralbrunnen liegt im Zeitraum 2026 bis 2028 zwischen 180 TEUR (2027) und 668 TEUR (2028). Insgesamt liegt der Anteil des EBIT an der Gesamtleistung zwischen 0,95 % (2027) und 3,31 % (2028). Im Vergleich zur EBIT-Marge in % der Gesamtleistung in den Ist-Jahren 2021 bis 2025, welche zwischen -1,82 % (2023) und 5,61 % (2021) lag, ist die Schwankung der EBIT-Marge im Detailplanungszeitraum der Jahre 2026 bis 2028 geringer.

Die geplanten EBIT-Margen in % der Gesamtleistung der Staatl. Mineralbrunnen im Zeitraum 2026 bis 2028 liegen auch innerhalb der in der Vergangenheit beobachteten Bandbreiten der EBIT-Margen in % der Vergangenheit, der in Abschnitt F. II. 1b) dargestellten Wettbewerber.

Der **Zinsaufwand**, der in den Ist-Jahren 2021 bis 2025 nur einen unwesentlichen Anteil an den Gesamtkosten der Staatl. Mineralbrunnen umfasste, sinkt in den Jahren 2026 bis 2028 von 9 TEUR (2026) auf 7 TEUR (2028). Dies entspricht dem Niveau des Ist-Jahres 2025, in welchem die Zinsen und ähnlichen Aufwendungen 7 TEUR betrugen.

Der **Zinsertrag** schwankt im Detailplanungszeitraum der Jahre 2026 bis 2028 zwischen 61 TEUR (2027) und 32 TEUR (2026). Der Zinsertrag berücksichtigt die Verzinsung der Liquidität in der Position Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten. Als Basis für die Ermittlung des Zinsertrags haben wir jeweils den Wert zum Jahresanfang (01.01.) angesetzt. Die angesetzten Zinssätze haben wir in nachstehender Tabelle dargestellt.

Zinsertrag	01.01.2026	01.01.2027	01.01.2028
Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten	2.300	3.378	2.566
Zinssatz	1,40%	1,80%	1,80%
Zinsertrag	32	61	46

Tabelle 22: Geplanter Zinsertrag der Staatl. Mineralbrunnen in den Jahren 2026 bis 2028.

Das **EBT** der Staatl. Mineralbrunnen beträgt im Zeitraum von 2026 bis 2028 zwischen 233 TEUR (2027) und 707 TEUR (2028). Insgesamt beträgt das EBT in Relation zur Gesamtleistung zwischen 1,23 % (2027) und 3,50 % (2028). Im Vergleich zur EBT-Marge in den Ist-Jahren 2021 bis 2025, welche zwischen -2,73 % (2023) und 3,94 % (2025) betrug, ist die Schwankung der EBT-Marge im Detailplanungszeitraum geringer.

Der **Steueraufwand** ergibt sich zum einen aus der Gewerbesteuer i.H.v. 12,25 %, die sich aus einem Hebesatz von 350 % für die Gemeinde Oberleichtersbach berechnet und zum anderen aus dem Körperschaftsteuersatz der in den Jahren 2026 und 2027 inkl. SolZ 15,825 % beträgt. Hieraus ergibt sich insgesamt ein Steueraufwand von 28,075 %. Das am 19.07.2025 in Kraft getretene Gesetz für ein steuerliches Investitionssofortprogramm sieht u.a. eine schrittweise Absenkung der Körperschaftsteuer um

jährlich einen Prozentpunkt im Zeitraum von 2028 bis 2032 vor. Ab dem 01.01.2028 wird der Körperschaftsteuersatz damit erstmals um einen Prozentpunkt gesenkt und in den Folgejahren bis 2032 jeweils um einen weiteren Prozentpunkt reduziert. Im letzten Jahr der Detailplanung (2028) beträgt der Körperschaftssteuersatz inkl. SolZ somit 14,770 % und der Unternehmenssteuersatz beträgt folglich 27,020 %. Von 2026 bis 2028 schwankt der Steueraufwand zwischen 65 TEUR (2027) und 191 TEUR (2028).

Da in der Detailplanungsphase annahmegemäß keine sonstigen Steuern anfallen, da die Grundsteuer und Kfz-Steuer in der Planung bei den sonstigen Aufwendungen (Verwaltungskosten und Transportkosten) enthalten sind, entspricht für Planungszwecke das **Ergebnis nach Steuern** dem Jahresergebnis.

Das **Jahresergebnis** der Staatl. Mineralbrunnen beträgt von 2026 bis 2028 zwischen 167 TEUR (2027) und 516 TEUR (2028). Dabei beträgt der Anteil des Jahresergebnisses an der Gesamtleistung zwischen 0,88 % (2027) und 2,56 % (2028). Am Ende der Detailplanungsphase im Jahr 2028 liegt die Nettorendite zwischen der Nettorendite im Jahr 2024 i.H.v. 2,07 % und der Nettorendite im Jahr 2025 i.H.v. 3,13 %.

Hintergrund für die Schwankung des Ergebnisses im Detailplanungszeitraum der Jahre 2026 bis 2028 sind, neben steigenden sonstigen betriebliche Aufwendungen, Erträge aus Einmaleffekte wie in den letzten Ist-Jahren, die sich in den sonstigen betrieblichen Erträge widerspiegeln. Auch im Jahr 2027 kann kein nennenswertes Umsatzwachstum erzielt werden. Weiter ergibt sich eine deutliche Verschlechterung des Jahresergebnisses im Jahr 2027 durch gestiegenen Kostenquoten. Insbesondere steigt der Materialaufwand in % der Gesamtleistung an, da die Gesellschaft mit durchschnittlichen Preiserhöhungen bei den Materialeinzelkosten und Materialgemeinkosten i.H.v. 2,8 % rechnet. Der Personalaufwand in % der Gesamtleistung steigt aufgrund von Lohn- und Gehaltserhöhungen i.H.v. 3,0 % an. Bei Mindestlöhnen rechnet die Gesellschaft mit Erhöhungen i.H.v. 5,0 %. Die Abschreibungen in % des Anlagevermögens vom Vorjahr steigen aufgrund der im Geschäftsjahr 2026 und 2027 geplanten Investitionen an. Geplant ist die Beschaffung von Maschinen und Anlagen sowie von neuem Leergut.

Im Jahr 2028 verbessert sich die Ertragssituation wieder. Hintergrund ist ein deutliches Wachstum der Umsätze für eigene AfG um 7,33 % von 20.723 TEUR (2027) auf 22.242 TEUR (2028) aufgrund von geplanten Preiserhöhungen. Da die Kostenquoten hierdurch rückläufig sind, erreicht die Ertragsstruktur wieder annähernd die Relationen des letzten Ist-Jahres 2025.

bb) Preis-Mengen-Gerüst

Nachstehende Ausführungen analysieren das geplante Preis-Mengen-Gerüst der jeweils fünf in den Geschäftsjahren 2026, 2027 und 2028 umsatzstärksten Artikel. Die folgenden Ausführungen beziehen sich auf die Bruttoumsätze, also die Umsätze vor Abzug von Erlösschmälerungen und Streckenvergütungen.

Preis-Mengen-Gerüst der fünf umsatzstärksten Artikel 2026					
Artikel-Nr.	Artikel	Anzahl Füllungen	Preiserhöhung in EUR/Füllung	Durchschnittserlös in EUR/Füllung	Brutto-Umsatz in TEUR
1238	Miwa medium 1,0 PET	6.025.000		0,35	2.095
1301	Miwa medium Indiv. 0,75l	4.799.000		0,30	1.423
1244	Miwa medium 0,5 PET	4.830.000		0,25	1.222
1248	Miwa spritz. 1,0 PET	3.045.000		0,35	1.071
1302	Miwa naturell Indiv. 0,75l	3.520.000		0,30	1.048
Gesamt		22.219.000			6.859

Tabelle 23: Geplantes Preis-Mengen-Gerüst der fünf umsatzstärksten Artikel im GJ 2026.

Die Staatl. Mineralbrunnen plant den Artikel Miwa medium 1,0 PET im Geschäftsjahr 2026 als umsatzstärksten Artikel. Die Staatl. Mineralbrunnen plant 6.025.000 Füllungen des Miwa medium 1,0 PET zu einem Durchschnittserlös von je 0,35 EUR/Füllung abzusetzen. Der Artikel Miwa medium 1,0 PET erzielt somit einen Plan-Brutto-Umsatz von rd. 2.095 TEUR im Jahr 2026 (= 6.025.000 Füllungen x 0,35 EUR/Füllung).

Mit den fünf umsatzstärksten Artikeln plant die Staatl. Mineralbrunnen im Jahr 2026 einen Plan-Brutto-Umsatz von rd. 6.859 TEUR zu erzielen. Der Plan-Brutto-Umsatz von 6.859 TEUR entspricht 29,15 % des im Jahr 2026 gesamt geplanten Jahresumsatzes (= 6.859 TEUR / 23.529 TEUR Gesamtumsatz Planjahr 2026).

Preiserhöhungen sind im Jahr 2026 nicht geplant.

Preis-Mengen-Gerüst der fünf umsatzstärksten Artikel 2027					
Artikel-Nr.	Artikel	Anzahl Füllungen	Preiserhöhung in EUR/Füllung	Durchschnittserlös in EUR/Füllung	Brutto-Umsatz in TEUR
1238	Miwa medium 1,0 PET	6.001.000		0,35	2.086
1301	Miwa medium Indiv. 0,75l	5.666.000		0,30	1.680
1244	Miwa medium 0,5 PET	4.650.000		0,25	1.176
1302	Miwa naturell Indiv. 0,75l	3.842.000		0,30	1.144
1248	Miwa spritz. 1,0 PET	3.044.000		0,35	1.071
Gesamt		23.203.000			7.157

Tabelle 24: Geplantes Preis-Mengen-Gerüst der fünf umsatzstärksten Artikel im GJ 2027.

Die Staatl. Mineralbrunnen plant den Artikel Miwa medium 1,0 PET im Geschäftsjahr 2027 als umsatzstärksten Artikel. Die Staatl. Mineralbrunnen plant 6.001.000 Füllungen des Miwa medium 1,0 PET zu einem Durchschnittserlös von je 0,35 EUR/Füllung abzusetzen. Der Artikel Miwa medium 1,0 PET erzielt somit einen Plan-Brutto-Umsatz von rd. 2.086 TEUR im Jahr 2027 (= 6.001.000 Füllungen x 0,35 EUR/Füllung).

Mit den fünf umsatzstärksten Artikeln plant die Staatl. Mineralbrunnen im Jahr 2027 einen Plan-Brutto-Umsatz von rd. 7.157 TEUR zu erzielen. Der Plan-Brutto-Umsatz von rd. 7.157 TEUR entspricht 30,25 % des im Jahr 2027 gesamt geplanten Jahresumsatzes (= 7.157 TEUR / 23.659 TEUR Gesamtumsatz Planjahr 2027).

Preiserhöhungen sind im Jahr 2027 nicht geplant.

Preis-Mengen-Gerüst der fünf umsatzstärksten Artikel 2028					
Artikel-Nr.	Artikel	Anzahl Füllungen	Preiserhöhung in EUR/Füllung	Durchschnittserlös in EUR/Füllung	Brutto-Umsatz in TEUR
1301	Miwa medium Indiv. 0,75l	8.800.000	0,017	0,31	2.761
1238	Miwa medium 1,0 PET	6.190.000	0,017	0,36	2.259
1302	Miwa naturell Indiv. 0,75l	5.900.000	0,017	0,31	1.858
1300	Miwa spritzig Indiv. 0,75l	5.300.000	0,017	0,32	1.674
1244	Miwa medium 0,5 PET	4.900.000	0,017	0,27	1.323
Gesamt		31.090.000			9.875

Tabelle 25: Geplantes Preis-Mengen-Gerüst der fünf umsatzstärksten Artikel im GJ 2028.

Die Staatl. Mineralbrunnen plant den Artikel Miwa medium Indiv. 0,75l im Geschäftsjahr 2028 als umsatzstärksten Artikel. Weiter plant die Staatl. Mineralbrunnen im Geschäftsjahr 2028 Preiserhöhungen von bis zu 0,017 EUR/Füllung durchzusetzen.

Die Staatl. Mineralbrunnen plant 8.800.000 Füllungen des Miwa medium Indiv. 0,75l zu einem Durchschnittserlös von je 0,31 EUR/Füllung (Vorjahr 0,30 EUR/Füllung; Preiserhöhung von 0,017 EUR) abzusetzen. Der Artikel Miwa medium Indiv. 0,75l erzielt somit einen Plan-Brutto-Umsatz von 2.761 TEUR im Jahr 2028 (= 8.800.000 Füllungen x 0,31 EUR/Füllung).

Mit den fünf umsatzstärksten Artikeln plant die Staatl. Mineralbrunnen im Jahr 2028 einen Plan-Brutto-Umsatz von rd. 9.875 TEUR zu erzielen. Der Plan-Brutto-Umsatz von rd. 9.875 TEUR entspricht 39,22 % des im Jahr 2028 gesamt geplanten Jahresumsatzes (= 9.875 TEUR / 25.174 TEUR Gesamtumsatz Planjahr 2028).

cc) Konvergenzphase 2029 bis 2031

Da zum Ende des Detailplanungszeitraums nach dem Jahr 2028 der eingeschwungene Gleichgewichtszustand des Bewertungsobjekts noch nicht erreicht ist, haben wir den Planungszeitraum durch Einschub einer Konvergenzphase verlängert. Hierbei wurden die entsprechenden Erträge und Aufwendungen jahrweise unter Berücksichtigung der Veränderungen in der Detailplanungsphase fortgeschrieben.⁸³

Die Ergebnisplanung in der Konvergenzphase der Staatl. Mineralbrunnen für die Jahre 2029 bis 2031 ergibt sich wie folgt:

Staatl. Mineralbrunnen AG Bad Brückenau [TEUR]	Konvergenzphase		
	2029 Plan	2030 Plan	2031 Plan
Gesamtumsatz	25.929	26.448	26.712
Erlösschmälerungen und Streckenvergütungen	-5.140	-5.242	-5.295
Gesamtleistung	20.790	21.205	21.417
Materialaufwand	-6.837	-6.974	-7.044
Betriebliches Rohergebnis	13.952	14.231	14.374
Personalaufwand	-5.766	-5.881	-5.940
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-4.826	-4.922	-4.971
EBITDA	3.361	3.428	3.462
Abschreibungen	-2.653	-2.706	-2.733
EBIT	708	722	729
Zinsaufwand	-7	-6	-6
Zinsertrag	23	30	37
EBT	724	745	759
Steueraufwand	-188	-186	-181
Ergebnis nach Steuern	536	560	578
Sonstige Steuern	0	0	0
Jahresergebnis	536	560	578

Tabelle 26: GuV-Planung - Konvergenzphase 2029 bis 2031.

⁸³ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Rn. 59 ff.

Kennzahlen	Konvergenzphase		
	2029	2030	2031
[%]	Plan	Plan	Plan
Wachstum des Gesamtumsatzes y-o-y	3,00%	2,00%	1,00%
Materialaufwand in % der Gesamtleistung	32,89%	32,89%	32,89%
Wachstum Materialaufwand y-o-y	3,00%	2,00%	1,00%
Roh-Marge (Rohergebnis in % der Gesamtleistung)	67,11%	67,11%	67,11%
Personalaufwand in % der Gesamtleistung	27,73%	27,73%	27,74%
sbA in % der Gesamtleistung	23,21%	23,21%	23,21%
EBITDA in % der Gesamtleistung	16,17%	16,17%	16,17%
Abschreibungen in % des Anlagevermögens des Vorjahrs	21,84%	22,28%	22,50%
EBIT in % der Gesamtleistung	3,41%	3,40%	3,40%
EBT in % der Gesamtleistung	3,48%	3,51%	3,55%
Wachstum EBT y-o-y	2,41%	2,91%	1,89%
Steuerquote in % vom EBT	25,97%	24,91%	23,86%
Jahresüberschuss in % der Gesamtleistung	2,58%	2,64%	2,70%
Wachstum Jahresüberschuss y-o-y	3,89%	4,38%	3,32%

Tabelle 27: GuV-Kennzahlen - Konvergenzphase 2029 bis 2031.

Der **Gesamtumsatz** beträgt in der Konvergenzphase zwischen 25.929 TEUR (2029) und 26.712 TEUR (2031). Das Umsatzwachstum verringert sich annahmegemäß von 3,00 % (2029) auf 1,00 % (2031). Bei der Annahme des Umsatzwachstums haben wir die in der Konvergenzphase erwartete Markt- und Inflationsentwicklung berücksichtigt.

Der **Materialaufwand** wird 2029 bis 2031 mit der Materialaufwandsquote des letzten Detailplanungsjahres 2028 von 32,89 % fortgeschrieben und wächst somit proportional zum Gesamtumsatz. In der Folge steigt der Materialaufwand von 6.837 TEUR (2029) auf 7.044 TEUR im Jahr 2031.

Das **Rohergebnis** steigt im Zeitraum von 2029 bis 2031 von 13.952 TEUR (2029) auf 14.374 TEUR (2031) an. Die Roh-Marge liegt dabei im Zeitraum von 2028 bis 2031 konstant bei 67,11 %.

Der **Personalaufwand** berücksichtigt in der Konvergenzphase 2029 bis 2031 die geplante Anschaffung eines Sortierroboters durch geringere Personalkosten i.H.v. 20 TEUR p.a. In der Folge verringert sich die Personalaufwandsquote in % der Gesamtleistung von 27,83 % im letzten Detailplanungsjahr 2028 auf 27,73 % (2029 und 2030) und 27,74 % (2031). Aufgrund der in der Konvergenzphase steigenden Gesamtleistung steigt auch der Personalaufwand von 5.766 TEUR im Jahr 2029 auf 5.940 TEUR (2031) an.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen (sbA)** werden von 2029 bis 2031 mit der Quote des letzten Detailplanungsjahrs 2028 von 23,21 % fortgeschrieben und wachsen somit proportional zur Gesamtleistung. In der Folge steigen die sbA von 4.826 TEUR im Jahr 2029 auf 4.971 TEUR (2031) an. Das **EBITDA** der Staatl. Mineralbrunnen steigt im Zeitraum von 2029 bis 2031 von 3.361 TEUR (2029) auf 3.462 TEUR (2031) an. Insgesamt liegt der Anteil des EBITDA in % der Gesamtleistung in der Konvergenzphase der Jahre 2029 bis 2031 konstant bei 16,17 %.

Die **Abschreibungen** werden in den Jahren 2029 bis 2031 mit der Quote des letzten Detailplanungsjahrs 2028 i.H.v. 12,76 % an der Gesamtleistung fortgeschrieben und wachsen somit proportional zum Gesamtumsatz. In der Folge steigen die Abschreibungen von 2.653 TEUR (2029) auf 2.733 TEUR (2031) an.

Das **EBIT** der Staatl. Mineralbrunnen steigt in den Jahren 2029 bis 2031 von 708 TEUR (2029) auf 729 TEUR (2031) an. Die EBIT-Marge bezogen auf die Gesamtleistung beträgt im Jahr 2029 3,41 % und in den Jahren 2030 und 2031 3,40 % der Gesamtleistung und ist somit vergleichbar mit den bereinigten EBIT-Margen im Zeitraum 2023 bis 2025, welche zwischen -0,32 % (2024) und 7,12 % (2025) schwanken.

Die Position **Zinsaufwand** fällt in der Konvergenzphase 2029 bis 2031 ausschließlich für die Pensionsrückstellungen an. In der Folge sinkt der Zinsaufwand in den Jahren 2029 bis 2031 im Gleichlauf mit dem Rückgang der Pensionsrückstellungen und verringert sich von 7 TEUR (2029) auf 6 TEUR (2031).

Der **Zinsertrag** zeigt die Verzinsung der Liquidität in der Position Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten und steigt von 23 TEUR (2029) auf 37 TEUR (2031). Wir lassen den erwarteten Zinssatz im Vergleich zum letzten Jahr 2028 der Detailplanungsphase i.H.v. 1,80 % aufgrund der aktuellen Inflationsentwicklung und den Entwicklungen an den Kapitalmärkten in der Konvergenzphase von 2,50 % im Jahr 2029 auf 3,50 % im Jahr 2031 ansteigen, da die erzielbare Verzinsung im Vergleich zur Detailplanungsphase voraussichtlich langfristig ansteigen wird. Als Basis für die Ermittlung des Zinsertrags haben wir jeweils den Wert zum Jahresanfang (01.01.) angesetzt.

Die angesetzten Zinssätze haben wir in nachstehender Tabelle dargestellt.

Zinsertrag	2029	2030	2031
Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten zum 01.01.	916	997	1.047
Zinssatz	2,50%	3,00%	3,50%
Zinsertrag	23	30	37

Tabelle 28: Geplanter Zinsertrag der Staatl. Mineralbrunnen in den Jahren 2029 bis 2031.

Der **Steueraufwand** ergibt sich in der Konvergenzphase wie in der Detailplanungsphase zum einen aus der Gewerbesteuer i.H.v. 12,25 %, die sich aus einem Hebesatz von 350 % für die Gemeinde Ober-

leichtersbach berechnet und zum anderen aus dem im jeweiligen Jahr geltenden Körperschaftsteuersatz. Das am 19.07.2025 in Kraft getretene Gesetz für ein steuerliches Investitionssofortprogramm sieht u.a. eine schrittweise Absenkung der Körperschaftsteuer um jährlich einen Prozentpunkt im Zeitraum von 2028 bis 2032 vor. In der Folge sinkt die Steuerquote in der Konvergenzphase von 25,965 % (2029) auf 23,855 % (2031). Der Steueraufwand sinkt daher trotz des ansteigenden EBT von 188 TEUR (2029) auf 181 TEUR (2031).

Da in der Konvergenzphase wie in der Detailplanungsphase annahmegemäß keine sonstigen Steuern anfallen, da die Grundsteuer und Kfz-Steuer in der Planung bei den sonstigen Aufwendungen (Verwaltungskosten und Transportkosten) enthalten sind, entspricht für Planungszwecke das **Ergebnis nach Steuern** dem Jahresergebnis.

Das **Jahresergebnis** der Staatl. Mineralbrunnen steigt von 536 TEUR im Jahr 2029 auf 578 TEUR (2031). Das Jahresergebnis in % der Gesamtleistung steigt dabei von 2,58 % (2029) auf 2,70 % (2031) an. Hintergrund ist der rückläufige Steueraufwand aufgrund des Investitionssofortprogramms.

dd) Ewige Rente 2032 ff.

Die Überleitung auf das nachhaltige Ergebnis der Staatl. Mineralbrunnen erfolgt für die Bestandteile des EBITDA der Jahre 2032 ff. unter Annahme einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,00 %.

Die nachhaltige EBIT-Marge in % der Gesamtleistung beträgt 3,87 % und bewegt sich auf einem vergleichbaren Niveau wie die bereinigte EBIT-Marge in den Jahren 2023 bis 2025, welche zwischen -0,3 % (2024) und 7,1 % (2025) schwankt.

Die Abschreibungen in der Phase der ewigen Rente 2032 ff. haben wir um die Abschreibungen für Gebäude i.H.v. 100 TEUR bereinigt, da die tatsächliche Nutzungsdauer der Gebäude länger als die AfA-Dauer ist. Die Abschreibungen für Gebäude, welche zudem nicht laufend wiederbeschafft werden müssen, dürfen daher nicht „auf unendliche Dauer“ das Ergebnis der Staatl. Mineralbrunnen belasten. In der Folge sinken die Abschreibungen im ersten Jahr 2032 des unendlichen Zeitraumes der ewigen Rente um 2,66 % von 2.733 TEUR (2031) auf 2.661 TEUR (2032 ff.).

Das nachhaltige EBT der Staatl. Mineralbrunnen steigt im Wesentlichen aufgrund der Anpassung der Abschreibungen um 14,2 % von 759 TEUR (2031) auf 867 TEUR (2032 ff.) an.

Das am 19.07.2025 in Kraft getretene Gesetz für ein steuerliches Investitionssofortprogramm sieht u.a. eine schrittweise Absenkung der Körperschaftsteuer um jährlich einen Prozentpunkt im Zeitraum von 2028 bis 2032 vor. In der Folge sinkt die Steuerquote von 23,855 % (2031) auf 22,800 % (2032 ff.). Der Steueraufwand steigt jedoch aufgrund des im ersten Jahr 2032 des unendlichen Zeitraums der ewigen Rente im Vergleich zum Vorjahr 2031 angestiegenen EBT von 181 TEUR (2031) auf 198 TEUR

(2032 ff.). Das nachhaltige Ergebnis der Staatl. Mineralbrunnen für die Jahre 2032 ff. ergibt sich danach wie folgt:

Staatl. Mineralbrunnen AG Bad Brückenau [TEUR]	ewige Rente
	2032 ff. Plan
Gesamtumsatz	26.979
Erlösschmälerungen und Streckenvergütungen	-5.348
Gesamtleistung	21.632
Materialaufwand	-7.114
Betriebliches Rohergebnis	14.517
Personalaufwand	-6.000
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-5.021
EBITDA	3.497
Abschreibungen	-2.661
EBIT	836
Zinsaufwand	-6
Zinsertrag	37
EBT	867
Steueraufwand	-198
Ergebnis nach Steuern	670
Sonstige Steuern	0
Jahresergebnis	670

Tabelle 29: GuV-Planung - ewige Rente 2032 ff.

Die nachhaltige EBIT-Marge in % der Gesamtleistung der Staatl. Mineralbrunnen in der ewigen Rente 2032 ff. beträgt 3,87 %.

Branchenvergleich EBIT in % der Gesamtleistung						
Unternehmen	2021 ACT	2022 ACT	2023 ACT	2024 ACT	2025 ACT	Durchschnitt
Staatl. Mineralbrunnen (2032 ff.)						3,87%
Staatl. Mineralbrunnen (Ist 2021 bis 2024)	5,61%	1,69%	-1,82%	1,04%	3,63 %	2,03%
Adelholzener	5,74%	6,61%	7,77%	2,60%	n/a	5,68%
Franken Brunnen	3,69%	3,59%	3,93%	4,63%	n/a	3,96%
Hassia Gruppe	1,44%	-0,01%	1,23%	2,39%	n/a	1,26%
Überkingen-Teinach	8,37%	6,21%	4,98%	6,09%	n/a	6,41%
Minimum repr. Wettbewerber						1,26%
Mittelwert (arithm.) repr. Wettbewerber						4,33%
Median repr. Wettbewerber						4,82%
Maximum repr. Wettbewerber						6,41%

Tabelle 30: Branchenvergleich - EBIT in % der Gesamtleistung (2021 bis 2025).

Tabelle 30 zeigt die EBIT-Marge in % der Gesamtleistung der repräsentativen Wettbewerber im Zeitraum der Jahre 2021 bis 2024. Die durchschnittliche EBIT-Marge in % der Gesamtleistung des Vier-Jahreszeitraumes liegt zwischen 1,26 % (Hassia Gruppe) und 6,41 % (Überkingen-Teinach). Das arithmetische Mittel der durchschnittlichen EBIT-Margen in % der Gesamtleistung im Vier-Jahreszeitraum 2021 bis 2025 beträgt 4,33 % und der Median 4,82 %. Die geplante nachhaltige EBIT-Marge in % der Gesamtleistung der Staatl. Mineralbrunnen in der ewigen Rente 2032 ff. i.H.v. 3,87 % liegt somit innerhalb der Bandbreiten der repräsentativen ausgewählten Wettbewerber und leicht unterhalb des Medians und des arithmetischen Mittels der EBIT-Margen der ausgewählten repräsentativen Wettbewerber sowie leicht oberhalb der EBIT-Marge der Staatl. Mineralbrunnen im Jahr 2025 i.H.v. 3,63 %.

Das nachhaltig erzielbare Jahresergebnis der Staatl. Mineralbrunnen liegt mit 670 TEUR in der ewigen Rente 2032 ff. 74 TEUR über dem im letzten Ist-Jahr 2025 erzielten Jahresergebnis von 596 TEUR. Der Jahresüberschuss in % der Gesamtleistung von 3,10 % (2032 ff.) entspricht im Wesentlichen dem Jahresüberschuss in % der Gesamtleistung von 3,13 % im letzten Ist-Jahr 2025.

Zusätzlich zu den vorstehend dargestellten, bereits das EBIT der Staatl. Mineralbrunnen in der ewigen Rente beeinflussenden Effekte, wirken sich folgende Sachverhalte auf den erzielten Jahresüberschuss der Staatl. Mineralbrunnen in den Jahren 2032 ff. aus.

Das am 19.07.2025 in Kraft getretene Gesetz für ein steuerliches Investitionssofortprogramm sieht u.a. eine schrittweise Absenkung der Körperschaftsteuer um jährlich einen Prozentpunkt im Zeitraum von 2028 bis 2032 vor. In der Folge verringert sich der Körperschaftsteuersatz von 11 % im Jahr 2031 auf 10 % ab dem Jahr 2032. Entsprechend befindet sich der Steueraufwand und damit der Jahresüberschuss erst ab dem 01.01.2032 in dem für den Ansatz der ewigen Rente notwendigen eingeschwungenen Zustand.

Darüber hinaus weist die Staatl. Mineralbrunnen im Jahr 2025 mit 16,58 % eine im Vergleich zu den Jahren 2020 bis 2022 geringe Steuerquote auf. In den Jahren 2020 bis 2022 lag die Steuerquote zwischen 25,59 % (2020) und 30,52 % (2022). In der ewigen Rente haben wir unter Beachtung des Gesetzes für ein steuerliches Investitionssofortprogramm zur Stärkung des Wirtschaftsstandorts Deutschland⁸⁴ eine nachhaltige Steuerquote von 22,80 % angesetzt.

Im Ergebnis beläuft sich das Jahresergebnis der Staatl. Mineralbrunnen in der ewigen Rente 2032 ff. auf 670 TEUR. Dieser Betrag wächst in der unendlichen Phase der ewigen Rente aufgrund des unterstellten Wachstumsabschlags jedes Jahr um 1,00 %.

Insgesamt handelt es sich bei der in den vorstehenden Abschnitten beschriebenen bewertungsrelevanten Planungsrechnung der Staatl. Mineralbrunnen um eine Unternehmensplanung, die eine sachge-

⁸⁴ Vgl. BGBl. I 2025, Nr. 161 vom 18.07.2025.

rechte Ausgangsbasis für die Prognose der finanziellen Überschüsse der Staatl. Mineralbrunnen darstellt. Die relevanten und wesentlichen künftigen Entwicklungen sind von der Staatl. Mineralbrunnen mit ihren Chancen und Risiken adäquat in der Planung berücksichtigt.

Die GuV-Planung für die Staatl. Mineralbrunnen ist in Anlage 1 abgebildet.

e) Bilanzplanung

aa) Aktiva

Wir haben für die Jahre 2026 bis 2028 eine Planung einzelner Bilanzpositionen erhalten und haben die einzelnen Teilpläne (insbesondere die Planung des Sachanlagevermögens) in eine integrierte Bilanzplanung überführt. Die Planjahre 2026 bis 2028 bauen auf den Ist-Zahlen des letzten abgelaufenen Geschäftsjahrs 2025 auf.

Entsprechend der Planung der GuV wurde bei der Planung der Vermögenslage in der Phase der ewigen Rente ein Wachstumsabschlag i.H.v. 1,00 % für ausgewählte Posten unterstellt. Der Entwicklung der einzelnen Posten der Planbilanzen für die Jahre 2026 bis 2032 ff. liegen die folgenden Planannahmen zugrunde.

Das **Anlagevermögen** setzt sich wie in den Ist-Jahren 2021 bis 2025 aus immateriellen Vermögenswerten, Sachanlagen und Finanzanlagen zusammen.

Wir haben die **immateriellen Vermögenswerte** und die **Finanzanlagen** auf Grundlage des Werts zum 31.12.2025 im Planungszeitraum als konstant angenommen. Weiterhin wurden die Sachanlagen auf Grundlage des Werts zum 31.12.2025 und der Investitions- und Abschreibungsplanung der Staatl. Mineralbrunnen fortentwickelt.

Die **immateriellen Vermögenswerte** ergeben sich aus entgeltlich erworbenen Konzessionen, gewerblichen Schutzrechten, ähnliche Rechte und Werte sowie Lizenzen an solchen Rechten und Werten sowie den geleisteten Anzahlungen. Die Position immaterielle Vermögenswerte hatte in der Vergangenheit keine wesentliche Bedeutung. Daher wird die Position immaterielle Vermögenswerte auf Grundlage des Werts zum 31.12.2025 im Planungszeitraum der Jahre 2026 bis 2032 ff. als konstant angenommen.

Das **Sachanlagevermögen** (im Folgenden „SAV“) besteht aus den Positionen Grundstücke und Gebäude, technische Anlagen und Maschinen, andere Anlagen, BGA und geleistete Anzahlungen und Anlagen im Bau. Die Sachanlagen machten in der Vergangenheit den überwiegenden Anteil am gesamten Anlagevermögen aus. Am 31.12.2025 lagen die Sachanlagen bei 10.320 TEUR und steigen von 9.956 TEUR (2026) auf 12.257 TEUR (2032 ff.) an.

Im Jahr 2026 umfassen die drei größten Investitionen in die Sachanlagen eine Schnuretikettierung PET (Logopack und Bornbinder) i.H.v. 230 TEUR, zwei neue Velcorinanlagen i.H.v. 230 TEUR und

50.000 Kästen aus Vermahlung und Produktion i.H.v. 210 TEUR. Damit umfasst die Investitionssumme der vorstehend genannten drei Positionen i.H.v. 670 TEUR rd. die Hälfte der gesamten Investitionssumme des Jahres 2026 von 1.442 TEUR in das SAV (ohne Investitionen in geringwertige Wirtschaftsgüter).

Im Jahr 2027 umfassen die drei größten Investitionen in die Sachanlagen eine Kastensortierung PET i.H.v. 300 TEUR, einen Kastentransport PET Keller i.H.v. 300 TEUR sowie eine Kastensortierung Glas i.H.v. 250 TEUR. Damit umfasst die Investitionssumme der vorstehend genannten drei Positionen i.H.v. 850 TEUR rd. ein Drittel der gesamten Investitionssumme des Jahres 2027 von 2.314 TEUR in das SAV (ohne Investitionen in geringwertige Wirtschaftsgüter).

Im Jahr 2028 umfassen die drei größten Investitionen in die Sachanlagen eine Sleevematic i.H.v. 1.200 TEUR, eine Sortieranlage PET i.H.v. 950 TEUR sowie 1.000.000 Stück Neuglasflaschen i.H.v. 350 TEUR. Damit umfasst die Investitionssumme der vorstehend genannten drei Positionen i.H.v. 2.500 TEUR rd. zwei Drittel der gesamten Investitionssumme des Jahres 2028 von 3.703 TEUR in das SAV (ohne Investitionen in geringwertige Wirtschaftsgüter).

Insgesamt handelt es sich bei den Investitionen im Wesentlichen um Ersatzinvestitionen. Bei der Sortieranlage PET handelt es sich um einen Sortierroboter, der in Zukunft dann geringfügig Personal ersetzen wird. Dies haben wir bei der Planung des Personalaufwands in der Konvergenzphase und somit auch in der ewigen Rente berücksichtigt.

In der Konvergenzphase entsprechen die Investitionen in das Anlagevermögen annahmegemäß den Abschreibungen.

In der ewigen Rente wachsen die Sachanlagen mit Ausnahme der Grundstücke (Buchwert zum 31.12.2025: 1.184 TEUR) um 1,00 % p.a., da keine Investitionen in die bestehenden Grundstücke erwartet werden.

Die **Finanzanlagen** bestehen aus den Positionen Anteile an verbundenen Unternehmen und der sonstigen Ausleihungen.

Die Finanzanlagen betragen zum 31.12.2025 insgesamt 25 TEUR und sind daher nur von geringer Bedeutung für die Vermögenslage der Staatl. Mineralbrunnen. Daher wird die Position Finanzanlagen auf Grundlage des Werts zum 31.12.2025 im Planungszeitraum der Jahre 2026 bis 2032 ff. als konstant angenommen.

Die Position **Vorräte**, bestehend aus Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe sowie Fertige Erzeugnisse und Handelswaren, als auch die Position Forderungen aus LuL werden anhand der Gesamtleistung im Planungszeitraum fortgeschrieben. Die Beträge der vorstehend aufgeführten Positionen werden anhand

des Mittelwerts der Quoten von der Gesamtleistung der letzten zwei vergangenen Ist-Jahre 2024 und 2025 fortgeschrieben.

Die Vorräte betragen 1.149 TEUR zum 31.12.2025 und bestehen aus den Positionen Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe und Fertige Erzeugnisse und Handelswaren. Die Vorräte sinken aufgrund einer etwas geringeren Vorratsquote in Relation zur Gesamtleistung im Jahr 2026 von 1.149 TEUR (2025) auf 1.110 TEUR (2026) und steigen anschließend in den Planjahren 2027 bis 2032 ff. leicht auf 1.267 TEUR (2032 ff.) an. Im Planungszeitraum 2026 bis 2032 ff. werden diese auf Basis des durchschnittlichen Prozentsatzes der Vorräte an der Gesamtleistung der Ist-Jahre 2024 und 2025 i.H.v. 5,86 % berechnet. Die Entwicklung der Vorräte im Planungszeitraum verläuft somit in direkter Abhängigkeit zur geplanten Gesamtleistung. Aufgrund des moderaten Wachstums der Gesamtleistung im Planungszeitraum der Jahre 2026 bis 2032 ff. ist der leichte Anstieg der Vorräte plausibel. In der Phase der ewigen Rente erfolgt ein jährliches Wachstum der Position Vorräte in Höhe des angesetzten Wachstumsabschlags von 1,00 % p.a.

Die **Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände** bestehen aus den Forderungen aus LuL und aus den sonstigen Vermögensgegenständen.

Zum 31.12.2025 liegen bei der Staatl. Mineralbrunnen **Forderungen aus LuL** i.H.v. 1.853 TEUR vor. Im Planungszeitraum der Jahre 2026 bis 2032 ff. werden diese auf Basis des durchschnittlichen Prozentsatzes der Forderungen aus LuL an der Gesamtleistung der Ist-Jahre 2024 und 2025 i.H.v. 9,12 % berechnet. Die Forderung aus LuL betragen in Relation zu der Gesamtleistung somit in allen Planjahren 9,12 %. Die Forderungen aus LuL sinken aufgrund der rückläufigen Gesamtleistung im Jahr 2026 von 1.853 TEUR (2025) auf 1.729 TEUR (2026) und steigen anschließend in den Planjahren 2027 bis 2032 ff. leicht auf 1.973 TEUR (2032 ff.) an. In der Phase der ewigen Rente erfolgt ein jährliches Wachstum in Höhe des angesetzten Wachstumsabschlags von 1,00 % p.a.

Zum 31.12.2025 betragen die **sonstigen Vermögensgegenstände** 1.625 TEUR. Zum 31.12.2025 beinhalteten die sonstigen Vermögensgegenstände die Position Deutsche Leasing, Sale-and-Lease-back i.H.v. 1.219 TEUR. Die Position Deutsche Leasing, Sale-and-Lease-back resultiert aus dem Sachverhalt, dass eine Maschine von den Staatl. Mineralbrunnen zum Buchwert per Sale-and-Lease-back verkauft wird. Die zufließenden liquiden Mittel aus dem Sale-and-Lease-back der Maschine i.H.v. 1.219 TEUR spiegeln sich im Jahr 2026 in der Planung der Kapitalflussrechnung wider. Die sonstigen Vermögensgegenstände werden ab dem Jahr 2026 bis 2031 mit 406 TEUR fortgeschrieben. Für den Planungszeitraum der Jahre 2026 bis 2032 ff. wird unterstellt, dass diese Position unverändert auf dem Niveau von 406 TEUR verbleibt. Hintergrund ist, dass für die sonstigen Vermögensgegenstände im Prognosezeitraum der Jahre 2026 bis 2032 ff. keine wesentlichen Änderungen erwartet werden.

Die Position **Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten** enthält zum 31.12.2025 überschüssige Liquidität i.H.v. 3.600 TEUR, die nicht zur Finanzierung des operativen Geschäfts sowie zur Finanzierung von Investitionen im Detailplanungszeitraum benötigt wird. Da wir diese als Sonderwert gesondert

zum Ertragswert der Staatl. Mineralbrunnen hinzurechnen, haben wir die überschüssige Liquidität in der Startbilanz zum 01.01.2026 bereinigt.

In der Folge beträgt die Liquidität zum 31.12.2025 2.300 TEUR. Ein Teil der vorstehenden Liquidität von 2.300 TEUR wird für Investitionen benötigt. Ab dem Jahr 2026 sinkt der Kassenbestand aufgrund notwendiger Investitionen zunächst von 3.378 TEUR (2026) auf 916 TEUR (2028) und steigt in der Konvergenzphase moderat auf das nachhaltige Niveau von 1.075 TEUR (2032 ff.). In der Phase der ewigen Rente erfolgt ein jährliches Wachstum in Höhe des angesetzten Wachstumsabschlags von 1,00 % p.a.

Das Bewertungsobjekt verfügt zum 31.12.2025 über **aktive Rechnungsabgrenzungsposten** i.H.v. 21 TEUR. Die aktiven Rechnungsabgrenzungsposten werden daher im gesamten Planungszeitraum der Jahre 2026 bis 2032 ff. mit 21 TEUR fortgeschrieben. Hintergrund ist, dass für die aktiven Rechnungsabgrenzungsposten im Prognosezeitraum der Jahre 2026 bis 2032 ff. keine wesentlichen Änderungen erwartet werden.

bb) Passiva

Das **Eigenkapital** setzt sich aus dem Gezeichneten Kapital, der Kapitalrücklage und dem Bilanzgewinn zusammen. Wir haben das Eigenkapital in der Startbilanz zum 01.01.2026 der bewertungsrelevanten Bilanzplanung um überschüssige Liquidität i.H.v. 3.600 TEUR bereinigt, da diese nicht zur Finanzierung des operativen Geschäfts sowie zur Finanzierung von Investitionen im Detailplanungszeitraum benötigt wird. Im Ergebnis beträgt der Buchwert des Eigenkapitals 9.712 TEUR zum 01.01.2026. In den Jahren 2026 und 2027 sinkt das für die operative Geschäftstätigkeit notwendige Eigenkapital von 9.712 TEUR (2025) auf 9.242 TEUR (2027), da die Ausschüttungen in den Jahren 2026 und 2027 das Jahresergebnis übersteigen. Im Folgejahr 2028 steigt das Eigenkapital wieder auf 9.316 TEUR an. In der Konvergenzphase entsprechen annahmegemäß die Ausschüttungen den erzielten Jahresergebnissen, sodass das Eigenkapital konstant bei 9.316 TEUR liegt. Im ersten Jahr der unendlichen Phase der ewigen Rente 2032 ff. beträgt das Eigenkapital 9.390 TEUR und wächst in Höhe der wachstumsbedingten Thesaurierung des jeweiligen Jahres in der unendlichen Phase der ewigen Rente 2032 ff. Im ersten Jahr der unendlichen Phase der ewigen Rente 2032 ff. beträgt die wachstumsbedingte Thesaurierung 74 TEUR.

Die Rückstellungen enthalten Pensionsrückstellungen, Steuerrückstellungen sowie sonstige Rückstellungen. Im Planungszeitraum der Jahre 2026 bis 2032 ff. umfasst die Position Rückstellungen, wie in den Ist-Jahren 2024 und 2025, im Wesentlichen die sonstigen Rückstellungen.

Annahmegemäß gehen die **Pensionsrückstellungen** in der Detailplanungsphase der Jahre 2026 bis 2028 ausgehend von einem Wert von 521 TEUR jährlich um 30 TEUR auf 431 TEUR (2028) zurück. Die Entwicklung der Pensionsrückstellungen in der Konvergenzphase 2029 bis 2031 wird auf Basis des durchschnittlichen Rückgangs der Ist-Jahre 2022 bis 2025 ermittelt. Die Bildung und Auflösung von Pensionsrückstellungen erfolgt gemeinhin über langfristige Zeiträume. In der Folge wurde ein Zeitraum

von fünf Jahren zur Mittelwertbildung herangezogen. Aufgrund der daraus abgeleiteten (negativen) durchschnittlichen Wachstumsrate i.H.v. 4,71 % gehen die Pensionsrückstellungen in jedem Jahr der Konvergenzphase 2029 bis 2031 von 411 TEUR (2029) auf 373 TEUR (2031) zurück. Ab dem Jahr 2032 ff. wachsen die Pensionsrückstellung jährlich um die Höhe des Wachstumsfaktors von 1,00 %.

Die **Steuerrückstellungen** werden mit den zum 31.12.2025 ausgewiesenen Betrag von 66 TEUR in die Planung übernommen und für den Zeitraum 2026 bis 2031 unverändert fortgeschrieben. In der Phase der ewigen Rente erfolgt ein jährliches Wachstum der Steuerrückstellungen in Höhe des Wachstumsabschlags von 1,00 % p.a.

Die **sonstigen Rückstellungen** werden ausgehend von den sonstigen Rückstellungen des Jahres 2025 i.H.v. 2.655 TEUR und den vom Vorstand der Staatl. Mineralbrunnen geplanten Einstellungen und Auflösungen im Detailplanungszeitraum der Jahre 2026 bis 2028 fortgeschrieben und betragen 2.339 TEUR zum 31.12.2028. Die Rückstellungen im Jahr 2026 wurden wegen Beendigung des Rechtsstreits mit dem Altvorstand angepasst. Im Planjahr 2028 umfassen die sonstigen Rückstellungen 11,59 % der Gesamtleistung des Jahres 2028. Daher werden die sonstigen Rückstellungen in der Konvergenzphase der Jahre 2029 bis 2031 anhand der Quote von 11,59 % der sonstigen Rückstellungen an der Gesamtleistung des Jahres 2028 fortgeschrieben. Die sonstigen Rückstellungen steigen daher von 2.409 TEUR (2029) auf 2.482 TEUR (2031) an. In der Phase der ewigen Rente erfolgt ein jährliches Wachstum der sonstigen Rückstellungen in Höhe des Wachstumsabschlags von 1,00 % p.a.

Die Verbindlichkeiten bestehen aus Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten, Verbindlichkeiten aus LuL, Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen und sonstige Verbindlichkeiten.

Die **Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten** betragen zum 31.12.2025 343 TEUR und sinken zum 31.12.2026 auf 171 TEUR. Ab dem Jahr 2027 betragen die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten konstant 0 TEUR, da keine weitere Kreditaufnahme geplant ist.

Die **Verbindlichkeiten aus LuL** betragen zum 31.12.2025 465 TEUR. Im Planungszeitraum 2026 bis 2032 ff. werden diese auf Basis des durchschnittlichen Prozentsatzes der Verbindlichkeiten aus LuL an der Gesamtleistung der Ist-Jahre 2024 und 2025 i.H.v. 3,29 % errechnet. Im Planungszeitraum steigt die Position von 624 TEUR (2026) auf 712 TEUR (2032 ff.) moderat an. Die Entwicklung der Verbindlichkeiten aus LuL im Planungszeitraum verläuft somit in direkter Abhängigkeit zur geplanten Gesamtleistung. Aufgrund des moderaten Wachstums der Gesamtleistung ist der leichte Anstieg der Verbindlichkeiten aus LuL im Planungszeitraum der Jahre 2026 bis 2032 ff. plausibel. In der Phase der ewigen Rente erfolgt ein jährliches Wachstum in Höhe des Wachstumsabschlags von 1,00 % p.a.

Die **Verbindlichkeiten ggü. verbundenen Unternehmen** i.H.v. 2 TEUR zum 31.12.2025 bleiben im Planungszeitraum der Jahre 2026 bis 2032 ff. annahmegemäß konstant,

Zum 31.12.2025 betragen die **sonstigen Verbindlichkeiten** 3.810 TEUR und setzen sich aus den beiden Positionen Pfandverbindlichkeiten i.H.v. 3.810 TEUR und übrige sonstige Verbindlichkeiten i.H.v. 593 TEUR zusammen.

Für den Planungszeitraum 2026 bis 2031 wird unterstellt, dass die Pfandverbindlichkeiten konstant 16,87 % der Gesamtleistung des jeweiligen Planjahres betragen. Die Quote von 16,87 % entspricht dem Mittelwert des Anteils der jeweiligen Pfandverbindlichkeit an der Gesamtleistung der Jahre 2024 und 2025. Im Ergebnis steigen die Pfandverbindlichkeiten von 3.199 TEUR (2026) auf 3.614 TEUR (2031) an.

Für den Planungszeitraum 2026 bis 2031 wird unterstellt, dass die übrigen sonstigen Verbindlichkeiten unverändert auf diesem Niveau von 593 TEUR verbleiben. Hintergrund ist, dass für die übrigen sonstigen Verbindlichkeiten im Prognosezeitraum der Jahre 2026 bis 2031 keine wesentlichen Änderungen erwartet werden.

Die gesamten sonstigen Verbindlichkeiten steigen von 3.792 TEUR (2026) auf 4.208 TEUR (2031) an. In der Phase der ewigen Rente erfolgt ein jährliches Wachstum in Höhe des Wachstumsabschlags von 1,00 % p.a.

Das Bewertungsobjekt verfügt zum 31.12.2025 über **passive Rechnungsabgrenzungsposten** i.H.v. 5 TEUR. Die passiven Rechnungsabgrenzungsposten werden im gesamten Planungszeitraum der Jahre 2026 bis 2032 ff. mit 5 TEUR fortgeschrieben. Hintergrund ist, dass für die passiven Rechnungsabgrenzungsposten im Prognosezeitraum der Jahre 2026 bis 2032 ff. keine wesentlichen Änderungen erwartet werden.

cc) Net Working Capital

Die Höhe und Zusammensetzung des Net Working Capital in den Plan-Jahren 2026 bis 2032 ff. ist in nachstehender Tabelle dargestellt.

Staatl. Mineralbrunnen AG Bad Brückenau		Detailplanung			Konvergenzphase			ewige Rente
Kennzahlen [%]	2025 Ist	2026 Plan	2027 Plan	2028 Plan	2029 Plan	2030 Plan	2031 Plan	2032 ff. Plan
Net Working Capital	2.537	2.215	2.217	2.358	2.429	2.478	2.502	2.527
Net Working Capital in % der Gesamtleistung	13,34%	11,68%	11,68%	11,68%	11,68%	11,68%	11,68%	11,68%
+ Forderungen aus LuL	1.853	1.729	1.731	1.841	1.896	1.934	1.953	1.973
+ Vorräte	1.149	1.110	1.112	1.182	1.218	1.242	1.255	1.267
- Verbindlichkeiten aus LuL	465	624	625	665	685	698	705	712
Forderungen aus LuL in % der Gesamtleistung	9,74%	9,12%	9,12%	9,12%	9,12%	9,12%	9,12%	9,12%
Wachstum Forderungen LuL	31,43%	-6,71%	0,12%	6,35%	3,00%	2,00%	1,00%	1,00%
Vorräte in % der Gesamt- leistung	6,04%	5,86%	5,86%	5,86%	5,86%	5,86%	5,86%	5,86%
Wachstum Vorräte	22,03%	-3,36%	0,12%	6,35%	3,00%	2,00%	1,00%	1,00%
Verbindlichkeiten aus LuL in % der Gesamtleistung	2,45%	3,29%	3,29%	3,29%	3,29%	3,29%	3,29%	3,29%
Wachstum Verbindlichkeiten LuL	-32,24%	34,13%	0,12%	6,35%	3,00%	2,00%	1,00%	1,00%

Tabelle 31: Planung Net Working Capital – Planjahre 2026 bis 2032 ff.

Das Ausgangsniveau des Net Working Capital bestehend aus Forderungen aus LuL und Vorräten (Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen) abzgl. Verbindlichkeiten aus LuL beträgt 2.537 TEUR im Ist-Jahr 2025. Im ersten Plan-Jahr 2026 beträgt das geplante Net Working Capital 2.215 TEUR. Hintergrund für die rückläufige Entwicklung des Net Working Capital im Jahr 2026 sind rückläufige Forderungen aus LuL und Vorräte sowie angestiegene Verbindlichkeiten aus LuL.

Das Net Working Capital steigt im Planungszeitraum von 2.215 TEUR (2026) auf 2.502 TEUR (2031). In der Phase der ewigen Rente 2032 ff. beträgt das Net Working Capital 2.527 TEUR. Die Relation Net Working Capital in % der Gesamtleistung beträgt in allen Jahren des Planungszeitraumes 11,68 %. Das Net Working Capital zeichnet sich im Wesentlichen durch niedrige Verbindlichkeiten aus LuL und vergleichsweise hohe Vorräte und Forderungen aus LuL aus.

Die Bilanzplanung für die Staatl. Mineralbrunnen ist in Anlage 2 abgebildet.

f) Cashflow-Planung

Aus der Cashflow-Planung der Staatl. Mineralbrunnen ist ersichtlich, dass in den Jahren 2026 bis einschließlich 2032 ff. (ewige Rente) durchweg ein positiver Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit besteht. Der operative Cashflow beträgt in der ewigen Rente (2032 ff.) nachhaltig 3.383 TEUR.

Der Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit beträgt nachhaltig 2.770 TEUR (2032 ff.) und ist vollständig auf Ersatzinvestitionen zurückzuführen. Die Investitionen im Detailplanungszeitraum sind im Wesentlichen geprägt von der Anschaffung von Produktionsanlagen sowie in geringerem Maße von Investitionen in Getränkekästen. In der Investitionsplanung sind keine Erweiterungsinvestitionen enthalten, welche die Ausschüttung mindern könnten.

Aus dem Cashflow aus Finanzierungstätigkeit ist ersichtlich, dass in allen Planjahren Ausschüttungen vorgenommen werden. Die nachhaltige Ausschüttung in der Phase der ewigen Rente beträgt 595 TEUR (2032 ff.). Hierbei ist zu beachten, dass die Ausschüttungsquote in der Detailplanungsphase der Jahre 2026 bis 2028 zwischen 85,6 % (2028) und 263,7 % (2027) beträgt. In der Konvergenzphase 2029 bis 2031 beträgt die Ausschüttungsquote annahmegemäß 100 %. Die verhältnismäßig hohen Ausschüttungsquoten in den Planjahren 2026 bis 2031 sind möglich, da annahmegemäß keine Erweiterungsinvestitionen vorgenommen werden sowie kein Working Capital in größerem Umfang aufgebaut wird. Zudem sind mit Ausnahme der Jahre 2026 und 2027 keine Tilgungen von Finanzverbindlichkeiten zu beachten. In der ewigen Rente 2032 ff. wurde eine Thesaurierung i.H.v. 74 TEUR angenommen. Dies impliziert eine Ausschüttungsquote von 88,9 % des erwirtschafteten Jahresüberschusses i.H.v. 670 TEUR (2032 ff.) und bestimmt sich anhand der Kapitalbindung durch das Wachstum der Bilanzpositionen im ersten Jahr 2032 des unendlichen Zeitraumes der ewigen Rente 2032 ff.

Die Cashflow-Planung für die Staatl. Mineralbrunnen ist in Anlage 3 abgebildet.

g) Plausibilisierung der Unternehmensplanung der Staatl. Mineralbrunnen

aa) Vorbemerkung

In der Funktion des neutralen Gutachters gemäß IDW S 1 i.d.F. 2026 liegt die Verantwortung für die Eignung der Zukunftserfolgsplanung für Zwecke der Unternehmensbewertung beim Wirtschaftsprüfer; die Verantwortung für die Managementplanung verbleibt beim Management. Der Wirtschaftsprüfer hat insb. durch eine entsprechende Plausibilitätsbeurteilung zu beurteilen, ob und inwieweit die Managementplanung für das Bewertungsobjekt und für das verfolgte Wertkonzept sowie die vereinbarte Funktion des Wirtschaftsprüfers eine geeignete Ausgangsbasis zur Ableitung der Zukunftserfolgsplanung darstellt.⁸⁵

In der Rolle des neutralen Gutachters haben wir die vom IDW S 1 i.d.F. 2026 geforderte vollumfängliche Plausibilitätsbeurteilung des Planungsmodells vorgenommen. Eine vollumfängliche Plausibilitätsbeurteilung umfasst nach den Anforderungen des IDW S 1 i.d.F. 2026, dass der neutrale Gutachter die wesentlichen Annahmen sowie das Planungsmodell und den sich ergebenden Unternehmensgesamt-wert unter Anwendung aller nachstehend aufgeführten Plausibilitätsmaßstäbe beurteilt hat.⁸⁶

Wir haben die für die Jahre 2026 bis 2028 erhaltene Planung der Staatl. Mineralbrunnen grundsätzlich übernommen und die einzelnen Teilpläne in eine integrierte Planungsrechnung überführt. Im Einzelfall waren indes eigene Annahmen erforderlich, um die zur Berechnung des objektivierten Unternehmens-werts der Staatl. Mineralbrunnen nach IDW S 1 erforderliche integrierte Unternehmensplanung erstellen zu können.⁸⁷ Wir haben im Rahmen der Überführung der erhaltenen Teilpläne in eine integrierte Unternehmensplanung folgende Plausibilitätsmaßstäbe und Analysehandlungen gemäß den Anforderungen des IDW S 1 i.d.F. 2026 und des IDW Praxishinweis 2/2017 beachtet:

bb) Rechnerische und formelle Plausibilität

Wir haben die rechnerische Richtigkeit des Planungsmodells sowie die Konsistenz der Annahmen innerhalb der Zukunftserfolgsplanung überprüft.⁸⁸ Wir konnten feststellen, dass zwischen den Teilplänen Fehlerfreiheit der Berechnungen vorliegt und die Annahmen konsistent getroffen wurden. Hierfür haben wir die geplanten Ertrags- und Bestandgrößen im Rahmen einer Kennzahlenanalyse mit der Unternehmensvergangenheit abgeglichen und konnten im Wesentlichen Konsistenz feststellen. Wir konnten in Kapitel F. II. die in den Geschäftsjahren 2026, 2027 und 2028 geplanten Umsatzerlöse anhand des Preis-Mengengerüsts nachvollziehen. Hierzu haben wir insbesondere das geplante Preis-Mengen-Gerüst der jeweils fünf in den Geschäftsjahren 2026, 2027 und 2028 umsatzstärksten Artikel analysiert und halten dieses für plausibel.

⁸⁵ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rn. 55.

⁸⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rn. 24.

⁸⁷ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rn. 68.

⁸⁸ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Rn. 75.

cc) Materielle, externe Plausibilität

Wir haben die Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Annahmen der Zukunftserfolgsplanung auf Basis von Marktanalysen und Wettbewerbsanalysen plausibilisiert.⁸⁹

Hierzu haben wir die Entwicklung des Marktumfeldes und insbesondere die Entwicklung des Markts für Mineralwasser der Staatl. Mineralbrunnen in Kapitel D.II. analysiert. Weiterhin haben wir die Positionierung des Geschäftsmodells der Staatl. Mineralbrunnen im Wettbewerb untersucht. Hierbei sind wir zu dem Schluss gekommen, dass die Staatl. Mineralbrunnen ein gegenüber dem Wettbewerb stabiles Geschäftsmodell aufweist, dessen Entwicklung im Betrachtungszeitraum der Jahre 2021 bis 2024 im Wesentlichen der Entwicklung des Gesamtmarktes entsprach. Im Jahr 2025 konnte die Staatl. Mineralbrunnen mit 12,51 % ein höheres Umsatzwachstum als der Gesamtmarkt mit 2,25 % erzielen. Hintergrund sind die im Jahr 2025 bei allen Produkten durchgeführten Preiserhöhungen sowie eine Steigerung der abgesetzten Menge. Zur Einordnung der Preispositionierung der Staatl. Mineralbrunnen haben wir den Preis für 1 Liter Mineralwasser der Kategorie „Medium“ der Staatl. Mineralbrunnen im LEH mit ausgewählten Konkurrenzprodukten verglichen und können bestätigen, dass die Staatl. Mineralbrunnen im mittleren bis gehobenen Preissegment tätig ist. Weiterhin lagen die geplanten Verkaufspreise der Staatl. Mineralbrunnen, als B2B-Preise, unter den Verkaufspreisen, zu welchen der LEH die Produkte der Staatl. Mineralbrunnen an den Endverbraucher veräußert. Dies ist plausibel, da der LEH ebenfalls eine Marge aus dem Verkauf seiner Waren erwartet.

Weiterhin haben wir einen direkten Vergleich mit repräsentativen Wettbewerbern in Kapitel F.II. durchgeführt. Insgesamt verlief die Entwicklung von Umsatz und EBIT der Staatl. Mineralbrunnen im Zeitraum 2021 bis 2022 innerhalb des Durchschnitts der ausgewählten Wettbewerber. In den Jahren 2023 bis 2024 lag das EBIT in % der Gesamtleistung im unteren Bereich der Bandbreite des EBIT in % der Gesamtleistung ausgewählter Wettbewerber.

dd) Materielle, interne Plausibilität

Der bewertende Wirtschaftsprüfer hat zu beurteilen, ob Konsistenz und Nachvollziehbarkeit zwischen den Erläuterungen des Managements, der Ist-Entwicklung in der Vergangenheit und der Unternehmensplanung vorliegt.⁹⁰ Das Management der Staatl. Mineralbrunnen hat uns die wesentlichen Planungsprämissen in einem Vor-Ort-Termin in Bad Brückenau am 12.02.2026 sowie in weiteren Videokonferenzen erläutert. Wir konnten hierbei keine Unstimmigkeiten im Hinblick auf die im Kapitel D. dargestellten Markt- und Wettbewerbsbedingungen, den Unternehmenspotentialen sowie der Unternehmensvergangenheit feststellen. Wir haben im Kapitel F.III. die geplanten Ertrags- und Bestandgrößen im Rahmen einer Kennzahlenanalyse mit der Unternehmensvergangenheit abgeglichen und konnten im Wesentlichen Konsistenz feststellen. Wir konnten die in den Geschäftsjahren 2026, 2027 und 2028

⁸⁹ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Rn. 75.

⁹⁰ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Rn. 75.

geplanten Umsatzerlöse anhand des Preis-Mengengerüsts nachvollziehen. Hierzu haben wir insbesondere das geplante Preis-Mengen-Gerüst der jeweils fünf in den Geschäftsjahren 2026, 2027 und 2028 umsatzstärksten Artikel analysiert und halten dieses für plausibel. Zudem konnten wir das geplante Preis-Mengen-Gerüst der Gesellschaft mit dem geplanten Preis-Mengen-Gerüst früherer Unternehmensplanungen abstimmen.

Darüber hinaus haben die geplanten Brutto-Umsätze lt. BWA und operative Ergebnisse lt. BWA mit den tatsächlich erzielten Brutto-Umsätzen und operative Ergebnisse lt. BWA in einem Zehn-Jahres-Zeitraum 2015 bis 2025 verglichen. Weiterhin haben wir die Prognosen in den Lageberichten der geprüften Jahresabschlüsse des Zeitraumes 2021 bis 2024 für das jeweilige Folgejahr den im Folgejahr erzielten tatsächlichen Umsätzen- und Erträge gegenübergestellt.

Die wesentlichen künftigen Entwicklungen sind mit ihren Chancen und Risiken somit adäquat in der Zukunftserfolgsplanung der Staatl. Mineralbrunnen berücksichtigt.⁹¹

⁹¹ Vgl. IDW, IDW S 1 i.d.F. 2026, Rn. 75.

2. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

a) Basiszinssatz

Aufgabe des Basiszinssatzes ist es, eine risikofreie und fristäquivalente Alternativanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen festzulegen. Im Hinblick auf ihren quasisicheren Charakter erfüllen in Deutschland Anleihen der öffentlichen Hand (Bundesanleihen) weitestgehend die Forderung nach Risikofreiheit. Der Ausgangspunkt für die Bestimmung des „risikolosen“ Basiszinssatzes zur Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswert ist daher die Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen. Die Zinsstrukturkurve zeigt den Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko. Die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten fristäquivalenten Zerobondfaktoren gewährleisten die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz.⁹²

Da die Staatl. Mineralbrunnen unter der Annahme einer zeitlich unbegrenzten Lebensdauer bewertet wird, wäre als fristadäquater Basiszinssatz die am Bewertungsstichtag beobachtbare Rendite einer zeitlich ebenfalls nicht begrenzten Anleihe der öffentlichen Hand anzusetzen (Fristenäquivalenz). In Ermangelung solcher „ewigen“ Anleihen wird der Basiszinssatz ausgehend von aktuellen Zinsstrukturkurven und zeitlich darüber hinausgehenden Prognosen abgeleitet.⁹³

Aus Objektivierungsgründen empfiehlt der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW (FAUB), als Datenbasis auf die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank zurückzugreifen. Dabei handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen, d.h. von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen, durch die Bundesbank unter Zugrundelegung der *Svensson*-Methode ermittelt werden. Mittels dieser Parameter lassen sich tägliche Zinsstrukturkurven auf Basis der am Markt gehandelten Bundesanleihen mit Restlaufzeiten bis 30 Jahre ableiten. Für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung der Zerobond-Zinssätze wird der ermittelte Zerobond-Zinssatz mit einer Restlaufzeit von 30 Jahren als nachhaltiger Schätzwert angesetzt. Insgesamt gewährleisten die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten fristadäquaten Zerobondfaktoren die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz. Aus der bestehenden Zinsstrukturkurve können so die theoretischen Renditen für Anleihen mit unendlicher Laufzeit approximiert werden.

Die aktuelle Zinsstruktur von deutschen Bundesanleihen ist durch die erhebliche Verunsicherung aufgrund der Finanz- und Schuldenkrise im Euroraum stark beeinflusst. Bei einer Inflationserwartung der EZB von mittelfristig 2,00 % ist die Realverzinsung negativ. Das zu beobachtende Renditeniveau für langlaufende deutsche Bundesanleihen ist sowohl im historischen Vergleich wie auch im Vergleich zu Staatsanleihen anderer Länder niedrig.

⁹² Vgl. OLG München v. 30.11.2006, 31 Wx 59/06.

⁹³ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rn. 116.

Nach Einschätzung des FAUB ist die Situation auf den Kapitalmärkten seitdem unverändert. Wir haben daher die Zinsstrukturkurve deutscher Staatsanleihen für die Ableitung des Basiszinssatzes herangezogen. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen empfiehlt der FAUB weiterhin, nicht allein die zum Bewertungsstichtag geschätzten Zerobondrenditen, sondern periodenspezifische Durchschnittsrenditen aus den dem Bewertungsstichtag vorangegangenen drei Monaten zu verwenden.⁹⁴ Dieser Empfehlungen haben wir uns angeschlossen.

Bewertungstheoretisch sind die erwarteten Nettoausschüttungen jeder Periode mit dem jeweiligen laufzeitäquivalenten Zinssatz abzuzinsen. Aus Praktikabilitätsgründen kann auch ein barwertäquivalenter einheitlicher Barwertzinssatz verwendet werden, der auf 1/4 %-Punkte gerundet wird, sofern der ungerundete Basiszinssatz über 1,00 % liegt. Für den Fall, dass der ungerundete Basiszinssatz unter 1,00 % liegt, empfiehlt der FAUB, eine Rundung auf 1/10 %-Punkte vorzunehmen.⁹⁵

Bei unmittelbarer Verwendung der Zinsstrukturkurve ist der für jedes Jahr geplante finanzielle Überschuss mit dem jeweiligen laufzeitäquivalenten Zinssatz zu diskontieren. Aus Praktikabilitätsgründen kann bei nicht stark schwankenden Zahlungsreihen auch ein barwertäquivalenter einheitlicher Basiszinssatz verwendet werden, welcher zum gleichen Ergebnis führt.⁹⁶

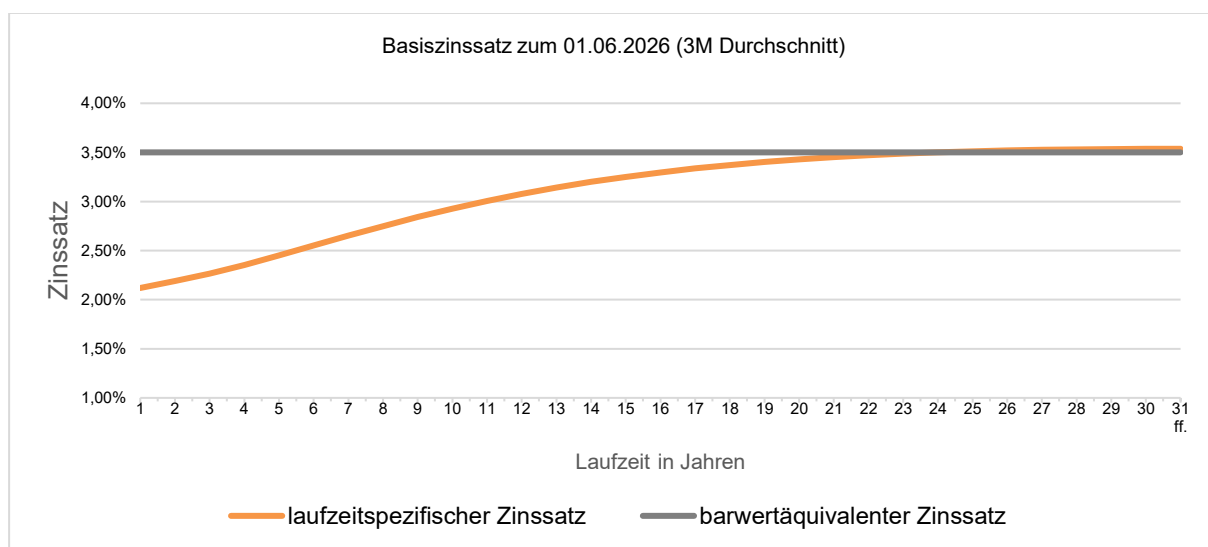


Abbildung 10: Zinsstrukturanalyse Basiszinssatz (3M Durchschnitt) zum 01.06.2026 (eigene Abb.).

Wir sind bei der Ermittlung des für die Bewertung der Staatl. Mineralbrunnen relevanten Basiszinssatzes den Empfehlungen des FAUB und den Grundsätzen der Rechtsprechung gefolgt. Der Basiszinssatz beträgt nach den Vorgaben des IDW S 1 i.d.F. 2026 bzw. des FAUB zum 01.06.2026 auf 1/4 %-Punkte

⁹⁴ Vgl. OLG München v. 12.05.2020, 31 W 361/18; OLG Frankfurt v. 03.11.2020, 21 W 76/19.

⁹⁵ Vgl. IDW, IDW Life 2016, S. 731 f.

⁹⁶ Vgl. OLG Düsseldorf v. 14.12.2027, 26 W 8/15; OLG Stuttgart v. 27.07.2015, 20 W 5/14; OLG München v. 18.02.2024, 31 W 211/13.

gerundet 3,50 % vor persönlichen Steuern. Gekürzt um die persönliche Steuerbelastung der Anteilseigner (25,00 % Abgeltungsteuer zzgl. 5,5 % SolZ) der Alternativanlage ergibt sich ein Wert nach persönlichen Steuern von rd. 2,58 %.

b) Risikozuschlag

aa) Marktrisikoprämie

Eine Anlage in Anteile eines Unternehmens ist regelmäßig mit einem höheren Risiko behaftet als eine Anlage in festverzinsliche Wertpapiere. Im Gegensatz zu der Anlage in risikofreie Staatsanleihen, deren langfristig erwartete Rendite sich im Basiszinssatz widerspiegelt, ist bei der Anlage in ein Unternehmen 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. Dabei ist nicht auf die subjektive Risikoneigung einzelner Unternehmens-eigner, sondern auf das allgemeine Verhalten des Marktes zurückzugreifen.

Risikoprämien können mithilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen 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. Entsprechend diesem Kapitalmarktmodell lässt sich die zukünftig zu erwartende Rendite einer Anlage aus der Summe des Basiszinssatzes und der mit dem Betafaktor gewichteten Marktrisikoprämie ermitteln. Die Marktrisikoprämie berechnet sich aus der Renditedifferenz zwischen Anlagen in Aktien und risikolosen Anlagen. Kapitalmarktuntersuchungen über langjährige Betrachtungszeiträume haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikoarme Gläubigerpapiere. In der betriebswirtschaftlichen Literatur werden für Deutschland grundsätzlich Risikoprämien von über 5,00 % aus empirischen Analysen ermittelt.

Für den Ansatz der Marktrisikoprämie empfahl der FAUB des IDW bislang einen Ansatz in einer Bandbreite zwischen 5,50 % und 7,00 % (Mittelwert 6,25 %) vor persönlichen Steuern respektive zwischen 5,00 % und 6,00 % (Mittelwert 5,50 %) nach persönlichen Steuern. Die Marktrisikoprämie selbst ist am Kapitalmarkt nicht beobachtbar, sondern leitet sich rechnerisch aus der beobachtbaren Gesamtmarktrendite ab. Die Marktrisikoprämie ergibt sich rechnerisch durch die Differenz zwischen risikolosem Basiszinssatz und der Gesamtmarktrendite. Der FAUB des IDW stellte Ende Oktober 2019 fest, dass mit dem aktuell niedrigen Niveau des Basiszinssatzes eine rechnerische Gesamtmarktrendite zwischen 5,50 % und 7,00 % einhergehen müsste. Eine derartige Gesamtmarktrendite konnte der FAUB des IDW

indes nicht beobachten. Vielmehr gelangte der FAUB des IDW zu der Erkenntnis, dass die Gesamtmarktrendite eher in einer Bandbreite zwischen 7,00 % bis 9,00 % läge, was auch durch Untersuchungen der Bundesbank gestützt sei.⁹⁷

Unter Berücksichtigung der aktuellen Entwicklungen an den Kapitalmärkten sowie der expansiven Geldpolitik der EZB beschloss der FAUB des IDW daher Ende Oktober 2019, seine Empfehlung zum Ansatz der Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern auf 6,00 % bis 8,00 % (Mittelwert 7,00 %) anzuheben. Damit orientiert sich der FAUB des IDW sogar eher am unteren Ende der beobachtbaren Gesamtmarktrenditen. Mit dem Ansatz am unteren Ende sollte dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Gesamtmarktrenditen zukünftig nachgeben könnten. Bezüglich der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern hält der FAUB nunmehr einen Ansatz in einer Bandbreite zwischen 5,00 % und 6,50 % (Mittelwert 5,75 %) für angemessen.⁹⁸

Das IDW hat im März 2020 auch vor dem Hintergrund der Coronapandemie klargestellt, dass die im Oktober 2019 festgelegten Bandbreiten für die Marktrisikoprämie auch aktuell weiterhin gelten.⁹⁹ Ebenfalls wirken sich die aktuellen Entwicklungen im Zuge des Ukraine-Kriegs nicht auf die Bandbreitenempfehlung des FAUB aus.¹⁰⁰

Der FAUB des IDW hat seine Empfehlung für die Marktrisikoprämie angepasst. In der Sitzung am 16. September 2025 hat der FAUB beschlossen, seine Bandbreitenempfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern auf 5,25 % bis 6,75 % (Mittelwert: 6,00 %) anzupassen. Die Bandbreitenempfehlung für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern liegt in einer Bandbreite von 4,50 % bis 5,75 % (Mittelwert: 5,125 %). Es kommt somit nach nunmehr sechs Jahren und nach Ausbruch der Coronapandemie, dem Beginn des russischen Angriffskriegs gegen die Ukraine sowie der veränderten Zins- und zwischenzeitlichen Inflationssituation zu einer neuen Bandbreitenempfehlung für die Marktrisikoprämie.¹⁰¹

Unter Berücksichtigung der derzeitigen Kapitalmarkt- und Zinssituation sowie der deutschen Bewertungspraxis und der Rechtsprechung der Gerichte haben wir eine Marktrisikoprämie in Höhe von 5,125 % nach persönlichen Ertragsteuern gutachterlich angesetzt und unserer Bewertung zugrunde gelegt. Dieser Ansatz entspricht dem Mittelwert der aktuell vom FAUB empfohlenen Bandbreite zum Ansatz der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 4,50 % bis 5,75 %.

⁹⁷ Vgl. FAUB, Neue Kapitalkostenempfehlungen, IDW Life 12/2019, S. 818 f.

⁹⁸ Vgl. FAUB, Neue Kapitalkostenempfehlungen, IDW Life 12/2019, S. 818 f.

⁹⁹ Vgl. FAUB, 2020, Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen. In: <https://www.idw.de/blob/122884/2316fb82457e82143445b8d0740a3e89/down-corona-faub-fachlicher-hinweis-data.pdf>.

¹⁰⁰ Vgl. FAUB, 2022, Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen, In: <https://www.idw.de/IDW/Medien/Arbeitshilfen-oeffentlich/Fachliche-Hinweise-oeffentlich/Downloads-Ukraine/IDW-FH-Ukraine-IDW-FachHin-Unternehmensbewertung.pdf>.

¹⁰¹ Vgl. FAUB, 2025, Neue Kapitalkostenempfehlungen des FAUB - Stand 22.09.2025, In: <https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub-stand-22-09-2025.html>.

bb) Betafaktor

Die unternehmensspezifische Risikoprämie ergibt sich nach dem CAPM aus dem Produkt der Marktrisikoprämie und dem so genannten Betafaktor. Der Betafaktor dient zur Bemessung des systematischen unternehmensindividuellen Risikos des Bewertungsobjekts. Der Betafaktor gibt an, wie die Rendite der zu bewertenden Aktie bei einer Änderung der Rendite des Marktportfolios reagiert.¹⁰² Dabei bedeutet ein Betafaktor größer 1,00 ein im Vergleich zum Gesamtmarkt überdurchschnittliches, ein Betafaktor kleiner 1,00 ein im Vergleich zum Gesamtmarkt unterdurchschnittliches Risiko.

Der unternehmensindividuelle (historische) Betafaktor wird für börsennotierte Unternehmen aus einer Regression zwischen den Aktienrenditen des Unternehmens und des Aktienindex ermittelt. Der Betafaktor ergibt sich als Kovarianz zwischen den Aktienrenditen des zu bewertenden Unternehmens oder vergleichbarer Unternehmen und der Rendite eines Aktienindex, dividiert durch die Varianz der Renditen des Aktienindex. Im Rahmen einer Unternehmensbewertung ist jedoch nicht der empirisch feststellbare Vergangenheitswert, sondern ein zu prognostizierender Zukunftswert heranzuziehen.

Grundlage für die Schätzung des Betafaktors können

- 1) der historische Verlauf der Börsenkurse des zu bewertenden Unternehmens selbst oder
- 2) derjenige einer Gruppe von börsennotierten Vergleichsunternehmen (Peer-Group) oder
- 3) allgemeine Überlegungen zum individuellen Unternehmensrisiko im Vergleich zum Risiko des Marktportfolios sein.¹⁰³

Die Ableitung des künftigen systematischen Risikos der Staatl. Mineralbrunnen auf Basis des historischen Betafaktors ist dann vorzunehmen, wenn der historische Betafaktor der Staatl. Mineralbrunnen verlässlich ermittelt und seine zeitliche Stabilität erwartet werden kann.¹⁰⁴ Diese Sichtweise entspricht der herrschenden Meinung in der Literatur und deckt sich mit der aktuellen Rechtsprechung.

Da die Staatl. Mineralbrunnen nicht börsennotiert ist, kann kein originärer Betafaktor für das Bewertungsobjekt beobachtet werden. Zur Ableitung des systematischen Risikos des Bewertungsobjekts ist daher auf eine Peer-Group von Unternehmen mit vergleichbaren systematischen Risiken abzustellen.

Für die Ermittlung des historischen Betafaktors der Peer-Group wurde auf Kapitalmarktdaten des Finanzinformationsdienstleisters S&P Global Market Intelligence LLC zurückgegriffen.¹⁰⁵ Um eine repräsentative Stichprobe zu erhalten, ist eine hinreichend große Zahl von Wertepaaren erforderlich. Die statistischen Gütekriterien werden durch die Länge des Betrachtungszeitraums, die Häufigkeit der Be-

¹⁰² Vgl. OLG Stuttgart v. 17.03.2010, 20 W 9/08.

¹⁰³ Vgl. OLG Stuttgart v. 17.03.2010, 20 W 9/08, OLG Stuttgart v. 18.12.2009, 20 W 2/08.

¹⁰⁴ Vgl. *Dörschell/Franken/Schulte*, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2012, S. 146.

¹⁰⁵ Copyright © 2026, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates, as applicable).

obachtungszeitpunkte (täglich, wöchentlich, monatlich) und den Referenzindex beeinflusst. Grundsätzlich ist aus diesem Grund ein höherer Stichprobenumfang vorzuziehen, um nicht repräsentative Schwankungen aufgrund kurzfristiger Entwicklungen zu vermeiden. Bei zu kurzen Erhebungsintervallen für die Renditen steigt die Gefahr von Messfehlern aufgrund von Markteffizienzen. Gegen langjährige Beobachtungszeiträume spricht, dass sich Vergangenheitsentwicklungen umso weniger in die Zukunft fortschreiben lassen, je weiter sie zurückliegen. Ein Beobachtungszeitraum von fünf Jahren wird in der Rechtsprechung als vertretbar erachtet, wobei zwischen der Aktualität der Kurse sowie der erhöhten Genauigkeit der Schätzung abzuwägen ist.¹⁰⁶ In der Literatur wird der fünfjährige Schätzzeitraum bei monatlichem Renditeintervall aus statistischer Sicht als am wenigsten problemfällig angesehen.¹⁰⁷ Zur Ableitung des historischen Betafaktors der Peer-Group wurde zugunsten der höheren Stabilität des Betafaktors und vor dem Hintergrund der langfristigen Geschäftstätigkeit der zu bewertenden Gesellschaft, die keinen zyklischen Schwankungen unterliegt, ein Beobachtungszeitraum von fünf Jahren bei Verwendung monatlicher Renditepaare zugrunde gelegt. Als Enddatum des fünfjährigen Betrachtungszeitraums wurde der 01.06.2026 verwendet.¹⁰⁸ Als Referenzindex wurde jeweils der breiteste lokale Index gewählt.¹⁰⁹

Der historische Raw Betafaktor berücksichtigt das systematische operative Risiko sowie das systematische Kapitalstrukturrisiko eines börsennotierten Unternehmens.¹¹⁰ Das operative Risiko wird insbesondere durch Standort-, Umwelt- und Brancheneinflüsse sowie Kundenabhängigkeiten und das Produktprogramm determiniert. Das Kapitalstrukturrisiko bzw. das finanzwirtschaftliche Risiko ist vom Verschuldungsgrad des Bewertungsobjekts abhängig. Das Kapitalstrukturrisiko ändert sich im Zeitablauf, sodass der historisch ermittelte Raw Betafaktor üblicherweise um die historische Fremdfinanzierung bereinigt werden muss (sog. unlevern). Anschließend ist der unlevered Betafaktor um die künftig zu erwartende Verschuldung anzupassen (sog. relevern).

Beim unlevern der historischen Raw Betafaktoren der Peer-Group wird üblicherweise die Annahme einer wertorientierten Finanzierungspolitik zugrunde gelegt, d.h. die Höhe der vergangenen Fremdkapitalbestände ist annahmegemäß unsicher.

Der unlevered Betafaktor ist in einem weiteren Schritt an die künftige Verschuldung des Bewertungsobjektes anzupassen.

¹⁰⁶ Vgl. OLG Frankfurt v. 02.05.2011, 21 W 3/11.

¹⁰⁷ Vgl. *Stellbrink/Brückner*, Bewertungspraktiker 3/2011, S. 2 ff.

¹⁰⁸ Vgl. OLG Stuttgart v. 18.12.2009, 20 W 2/08.

¹⁰⁹ Vgl. *Dörschell/Franken/Schulte*, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2012, S. 155.

¹¹⁰ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rn. 109 f.

Die Staatl. Mineralbrunnen ist in der Getränkeindustrie und insbesondere in der Herstellung alkoholfreier Getränke tätig. In der Folge haben wir eine Peer-Group ausgewählt, die sich aus Unternehmen zusammensetzt, welche ebenfalls in der Getränkeindustrie tätig sind.

Es ergibt sich die folgende, aus sieben Unternehmen bestehende Peer-Group:¹¹¹:

Vergleichsunternehmen	Land
Kofola CeskoSlovensko a.s.	Tschechien
National Beverage Corp.	USA
Primo Brands Corporation	USA
A.G. BARR p.l.c.	Großbritannien
Olvi Oyj	Finnland
Carlsberg A/S	Dänemark
Heineken N.V.	Niederlande

Tabelle 32: Peer-Group für die Ableitung des Betafaktors.

Quelle: S&P Capital IQ, eigene Berechnungen.

Die Geschäftstätigkeit der vorstehenden Peer-Group Unternehmen wird im Folgenden skizziert, um die zulässige Vergleichbarkeit der Unternehmen mit dem Bewertungsobjekt, der Staatl. Mineralbrunnen, darzulegen. Hinsichtlich des Geschäftsmodells der Staatl. Mineralbrunnen sowie der bewertungsrelevanten Markt- und Umfeldbedingungen wird auf die Ausführungen unter Abschnitt D. verwiesen.

Kofola CeskoSlovensko a.s.

Die Kofola CeskoSlovensko a.s. ist zusammen mit ihren Tochtergesellschaften in der Herstellung und dem Vertrieb von alkoholfreien Getränken tätig. Absatzgebiete sind vor allem osteuropäische Länder wie die Tschechische Republik, Slowakei, Slowenien, Kroatien und Polen. Das Unternehmen bietet alkoholfreie Getränke wie Wasser und Energie- und isotonische Getränke an. Marken des Unternehmens sind z.B. Kofola, Vinea und Evian. Das Unternehmen wurde 1993 gegründet. Hauptsitz ist Ostrava, Tschechien.

National Beverage Corp.

National Beverage Corp. produziert und vertreibt in den USA und Kanada ein breites Sortiment an Getränken, darunter Sprudelwasser, Säfte, Energy-Drinks und kohlenensäurehaltige Softdrinks. Das Unternehmen führt verschiedene Marken wie LaCroix, Rip It, Everfresh, Shasta und Faygo und bedient damit unterschiedliche Getränkekategorien. Gegründet 1985 mit Sitz in Fort Lauderdale, beliefert es sowohl Einzelhändler als auch kleinere Verkaufsstellen über mehrere Vertriebswege und gehört zu IBS Partners, Ltd.

¹¹¹ Weitere Wettbewerber der Staatl. Mineralbrunnen sind u.a. Adelholzener Alpenquellen GmbH und Franken Brunnen GmbH & Co. KG. Da diese nicht börsennotiert sind und somit auch keine Daten zur Berechnung eines Betafaktors vorliegen, können diese Wettbewerber nicht in der Peer-Group berücksichtigt werden.

Primo Brands Corporation

Die Primo Brands Corporation ist ein in Nordamerika tätiger Hersteller von Markengetränken. Das Unternehmen bietet Lösungen für abgefülltes Wasser und Wasserfilterdienstleistungen sowie hochwertiges Quell- und Sprudelwasser, gereinigtes Wasser, Trinkwasser zur Selbstabfüllung, aromatisierte und angereicherte Getränke, Wasserspender und Filteranlagen an. Das Unternehmen verfügt über ein breit diversifiziertes Getränkeportfolio mit bekannten Marken wie Pure Life, Poland Spring, Deer Park, Arrowhead und Ice Mountain sowie weiteren regionalen und spezialisierten Marken im Bereich abgefülltes Wasser und Erfrischungsgetränke. Der Vertrieb erfolgt direkt an Verbraucher, über den Einzelhandel, an gewerbliche und private Kunden sowie über E-Commerce- und digitale Plattformen. Der Firmensitz befindet sich in Stamford, Connecticut.

A. G. BARR p.l.c.

A.G. BARR p.l.c. produziert, vertreibt und verkauft Erfrischungsgetränke und Cocktailmischungen im Vereinigten Königreich und weltweit. Das Unternehmen bietet Mixgetränke, verschiedene Fruchtpürees, Boost-Getränke, Energiegetränke, Sportgetränke, Eiskaffee, Hafergetränke, Quell- und Sprudelwasser, Fruchtsäfte und andere alkoholfreie Getränke an. Darüber hinaus ist es im Vertrieb von fruchtbasierten Erfrischungsgetränken sowie im Vertrieb und Verkauf von Hafergetränken und Cerealien tätig. Das Unternehmen, mit Sitz in Cumbernauld, Schottland, vertreibt seine Produkte unter Marken wie IRN-BRU, Bundaberg, Rubicon, Snapple und MOMA sowie weiteren regionalen und spezialisierten Getränkemarken.

Olvi Oyj

Olvi Oyj ist in der Herstellung und im Großhandel mit alkoholischen und alkoholfreien Getränken in Finnland, Estland, Lettland, Litauen, Dänemark und Weißrussland tätig. Darüber hinaus exportiert die Unternehmensgruppe in 65 Länder weltweit. Produkte sind u.a. Biere, Apfelweine, Longdrinks, Mineralwässer, Säfte, Erfrischungsgetränke, Energydrinks, Whiskey und andere Getränke. Das Unternehmen wurde 1878 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Iisalmi, Finnland.

Carlsberg A/S

Carlsberg A/S produziert und vertreibt Bier, Erfrischungsgetränke und andere Getränke in Europa und Asien. Das Unternehmen wurde 1847 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Kopenhagen, Dänemark. Zum Markenportfolio zählen unter anderem international bekannte Biermarken sowie regionale Getränkemarken. Neben dem klassischen Biergeschäft ist Carlsberg auch im Bereich alkoholfreier Getränke und alternativer Getränkekategorien aktiv.

Heineken N.V.

Die Heineken N.V. ist ein international tätiges Getränkeunternehmen mit Schwerpunkt auf der Herstellung und dem Vertrieb von Bier und Cider. Die Geschäftstätigkeit umfasst Europa, Nord- und Südamerika, Afrika, den Nahen Osten sowie den asiatisch-pazifischen Raum. Ergänzend bietet das Unternehmen alkoholfreie Getränke an. Das Markenportfolio umfasst neben Heineken unter anderem Amstel, Birra Moretti, Tiger, Desperados, Dos Equis und Strongbow sowie weitere regionale Marken. Der Vertrieb erfolgt insbesondere über Einzelhändler, Großhändler, Distributoren und Gastronomiebetriebe. Heineken wurde 1864 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Amsterdam, Niederlande.

Grundsätzlich ist keines der Unternehmen direkt mit der Staatl. Mineralbrunnen vergleichbar, was schon allein der Börsennotierung und der Unternehmensgröße der Peer-Group-Unternehmen geschuldet ist. Insgesamt sind die Unternehmen der gewählten Peer-Group jedoch derselben respektive einer hinsichtlich Chancen und Risiken vergleichbaren Branche zuzuordnen. Die gewählte Peer-Group als Ganzes bildet die operativen Risiken des Geschäftsmodells der Staatl. Mineralbrunnen sachgerecht ab, da alle Unternehmen der Peer-Group mit der Getränkeindustrie verbunden sind. Somit korrespondiert das Risikoprofil der Peer-Group mit dem Risikoprofil der Staatl. Mineralbrunnen.

Zur Beurteilung der Belastbarkeit des historischen Raw Betafaktors eines Unternehmens (also des am Markt beobachtbaren Betafaktors für das jeweilige Unternehmen) wurden im nächsten Schritt statistische Filterkriterien herangezogen. Die jeweiligen Betafaktoren wurden hierbei auf Basis einer Auswertung gegen den jeweils breitesten lokalen Index ermittelt. Die statistische Signifikanz des historischen Betas kann mithilfe des t-Tests und des Bestimmtheitsmaßes (R^2) validiert werden.

Das verwendete Bestimmtheitsmaß trifft eine Aussage zur Erklärbarkeit der beobachteten Werte mithilfe eines linearen Regressionsmodells. R^2 bezieht sich auf die Prüfung der statistischen Aussagekraft des Modells vor dem Hintergrund der konkret verfügbaren Stichprobe. R^2 basiert auf den Abweichungen zwischen den Beobachtungswerten und den geschätzten Werten auf der Regressionsgeraden.¹¹² Ein R^2 von 1,0 bedeutet dabei eine vollständige Erklärbarkeit aller beobachteten Realisationen mithilfe eines linearen Regressionsmodells, während ein R^2 von 0,0 eine solche Erklärbarkeit vollständig ausschließt.

Es ist an dieser Stelle darauf hinzuweisen, dass das Bestimmtheitsmaß (R^2) eine relative Größe darstellt, die abhängig von der Steigung der Regressionsgeraden zwischen der Rendite der Aktie und der Rendite des Referenzindex ist. D.h., das Bestimmtheitsmaß (R^2) kann große Werte annehmen, obwohl die Streuung um die Regressionsgerade hoch ist, wenn die Steigung der Regressionsgeraden ebenfalls sehr hoch ist. Niedrige Werte des Bestimmtheitsmaßes (R^2) dürfen auf der anderen Seite somit nicht ohne Weiteres dazu führen, den Betafaktor als nicht belastbar zu verwerfen.¹¹³ Eine allgemein gültige bzw. eine vom konkreten Bewertungsobjekt unabhängige Grenze, ab welcher das Bestimmtheitsmaß

¹¹² Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2012, S. 175.

¹¹³ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2012, S. 175.

(R^2) bei Unterschreiten als zu niedrig zu beurteilen ist, um einen Betafaktor als nicht belastbar zu verwerfen, kann es daher nicht geben. In der Praxis wird häufig eine Untergrenze von 10 % verwendet, um die Belastbarkeit eines unternehmenseigenen historischen Betafaktors nicht zu verwerfen.¹¹⁴

Der t-Test prüft in der linearen Regression, ob der Betafaktor ungleich null ist und damit ob ein linearer Zusammenhang zwischen der Wertentwicklung einer Aktie und eines Marktindizes überhaupt gegeben ist. In der Praxis wird als statistischer Schwellenwert regelmäßig ein Wert i.H.v. absolut größer 2,0 gefordert, um die Nullhypothese zu verwerfen, d.h. dass der Betafaktor signifikant von null verschieden ist. Liegt im t-Test ein absoluter Wert kleiner 2,0 vor, ist zu untersuchen, ob das Geschäftsmodell eines Unternehmens tatsächlich keine Abhängigkeit mit dem Gesamtmarkt aufweist oder ob der Aktienkurs des Unternehmens anderweitig verfälscht ist.

Für die vorstehend aufgeführte Peer-Group ergeben sich die folgenden statistischen Filterkriterien:

Unternehmen	R^2	t-Test
Kofola CeskoSlovensko a.s.	19,67%	3,74
National Beverage Corp.	15,74%	3,18
Primo Brands Corporation	8,43%	2,23
A.G. BARR p.l.c.	13,06%	2,93
Olvi Oyj	11,91%	2,78
Carlsberg A/S	11,60%	2,73
Heineken N.V.	15,35%	3,21

Tabelle 33: Statistische Kennzahlen der Betafaktoren der Peer-Group.

Quelle: S&P Capital IQ, eigene Berechnungen.

Aus der vorstehenden Übersicht ist ersichtlich, dass der t-Test für den 5-Jahres Zeitraum bei allen sieben Unternehmen, den kritischen Wert von 2,00 erreicht. Das R^2 liegt bei sechs der sieben Unternehmen über der in der Praxis etablierten Untergrenze von 10,00 %.¹¹⁵ Einzig das R^2 der Primo Brands Corporation liegt mit 8,43 % knapp unter der in der Praxis häufig verwendeten Untergrenze von 10 %. Da die Primo Brands Corporation jedoch einen t-Wert über 2,00 erreicht und sowohl die Branche als auch das Geschäftsmodell einen hohen Vergleichbarkeitsgrad mit der Staatl. Mineralbrunnen aufweisen, wird die Primo Brands Corporation trotz des R^2 von 8,43 % der Ableitung des Betafaktors der Staatl. Mineralbrunnen zugrunde gelegt.

Daher werden alle sieben Unternehmen für die Ableitung des Betafaktors der Staatl. Mineralbrunnen zugrunde gelegt.

Die historischen Betafaktoren wurden jeweils basierend auf einem Beobachtungszeitraum von fünf Jahren bei Verwendung monatlicher Renditepaare ermittelt. Zur Ableitung des Betafaktors für die Peer-

¹¹⁴ Vgl. dazu auch Muschallik/Rowoldt, CF 2016, S. 368.

¹¹⁵ Vgl. dazu auch Muschallik/Rowoldt, CF 2016, S. 368.

Group der Staatl. Mineralbrunnen wurde zugunsten der höheren Stabilität des Betafaktors und angesichts des langfristig konstanten Geschäftsmodells ein Beobachtungszeitraum von fünf Jahren bei Verwendung monatlicher Renditepaare zugrunde gelegt. Als Referenzindex wurde jeweils der breiteste lokale Index verwendet.

In der folgenden Tabelle sind die Betafaktoren zum 01.06.2026 dargestellt:

Unternehmen	Referenzindex	Betrachtungszeitraum	Datenpunkte	Beta Raw	Unlevered Beta
Kofola CeskoSlovensko a.s.	Czech PX	5 Jahre	59	0,57	0,37
National Beverage Corp.	Wilshire 5000	5 Jahre	56	0,78	0,80
Primo Brands Corporation	Wilshire 5000	5 Jahre	56	0,58	0,38
A.G. BARR p.l.c.	FTSE All-Share	5 Jahre	59	0,68	0,74
Olvi Oyj	Finland OMXH	5 Jahre	59	0,52	0,55
Carlsberg A/S	OMX Copenhagen Cap_Gl	5 Jahre	59	0,54	0,43
Heineken N.V.	AEX All Share	5 Jahre	59	0,59	0,45
Minimum				0,52	0,37
Mittelwert (arithm.)				0,61	0,53
Median				0,58	0,45
Maximum				0,78	0,80
<i>Mittelwert aus Median und arithm. Mittel</i>					0,49

Tabelle 34: Übersicht 5-Jahres Betafaktoren Peer-Group (eigene Berechnung).

Quelle: S&P Capital IQ, eigene Berechnungen.

Die historischen (verschuldeten) Raw Betafaktoren der Unternehmen aus der Peer-Group bewegen sich in einer Bandbreite zwischen 0,52 und 0,78. Das arithmetische Mittel beträgt 0,61 und der Median beläuft sich auf rd. 0,58.

Die historischen (verschuldeten) Raw Betafaktoren der Unternehmen aus der Peer-Group sind um die Fremdfinanzierung zu bereinigen (sog. unlevern).

Die unverschuldeten Betafaktoren bewegen sich in einer Bandbreite zwischen 0,37 und 0,80. Das arithmetische Mittel beträgt 0,53 und der Median 0,45. Der Mittelwert zwischen arithmetischem Mittel und Median beträgt 0,49.

Die empirisch beobachteten Betafaktoren dienen als erster Anhaltspunkt zur Festlegung eines angemessenen Betafaktors für den jeweiligen Bewertungszweck.

Zur besseren Einordnung der finanziellen Situation der Staatl. Mineralbrunnen innerhalb der Branche Mineralwasser und Erfrischungsgetränke haben wir einen Vergleich der Staatl. Mineralbrunnen mit den

Unternehmen der Peer-Group durchgeführt. Für die Kennzahlenanalyse haben wir die EBIT-Marge in % vom Umsatz sowie das jährliche Umsatzwachstum im Zeitraum 2021 bis 2025 der ausgewählten Wettbewerber mit den Werten der Staatl. Mineralbrunnen verglichen. Für die Ermittlung der vorstehenden Kennzahlen der Peer-Group Unternehmen wurde auf Daten des Finanzinformationsdienstleisters S&P Global Market Intelligence LLC zurückgegriffen.¹¹⁶

Bei Betrachtung der EBIT-Marge ergibt sich folgendes Bild:

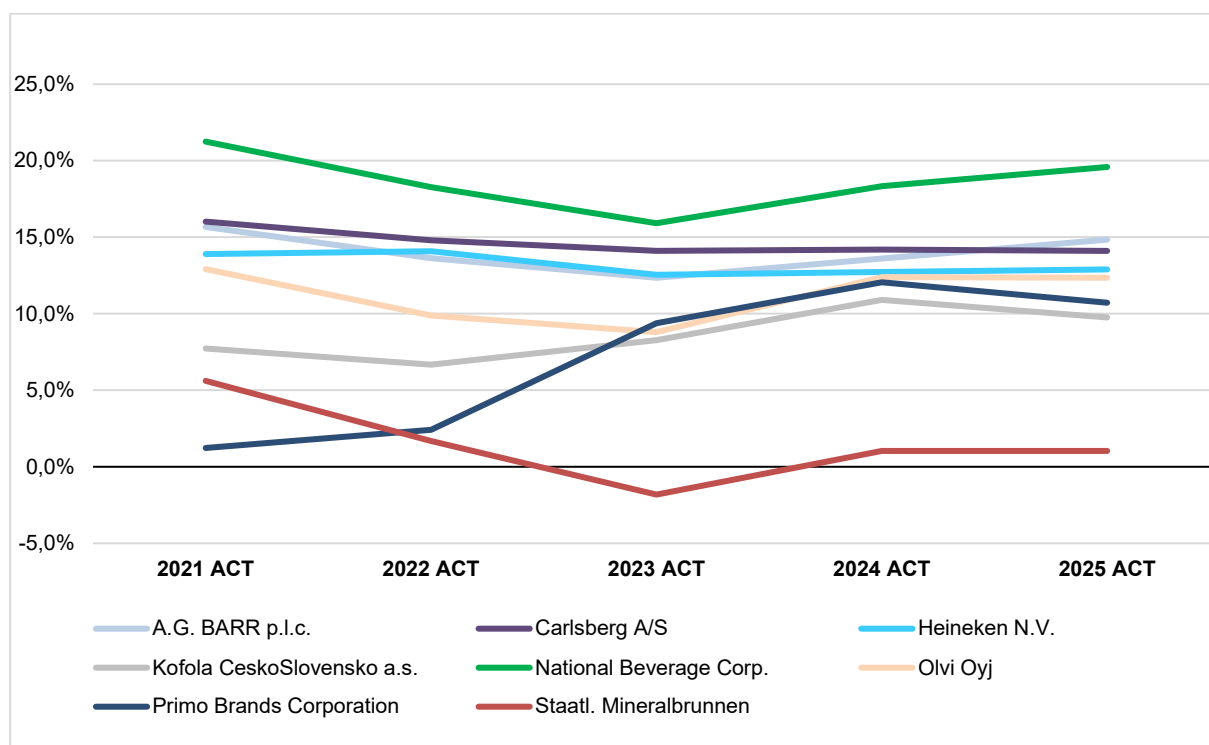


Abbildung 11: Branchenvergleich - EBIT in % der Gesamtleistung (2021 bis 2025).

Quelle: S&P Capital IQ und eigene Berechnungen.

Das EBIT in % der Gesamtleistung der Staatl. Mineralbrunnen befand sich in den Jahren 2022 bis 2025 unterhalb der Bandbreiten des EBIT in % der Gesamtleistung der Peer-Group Unternehmen. Als einziges Unternehmen der Peer-Group wies die Primo Brands Corporation im Jahr 2021 eine niedrigere EBIT-Marge in % der Gesamtleistung auf als die Staatl. Mineralbrunnen.

¹¹⁶

Copyright © 2026, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates, as applicable).

Bei Betrachtung des durchschnittlichen Umsatzwachstums ergibt sich folgendes Bild:

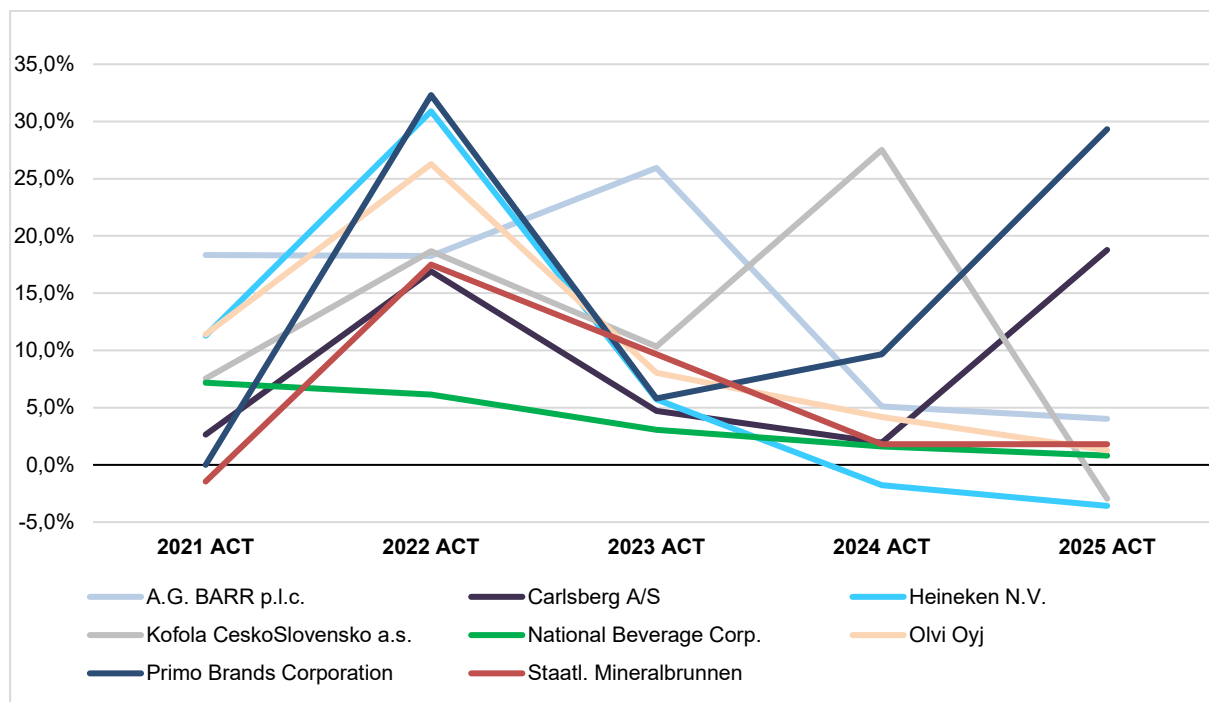


Abbildung 12: Branchenvergleich - Umsatzwachstum in % zum Vorjahr (2021 bis 2025).

Quelle: S&P Capital IQ und eigene Berechnungen.

Das Umsatzwachstum der Staatsl. Mineralbrunnen befand sich in den Jahren 2022 bis 2025 innerhalb der Bandbreite des Umsatzwachstums der Peer-Group Unternehmen. Im Jahr 2021 befand sich das Umsatzwachstum der Staatsl. Mineralbrunnen unterhalb der Bandbreiten des Umsatzwachstums der Peer-Group Unternehmen.

Insgesamt verlief die Entwicklung des Umsatzes der Staatsl. Mineralbrunnen im Zeitraum 2022 bis 2023 innerhalb des Durchschnitts der Peer-Group Unternehmen. Sowohl im Jahr 2021 als auch in den Jahren 2024 und 2025 wiesen die Staatsl. Mineralbrunnen ein Umsatzwachstum unterhalb des Durchschnitts der Peer-Group Unternehmen auf.

In der Praxis geht eine höhere Rendite stets mit einem höheren Risiko einher. Der vorstehend durchgeführte Vergleich der Staatl. Mineralbrunnen mit den Unternehmen der Peer Group hinsichtlich der Ertragsstruktur zeigt: Das EBIT in % der Gesamtleistung der Staatl. Mineralbrunnen lag im Zeitraum der Jahre 2022 bis 2025 unterhalb der Bandbreiten der EBIT-Margen der Peer-Group Unternehmen.

Da die Peer-Group Unternehmens eine höhere Rendite in Form des EBIT in % der Gesamtleistung als die Staatl. Mineralbrunnen erzielen, ist davon auszugehen, dass das Unternehmensrisiko der Peer-Group Unternehmen ausgedrückt durch den Betafaktor über dem Unternehmensrisiko der Staatl. Mineralbrunnen liegt. In der Folge ist zu erwarten, dass der Betafaktor der Staatl. Mineralbrunnen eher unter dem Betafaktor der Peer-Group liegt.

Der unverschuldete Betafaktor der Peer-Group beträgt 0,49. Unter Berücksichtigung aller Faktoren halten wir im Falle der Staatl. Mineralbrunnen einen unverschuldeten Betafaktor von 0,45 für angemessen, da somit das im Vergleich zur Peer-Group niedrigere Unternehmensrisiko der Staatl. Mineralbrunnen ausgedrückt wird.

Weiterhin ist zu beachten, dass der unverschuldeten Betafaktor der Peer-Group von 0,49 aus Vergangenheitsdaten abgeleitet wurde. Die vergangenheitsorientierte Ableitung des Betafaktors erfordert eine Anpassung an künftige Entwicklungen, welche wir durch den Ansatz eines unverschuldeten Betafaktors von 0,45 sachgerecht würdigen.

Der unverschuldete Betafaktor von 0,45 bringt das operative Risiko der Staatl. Mineralbrunnen sachgerecht zum Ausdruck. Neben dem operativen Risiko beinhaltet das systematische Risiko des Bewertungsobjekts auch das Kapitalstrukturrisiko, sodass der unverschuldete Betafaktor jeweils periodenspezifisch unter Berücksichtigung der Verschuldung des Bewertungsobjekts zu Marktwerten anzupassen ist (sog. relevern).

Der unlevered Betafaktor ist in einem weiteren Schritt an die künftige Verschuldung des Bewertungsobjekts anzupassen.

Net Debt	Detailplanung			Konvergenzphase		
	2026 Plan	2027 Plan	2028 Plan	2029 Plan	2030 Plan	2031 Plan
./.Verbindlichkeiten KI	171	0	0	0	0	0
./. Pensionsverbindlichkeiten	491	461	431	411	391	373
+ Kasse	3.378	2.566	916	997	1.047	1.064
Nettofinanzposition zum 31.12.	-2.716	-2.105	-485	-586	-656	-692

Tabelle 35: Nettofinanzposition in den Planjahren 2026 bis 2031.

Im Fall der Staatl. Mineralbrunnen übersteigen die liquiden Mittel im gesamten Planungszeitraum das verzinsliche Fremdkapital. Es liegt somit eine positive Nettofinanzposition („negative“ Net Debt) vor. Die positive Nettofinanzposition der Staatl. Mineralbrunnen verringert sich im Zeitablauf von -2.716 TEUR (2026) auf -692 TEUR (2031), da im Detailplanungszeitraum 2026 bis 2028 liquide Mittel für Investitionen in das Sachanlagevermögen verwendet werden.

Zur Plausibilisierung des angesetzten unverschuldeten Betafaktors von 0,45 haben wir den historischen unverschuldeten Betafaktor der Peer-Group anhand eines Beobachtungszeitraum von zwei Jahren bei Verwendung wöchentlicher Renditepaare ermittelt. Als Referenzindex wurde wieder jeweils der breiteste lokale Index verwendet.

In der folgenden Tabelle sind die Betafaktoren zum 01.06.2026 dargestellt:

Unternehmen	Referenzindex	Betrachtungszeitraum	Datenpunkte	Beta Raw	Unlevered Beta
Kofola CeskoSlovensko a.s.	Czech PX	2 Jahre	103	0,38	0,25
National Beverage Corp.	Wilshire 5000	2 Jahre	90	0,22	0,23
Primo Brands Corporation	Wilshire 5000	2 Jahre	90	0,22	0,14
A.G. BARR p.l.c.	FTSE All-Share	2 Jahre	103	0,63	0,67
Olvi Oyj	Finland OMXH	2 Jahre	103	0,47	0,49
Carlsberg A/S	OMX Copenhagen Cap. Gl	2 Jahre	103	0,73	0,53
Heineken N.V.	AEX All Share	2 Jahre	103	0,67	0,49
Minimum				0,22	0,14
Mittelwert (arithm.)				0,47	0,40
Median				0,47	0,49
Maximum				0,73	0,67
<i>Mittelwert aus Median und arithm. Mittel</i>					<i>0,44</i>

Tabelle 36: Übersicht verschuldete 2-Jahres Betafaktoren Peer-Group (eigene Berechnung).

Quelle: S&P Capital IQ, eigene Berechnungen.

Die historischen (verschuldeten) 2-Jahres Raw Betafaktoren der Unternehmen aus der Peer-Group bewegen sich in einer Bandbreite zwischen 0,22 und 0,73. Das arithmetische Mittel beträgt 0,47 und der Median beläuft sich auf rd. 0,47.

Die historischen (verschuldeten) Raw Betafaktoren der Unternehmen aus der Peer-Group sind um die Fremdfinanzierung zu bereinigen (sog. unlevern).

Die unverschuldeten 2-Jahres Betafaktoren bewegen sich in einer Bandbreite zwischen 0,14 und 0,67. Das arithmetische Mittel beträgt 0,40 und der Median 0,49. Der Mittelwert zwischen arithmetischen Mittel und Median beträgt 0,44.

Im Ergebnis liegt der von uns gutachterlich angesetzte Betafaktor der Staatl. Mineralbrunnen von 0,45 zwischen dem 5-Jahresbetafaktor der Peer Group von 0,49 und dem 2-Jahresbetafaktor der Peer Group von 0,44.

c) Wachstumsabschlag

In der Unternehmensbewertung ist des Weiteren das Wachstum der erwarteten zukünftigen Unternehmensergebnisse zu berücksichtigen. Während die Erträge festverzinslicher Wertpapiere, die für die Ermittlung des Basiszinssatzes angenommen werden, über deren Laufzeit unabhängig von der künftigen Geldentwertung nominal konstant bleiben (und daher in realer Kaufkraft sinken), können Unternehmen unter Umständen unter Inflationsbedingungen nominal steigende Zukunftserfolge erwirtschaften. Dies wird durch den Ansatz eines Wachstumsabschlages im Diskontierungsfaktor berücksichtigt. Der Wertbeitrag der unternehmerischen Zahlungsüberschüsse, die zeitlich nach der Detailplanungsphase anfallen, wird im Rahmen der Bewertung mit dem Barwert einer ewigen Rente erfasst. Während ein eventuelles Wachstum in der Detailplanungsphase direkt in der Unternehmensplanung abgebildet ist, erfordert die Ermittlung eines nachhaltigen Wachstums in der Phase der ewigen Rente eine Abschätzung des langfristig erreichbaren Wachstumstrends. Es ist daher für diese Jahre ein Kapitalisierungszinssatz zu verwenden, der um einen Wachstumsabschlag vermindert wird.

Ein Wachstumsabschlag ist dann geboten, wenn die Zukunftserfolge auf der Preisbasis des Bewertungsstichtages geplant sind. In den Zukunftserfolgen, die im nachhaltigen Ergebnis abgeleitet werden (ewige Rente), ist ein nominales Wachstum nicht berücksichtigt. Die nominalen finanziellen Überschüsse verändern sich jedoch sowohl aufgrund von Preissteigerungen als auch aufgrund von Mengen- und Strukturveränderungen.

Im Fall der hier zu bewertenden Staatl. Mineralbrunnen konnten wir dementsprechend für die Kapitalisierung der geplanten Ergebnisse für die Detailplanungsphase sowie für die Konvergenzphase auf den Ansatz eines Wachstumsabschlages verzichten, da die Erträge und Aufwendungen nominal geplant worden sind.

Für die Schätzung des künftigen nominalen Wachstums der finanziellen Überschüsse in der ewigen Rente stellt die erwartete Geldentwertungsrate einen ersten Anhaltspunkt dar. Allerdings ist eine solche Schätzung der Wachstumsrate anhand der Inflationsrate nur als erster Anhaltspunkt zu interpretieren. Amerikanische Untersuchungen haben gezeigt, dass die Ergebnisse von existierenden Unternehmen langfristig um ca. 2,00 %-Punkte pro Jahr langsamer wachsen als das (nominale) Bruttoinlandsprodukt (BIP). Neu gegründete Unternehmen wachsen dagegen anfangs stärker als das BIP.

Zukünftig wird erwartet, dass die Differenz auf ca. 1,00 %-Punkt sinken wird. Es wird als nicht plausibel erachtet, dass Unternehmen langfristig stärker als das reale Bruttosozialprodukt (BSP) wachsen können.

Auch Untersuchungen in Deutschland für die Jahre 1971 bis 1992 haben gezeigt, dass langfristig das Gewinnwachstum deutscher Unternehmen nicht das Niveau der Inflation erreicht hat. Im Durchschnitt beträgt das Gewinnwachstum lediglich 45 % bis 50 % der Inflationsrate. Neuere Untersuchungen der

Inflationsüberwälzung deutscher Unternehmen bestätigen diese Ergebnisse. Dabei wurden die Jahre 1998 bis 2020 betrachtet.¹¹⁷

Die vorstehenden empirischen Daten sind zudem durch zwei Sonderfaktoren verzerrt: Zum einen fehlen negative Ergebnisbeiträge von in Konkurs/Insolvenz gegangenen Unternehmen, zum anderen sind Gewinnthesaurierungen enthalten, die zeitlich nachgelagerte Gewinne generieren (z.B. in Form von Kapitalerträgen oder Rückfluss aus Investitionen). Beide Effekte führen dazu, dass die langfristige „reale“ Ergebnisentwicklung in den empirischen Daten zu positiv ausgewiesen wird.

Auch nach der Rechtsprechung¹¹⁸ trägt der Wachstumsabschlag dem Umstand Rechnung, dass die Geldentwertung in einem Unternehmen nicht in demselben Umfang eintritt, wie bei der Kapitalanlage in festverzinslichen Wertpapieren, bei denen der Zins eine Geldentwertungsprämie enthält.

Die Inflationserwartungen in Deutschland liegen bei 2,00 % p.a. Die EZB spricht derzeit ein Inflationsziel von im Mittel 2,00 % p.a. aus. In der Detailplanungsphase 2026 bis 2031 geht die Staatl. Mineralbrunnen davon aus, dass das Wachstum der operativen Geschäftstätigkeit zum geringen Teil mengen- und zum überwiegenden Teil preisgetrieben ist. So plant die Gesellschaft im Jahr 2028 Preiserhöhungen für ihre Produkte durchzuführen. Preiserhöhungen können aufgrund des starken Wettbewerbsdrucks jedoch lediglich im Abstand mehrerer Jahre durchgeführt werden. Für den unendlichen Zeitraum der ewigen Rente geht die Staatl. Mineralbrunnen davon aus, kostenseitige Preissteigerungen nur eingeschränkt an ihre Kunden überwälzen zu können. Hintergrund ist, dass die Branche generell, sowie das Bewertungsobjekt im speziellen, mit einem hohen Preisdruck und Wettbewerbsdruck am Absatzmarkt konfrontiert ist und auch weiterhin konfrontiert sein wird. Dies bedeutet, dass Kostensteigerungen lediglich zum Teil durch Preissteigerungen bei eigenen Produkten ausgeglichen werden können. Diese Dynamik spiegelt der angesetzte Wachstumsabschlag von 1,00 % in der Phase der ewigen Rente wider.

¹¹⁷ Vgl. dazu auch *Emmert/Becker/Suerbaum*, WPg 2023, S. 885.

¹¹⁸ Vgl. OLG München v. 02.09.2019, 31 Wx 358/16; OLG Düsseldorf v. 06.09.2018, 26 W 1/18.

d) Zusammenfassung des Kapitalisierungszinssatzes

Zusammenfassend ergeben sich aufgrund vorstehender Überlegungen für die Detailplanungsphase der Jahre 2026 bis 2028, die Konvergenzphase der Jahre 2029 bis 2031 sowie die Phase der ewigen Rente der Jahre 2032 ff. (TV) die nachfolgend dargestellten Kapitalisierungszinssätze:

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032 ff.
Basiszinssatz nach pers. Steuern	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%
MRP nach pers. Steuern	5,125%	5,125%	5,125%	5,125%	5,125%	5,125%	5,125%
Betafaktor verschuldet	0,39	0,35	0,37	0,43	0,43	0,43	0,43
Wachstumsabschlag							1,00%
Kapitalisierungszinssatz	4,60%	4,35%	4,47%	4,79%	4,77%	4,76%	3,76%

Tabelle 37: Übersicht zum Kapitalisierungszinssatz.

Wir erachten die in vorstehender Tabelle aufgeführten Kapitalisierungszinssätze für Bewertungszwecke für angemessen.

3. Ertragswert der Staatl. Mineralbrunnen

a) Vorbemerkung

Der Unternehmenswert der Staatl. Mineralbrunnen ergibt sich aus dem Ertragswert des operativen Geschäfts zuzüglich etwaiger gesonderter Wertbeiträge.

Es liegen folgende gesondert zu berücksichtigende Wertbeiträge vor:

- nicht für den operativen Geschäftsbetrieb notwendige Liquidität zum 20.08.2026;
- Zufluss aus künftig erwarteter, bedingter Forderung;
- Ertrag aus Auflösung der Rückstellung;
- Ausschüttung 2026 vor dem Bewertungsstichtag 20.08.2026.

Die Ermittlung des Unternehmenswerts der Staatl. Mineralbrunnen erfolgt auf den Bewertungsstichtag 20.08.2026.

b) Ermittlung des Ertragswerts

Für die Diskontierung der jährlichen Ausschüttungen sind wir davon ausgegangen, dass die Gewinnausschüttungen jeweils zum Geschäftsjahresende erfolgen. Die Ausschüttungen wurden somit vom Ende des jeweiligen Geschäftsjahres auf den Bewertungsstichtag 31.12.2025 (technischer Bewertungsstichtag) abgezinst. Es kann allein dann von dem üblichen, am Markt beobachtbaren Ausschüttungsverhalten abgewichen werden, wenn Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder rechtlicher Natur bestehen.¹¹⁹ In der ewigen Rente erfolgt eine wachstumsbedingte Thesaurierung i.H.v. 74 TEUR, die sich aus der Veränderung bzw. dem Wachstum der Bilanzpositionen in der ewigen Rente 2032 ff. im Vergleich zum letzten Planjahr 2031 der Konvergenzphase ergibt.

Wir haben die Kapitalkosten zum Stand 01.06.2026 zur Diskontierung der bewertungsrelevanten finanziellen Überschüsse angesetzt.

Die Ermittlung des Unternehmenswerts der Staatl. Mineralbrunnen ergibt sich danach wie folgt:

¹¹⁹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rn. 87.

Staatl. Mineralbrunnen AG Bad Brückenau		Detailplanung			Konvergenzphase			ewige Rente
		2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032 ff.
[TEUR]		Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
Jahresergebnis		334	167	516	536	560	578	670
Wachstumsbedingte Thesaurierung								-74
Ausschüttung Jahresergebnis		530	442	442	536	560	578	595
Ausschüttung TV (Annahme Ausschüttungsquote Alternativrendite)								335
./. Steuerbelastung i.H.v. 26,375%)		0	-116	-116	-141	-148	-153	-88
Thesaurierung TV (fiktive direkte Zurechnung)								261
./. Steuerbelastung (hälftige Abgeltungsteuer zzgl. SolZ, 13,1875%)								-34
Nettozufluss auf Anteilseignerebene		530	325	325	395	412	426	473
Basiszinssatz (nach pers. Steuern)		2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%
Marktrisikoprämie (nach pers. Steuern)		5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%
Betafaktor unverschuldet		0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45
Net Debt zum 31.12. zu MW	-12,31%	-23,26%	-17,75%	-4,02%	-4,79%	-5,28%	-5,50%	
Betafaktor verschuldet		0,39	0,35	0,37	0,43	0,43	0,43	0,43
Wachstumsabschlag								1,00%
Kapitalisierungszinssatz nach pers. Steuern (verschuldet)		4,60%	4,35%	4,47%	4,79%	4,77%	4,76%	3,76%
Barwert 31.12.	11.671	11.677	11.860	12.065	12.249	12.421	12.587	
Ertragswert zum 31.12.2025 (nach pers. Steuern)	11.671							
Aufzinsung	1,029							
Ertragswert zum 20.08.2026 (nach pers. Steuern)	12.009							

Tabelle 38: Ableitung des Ertragswerts zum 20.08.2026.

Der Ertragswert der Staatl. Mineralbrunnen nach den Vorgaben des IDW S 1 i.d.F. 2026 beträgt zum 31.12.2025 (technischer Bewertungsstichtag) 11.671 TEUR. Durch die Aufzinsung auf den 20.08.2026 (Bewertungsstichtag) wird gewährleistet, dass der Unternehmenswert zum 20.08.2026 bereits die anteiligen Ergebnisse des Geschäftsjahres 2026 berücksichtigt.

Der Ertragswert der Staatl. Mineralbrunnen nach den Vorgaben des IDW S 1 i.d.F. 2026 beträgt zum 20.08.2026 (Bewertungsstichtag) 12.009 TEUR.

c) Wertbeitrag des gesondert zu berücksichtigenden Vermögens

aa) Vorbemerkung

Der IDW S 1 i.d.F. 2026 sieht bei materiellen oder immateriellen Vermögenswerten oder Gruppen von Vermögenswerten, die im Rahmen der Ableitung der Zukunftserfolge aus der Managementplanung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden, vor die Zukunftserfolge entweder so anzupassen, dass eine vollständige Abbildung erreicht wird, oder diese sind dem Zukunftserfolgswert als gesondert bewertetes Vermögen hinzuzurechnen.¹²⁰

Nicht für den operativen Geschäftsbetrieb notwendiges Vermögen umfasst Vermögensgegenstände einschließlich der dazugehörigen Schulden, die aus dem Unternehmen herausgelöst werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wäre (funktionales Abgrenzungskriterium). Der Unternehmenswert ergibt sich dann aus der Summe des Ertragswertes und der Sonderwerte des nicht für den operativen Geschäftsbetrieb notwendigen Vermögens.

Die Staatl. Mineralbrunnen hält zum 31.12.2025 Vermögensgegenstände und Schulden, welche für die operative Geschäftstätigkeit nicht notwendig sind.

In die Ertragswertermittlung sollen nur die finanziellen Erträge und Aufwendungen berücksichtigt werden, die im Zusammenhang mit dem betriebsnotwendigen Vermögen bzw. der operativen Geschäftstätigkeit stehen.

bb) Bestimmung der nicht für den operativen Geschäftsbetrieb notwendigen Liquidität zum 20.08.2026

Der Liquiditätsbestand der Staatl. Mineralbrunnen ist im Zusammenhang mit dem Verkauf der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH im Jahr 2023 sprunghaft angestiegen. Zum 31.12.2025 lagen liquide Mittel i.H.v. 5.900 TEUR vor.

Analyse der nicht für den operativen Geschäftsbetrieb notwendigen Liquidität	2020 ACT TEUR	2021 ACT TEUR	2022 ACT TEUR	2023 ACT TEUR	2024 ACT TEUR	2025 ACT TEUR
Liquidität	480	601	1.020	5.043	4.537	5.900
Liquidität in % der Umsatzerlöse lt. JA	3,70%	4,70%	6,79%	30,59%	27,04%	31,25%
betriebsnotwendige Liquidität Annahme in % der Umsatzerlöse lt. JA						5,00%
betriebsnotwendige Liquidität						944

Tabelle 39: Ableitung der betriebsnotwendigen Liquidität zum 31.12.2025.

¹²⁰

Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rn. 47.

Annahmegemäß benötigt die Staatl. Mineralbrunnen zur Finanzierung ihres laufenden Geschäftsbetriebs und zur Aufrechterhaltung der Zahlungsfähigkeit liquide Mittel i.H.v. 5,00 % ihres Jahresumsatzes (nach Berücksichtigung von Erlösschmälerungen (inkl. Streckenvergütungen)). Dies entspricht dem Niveau der Liquidität in % der Umsatzerlöse der Jahre 2020 bis 2022 vor dem Verkauf der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH im Jahr 2023. In den Jahren 2020 bis 2022 betrug die Liquidität in % der Umsatzerlöse zwischen 3,70 % (2020) und 6,79 % (2022).

Zur Finanzierung des operativen Geschäftsbetriebs der Staatl. Mineralbrunnen und zur Aufrechterhaltung der laufenden Geschäftstätigkeit in der Detailplanungsphase benötigt die Gesellschaft zum 31.12.2025 liquide Mittel i.H.v. 2.300 TEUR, um in den Jahren 2029 bis 2031 der Konvergenzphase das nachhaltige Verhältnis der Liquidität von rd. 5 % der Umsatzerlöse (nach Berücksichtigung von Erlösschmälerungen (inkl. Streckenvergütungen) bzw. Gesamtleistung lt. Planung) sicherzustellen.

In der ewigen Rente 2032 ff. beträgt die Liquidität 1.075 TEUR und in Relation zur Gesamtleistung 4,97 %. Der Bestand der Liquidität bewegt sich somit im eingeschwungenen Zustand der ewigen Rente 2032 ff. auf dem angenommenen Niveau von rd. 5 % der Gesamtleistung.

Zum 31.12.2025 (technischer Bewertungsstichtag) beträgt der Bestand an nicht für den operativen Geschäftsbetrieb notwendige Liquidität 3.600 TEUR (= 5.900 TEUR – 2.300 TEUR). Durch die Aufzinsung auf den 20.08.2026 (Bewertungsstichtag) erhöht sich die nicht für den operativen Geschäftsbetrieb notwendige Liquidität auf 3.704 TEUR zum 20.08.2026.

cc) Bestimmung weiterer gesondert zu berücksichtigenden Erträge zum 20.08.2026

Darüber hinaus gibt es noch folgende gesondert zu berücksichtigende Erträge:

- Zufluss aus einer künftig erwarteten, bedingten Forderung: Der Zufluss aus der künftig erwarteten, bedingten Forderung i.H.v. 1.000 TEUR, welche auf eine erwartete Earn-out-Zahlung aus dem Verkauf der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH resultiert, ist ebenfalls dem Ertragswert hinzuzurechnen. Aufgrund von § 8b KStG löst der Zufluss keine wesentlichen Unternehmenssteuern aus. Daher haben wir auf die Berücksichtigung von Unternehmenssteuern verzichtet.
- Auflösung einer Rückstellung: Im Mai 2026 hat sich die Staatl. Mineralbrunnen im Rechtsstreit mit dem Altvorstand auf eine Aufhebungsvereinbarung geeinigt. Die zugehörige Rückstellung wurde vor dem Ende der Vergleichsverhandlungen gebildet und ist deshalb zu hoch ausgewiesen. Folglich liegt eine stille Reserve i.H.v. 200 TEUR vor. Abzüglich der Unternehmenssteuer i.H.v. 28,075 % ergibt sich ein weiterer gesondert zu berücksichtigender Ertrag i.H.v. 144 TEUR vor.

Die Summe der weiter gesondert zu berücksichtigende Erträge beträgt somit 1.144 TEUR (= 1.000 TEUR künftig erwartete, bedingte Forderung + 144 TEUR stille Reserve Rechtsstreit Altvorstand).

d) Bestimmung des Unternehmenswerts (Equity Value) zum 20.08.2026

Ausgehend von einem Ertragswert der Staatl. Mineralbrunnen zum 20.08.2026 i.H.v. 12.009 TEUR erfolgt unter Berücksichtigung der gesondert hinzuzurechnenden Vermögensgegenstände die Ermittlung des Unternehmenswerts der Staatl. Mineralbrunnen zum 20.08.2026.

Zum 31.12.2025 (technischer Bewertungsstichtag) beträgt der Bestand an nicht für den operativen Geschäftsbetrieb notwendiger Liquidität 3.600 TEUR (= 5.900 TEUR – 2.300 TEUR). Die nicht für den operativen Geschäftsbetrieb notwendige Liquidität kann nominal vollständig aus dem steuerlichen Einlagekonto der Staatl. Mineralbrunnen ausgeschüttet werden. Eine Steuerbelastung in Form der Abgeltungsteuer zzgl. SolZ. i.H.v. 26,375% fällt somit nicht an.

Die Summe der weiter gesondert zu berücksichtigende Erträge beträgt 1.144 TEUR und besteht aus einer künftig erwarteten, bedingten Forderung i.H.v. 1.000 TEUR zzgl. eines Ertrags (nach Unternehmenssteuern) aus einer zu hohen Rückstellung für den Rechtsstreit mit dem Altvorstand i.H.v. 144 TEUR.

Der Wert des steuerlichen Einlagekontos nach Berücksichtigung der Ausschüttung 2026 i.H.v. 4.227 TEUR übersteigt die nominale Ausschüttung der nicht für den operativen Geschäftsbetrieb notwendigen Liquidität zum 20.08.2026 i.H.v. 3.600 TEUR um 627 TEUR.

Ableitung der Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto	
in TEUR	
Steuerliches Einlagekonto vor Ausschüttung 2026	4.757
Ausschüttung 2026	530
Steuerliches Einlagekonto nach Ausschüttung 2026	4.227
Ausschüttung nicht operativ notwendige Liquidität (nominal)	3.600
Ausschüttung aus steuerlichem Einlagekonto	627

Tabelle 40: Ableitung der Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto.

Somit ist eine steuerfreie Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto i.H.v. 627 TEUR zu berücksichtigen.

Insgesamt beträgt die steuerpflichtige Auskehrung der weiteren gesondert zu berücksichtigenden Erträge 517 TEUR (= 1.144 TEUR – 627 TEUR). Die Steuerbelastung (Abgeltungsteuer zzgl. SolZ. 26,375%) auf Anteilseignerebene beträgt 136 TEUR (517 TEUR x 26,375 %). Der Zufluss aus den weiteren gesondert zu berücksichtigenden Erträgen beträgt nach pers. Steuern somit 1.008 TEUR (1.144 TEUR weiter gesondert zu berücksichtigende Erträge – 136 TEUR Steuerbelastung auf Anteilseignerebene).

Die Dividendenausschüttung für das Jahr 2025, welche im Zeitraum 01.01.2026 bis 20.08.2026 erfolgt beträgt barwertig 521 TEUR¹²¹ und ist vom Ertragswert vor gesondert zu bestimmenden Wertbeiträgen abzuziehen.

Staatl. Mineralbrunnen AG Bad Brückenau	
[TEUR]	
Ertragswert zum 20.08.2026 (nach pers. Steuern)	12.009
nicht operativ notw. Liquidität zum 31.12.2025	3.600
Aufzinsung	1,029
nicht operativ notw. Liquidität zum 20.08.2026 (vor pers. Steuern)	3.704
Ausschüttung aus steuerlichen Einlagekonto (nominal)	3.600
steuerpflichtige Auskehrung	0
./. Steuerbelastung (Abgeltungsteuer zzgl. Soli, 26,375%)	0
Wertbeitrag nicht operativ notw. Liquidität zum 20.08.2026 (nach pers. Steuern)	3.704
Zufluss aus künftig erwarteter, bedingter Forderung (vor. pers. Steuern)	1.000
Ertrag aus Auflösung der Rückstellung (nach Unternehmenssteuern)	144
Summe weiterer gesondert zu berücksichtigende Erträge	1.144
Ausschüttung aus steuerlichen Einlagekonto	627
steuerpflichtige Auskehrung	517
./. Steuerbelastung (Abgeltungsteuer zzgl. Soli, 26,375%)	-136
Zufluss aus erwarteter, bedingter Forderungen (nach pers. Steuern)	1.008
Abzug barwertige Ausschüttung 2026 (ab- und aufgezinst)	-521
Wert der gesonderten Vermögensgegenstände zum 20.08.2026 (nach pers. Steuern)	4.191
Unternehmenswert (Equity Value) zum 20.08.2026	16.200

Tabelle 41: Ableitung des Unternehmenswerts zum 20.08.2026.

Insgesamt betragen die dem Ertragswert zum 20.08.2026 gesondert hinzuzurechnenden Vermögensgegenstände (nach pers. Steuern) zum 20.08.2026 4.191 TEUR.

Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert nach den Vorgaben des IDW S 1 i.d.F. 2026 der Staatl. Mineralbrunnen beträgt zum 20.08.2026 rd. 16.200 TEUR (= 12.009 TEUR (Ertragswert zum 20.08.2026) + 4.191 TEUR (gesondert hinzuzurechnende Vermögensgegenstände zum 20.08.2026)).

Bei einer Anzahl von insg. 353.266 Aktien resultiert zum 20.08.2026 basierend auf dem Ertragswertverfahren ein

Wert je Aktie i.H.v. 45,86 EUR.

¹²¹ 530 EUR / 1,046 (Kapitalkosten 2026) x 1,029 (Aufzinsungsfaktor).

4. Plausibilisierung

Die Bewertung von Unternehmen kann nie in Form der Berechnung eines Punktwerts erfolgen, sondern lässt sich in der Bewertungspraxis regelmäßig innerhalb bestimmter Bandbreiten angeben. Gesetzliche Grenzen solcher Bandbreiten gibt es nicht. Allerdings dürften Schwankungen von bis zu 5,00 % im Rahmen des Üblichen liegen und insoweit nicht zu beanstanden sein.¹²² Nichtsdestotrotz ergibt sich auf Basis der dargelegten Annahmen in einem ersten Schritt rechnerisch ein (Punkt-) Wert, und gerade keine Bandbreite.

Die Absicherung von Unternehmensbewertungen erfolgt in der Praxis regelmäßig über weitergehende Plausibilisierungen. Hierbei sind verschiedene Methoden denkbar. Keine dieser Methoden kann für sich isoliert gesehen den Anspruch erheben, allgemeinverbindlich zu sein. Allerdings hat einerseits jede der im Folgenden genannten Methoden ihre Berechtigung und praktische Anerkennung. Andererseits sind die angestellten Vergleichsüberlegungen geeignet, das zuvor nach IDW S 1 i.d.F. 2026 ermittelte Bewertungsergebnis einerseits abzusichern, andererseits in eine Bandbreite einordnen zu können.

Der auf Basis des Ertragswertverfahrens nach IDW S 1 i.d.F. 2026 ermittelte Unternehmenswert kann regelmäßig mit Hilfe von Marktpreisen/Börsenkursen oder vereinfachten Preisfindungen wie dem Multiplikatorverfahren plausibilisiert werden. Die Plausibilisierung vermag bei abweichenden Unternehmenswerten zur Überprüfung der bewertungsrelevanten Parameter führen als auch zu Interpretationsansätzen für die unterschiedliche Wertfindung dienen. Als Multiplikatoren (auch Multiples genannt) können hierbei Ergebnismultiplikatoren oder umsatz- und produktmengenbezogene Multiplikatoren herangezogen werden.

¹²² Vgl. OLG München v. 02.09.2019, 31 Wx 358/16; Vgl. OLG Düsseldorf v. 28.06.2024, 26 W 8/20.

a) Plausibilisierung mittels Multiples

Bei der Anwendung von Multiples kommen Marktpreise vergleichbarer Unternehmen zur Anwendung. Theoretischer Hintergrund dieser Verfahren ist, dass sich der Wert eines Unternehmens aus einem Vergleich bestimmter Kennzahlen (und Werte bzw. Preise) von Unternehmen einer Peer-Group ermitteln lässt. Dabei wird in der Praxis meist der Marktpreis des Vergleichsunternehmens, d.h. der Enterprise Value oder Gesamtunternehmenswert – bestehend aus Kaufpreis (Transaktions-Multiple) bzw. Marktkapitalisierung (Trading-Multiple) und der Nettoverschuldung bzw. dem zinstragenden Fremdkapital – zu einer Bezugsgröße (bspw. Umsatz, EBITDA, EBIT) ins Verhältnis gesetzt:

Multiple x Bezugsgröße = auf Eigen- und Fremdkapitalgeber entfallender Gesamtunternehmenswert

Um eine sachgerechte Plausibilisierung des Ertragswerts der Staatl. Mineralbrunnen vornehmen zu können, werden die EBIT-Multiples des FINANCE Magazins sowie die EBIT-Trading-Multiples der Peer-Group herangezogen.¹²³ In diesem Zusammenhang wird auf Multiples der Branche Nahrungs- und Genussmittel abgestellt, da die Staatl. Mineralbrunnen im Bereich der Produktion und Vermarktung von Mineralwässern und Erfrischungsgetränke tätig ist.

Es ist zu beachten, dass für die Ableitung des Marktwertes des Eigenkapitals (Equity Value) von dem auf Basis von EBIT-Multiples ermittelten Gesamtunternehmenswert (Entity Value) die Nettofinanzposition i.H.v. 1.437 TEUR zum 31.12.2025 zu addieren ist.

Die Staatl. Mineralbrunnen verfügt zum 31.12.2025 über nachhaltig verzinsliches Fremdkapital i.H.v. -1.437 TEUR.

Net Debt zum 31.12.2025	In TEUR
./. Verbindlichkeiten KI	343
./. Pensionsverbindlichkeiten	521
+ Kasse (um Sonderwert Liquidität i.H.v. 3.600 TEUR bereinigt)	2.300
Nettofinanzposition zum 31.12.2025	-1.437

Tabelle 42: Nettofinanzposition zum 31.12.2025

Daher unterscheidet sich bei der Staatl. Mineralbrunnen der Gesamtunternehmenswert des operativen Geschäfts (vor Berücksichtigung der gesondert hinzuzurechnenden Vermögensgegenstände) vom Marktwert des Eigenkapitals. Die gesondert hinzuzurechnenden Vermögensgegenstände i.H.v. 4.191 TEUR wurden bei der Ertragswertermittlung nicht berücksichtigt und sind deshalb nicht in den zu vergleichenden Gesamtunternehmenswert der Multiple-Analyse einzubeziehen.

¹²³ Als anerkannte Multiplikatoren dienen in der Bewertungspraxis die im Finance Magazin veröffentlichten Multiplikatoren. Vgl. zum Stand Mai 2026 die Ausgabe FINANCE Mai/Juni 2026.

EBIT-Multiples	von	bis	Mittelwert
Nahrungs- und Genussmittel	6,1x	7,6x	6,9x

Tabelle 43: Finance-Multiples EBIT in der Kategorie small-cap (Umsatz von 20 Mio. EUR bis unter 50 Mio. EUR p.a.).

Von den auf Basis der in Tabelle 43 aufgeführten FINANCE Multiples für das EBIT in der Branche Nahrungs- und Genussmittel ermittelten auf Eigen- und Fremdkapitalgeber entfallenden Unternehmenswerte ist der Marktwert der vorhandenen Nettofinanzposition zu addieren, um auf den Marktwert des Eigenkapitals (equity value) überzuleiten. Es ergeben sich Marktwerte des Eigenkapitals für die Gesellschaft zwischen 5.511 TEUR und 6.513 TEUR (Mittelwert: 6.012 TEUR). Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert der Staatl. Mineralbrunnen zum 20.08.2026 i.H.v. 12.009 TEUR (vor Sonderwerten) liegt somit oberhalb der Bandbreiten der mittels EBIT-Multiples der Branche Nahrungs- und Genussmittel ermittelten Marktwerte des Eigenkapitals.

Trading Multiples der Peer-Group-Unternehmen	
Unternehmen	EBIT-Trading Multiple
Kofola CeskoSlovensko a.s.	15,4x
National Beverage Corp.	16,6x
Primo Brands Corporation	15,9x
A.G. BARR p.l.c.	10,5x
Olvi Oyj	7,8x
Carlsberg A/S	14,1x
Heineken N.V.	15,0x

Tabelle 44: Trading Multiples der Peer-Group.

Quelle: S&P Capital IQ, eigene Berechnungen.

Wir ziehen außerdem EBIT-Trading-Multiples der Peer-Group heran. Die EBIT-Multiples basieren auf den letzten vor dem Stichtag der Kapitalkostenermittlung 01.06.2026 berichteten Ist-Kennzahlen der Peer-Group-Unternehmen.

Zur Berechnung des Gesamtunternehmenswerts haben wir das EBIT des Planjahres 2028 i.H.v. 668 TEUR angesetzt.

Die EBIT-Trading-Multiples bewegen sich in einer Bandbreite von 7,8x (Olvi Oyj) bis 16,6x (National Beverage Corp.). Von den ermittelten auf Eigen- und Fremdkapitalgeber entfallenden Unternehmenswerten, basierend auf den EBIT-Multiples, ist der Marktwert der vorhandenen Nettofinanzposition zum 31.12.2025 i.H.v. 1.437 TEUR zu addieren, um auf den Marktwert des Eigenkapitals (equity value) überzuleiten.

Es ergeben sich Marktwerte des Eigenkapitals für die Staatl. Mineralbrunnen in einer Bandbreite zwischen 6.647 TEUR und 12.525 TEUR (Mittelwert: 9.586 TEUR). Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert der Staatl. Mineralbrunnen (vor Sonderwerten) zum 20.08.2026 i.H.v. 12.009 TEUR liegt somit im oberen Bereich der Bandbreiten der mittels EBIT-Trading-Multiples der Peer-Group ermittelten Marktwerte des Eigenkapitals vor Sonderwerten.

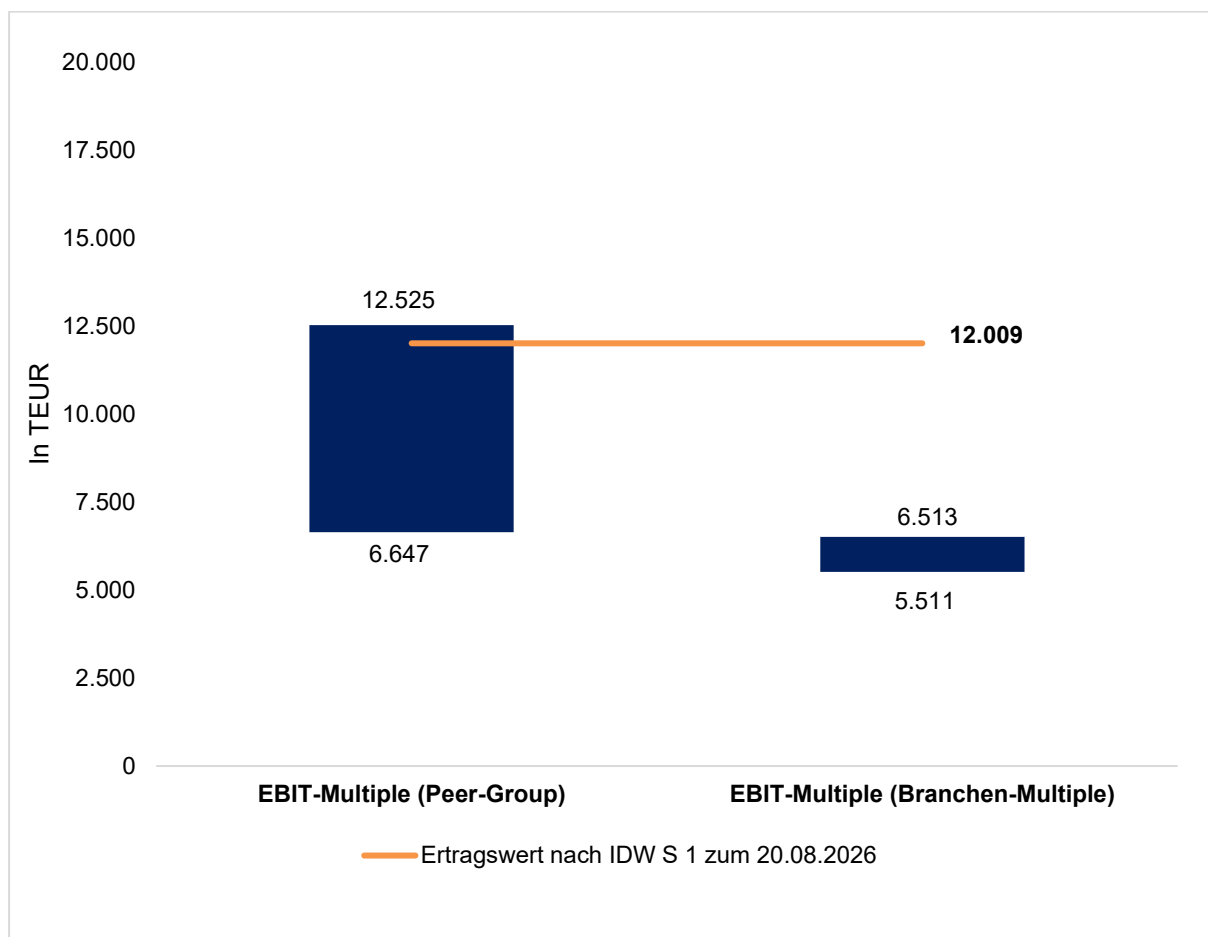


Abbildung 13: Ergebnisse Multiple-Analyse.

Die Multiple-Analyse zeigt, dass der nach dem Ertragswertverfahren gemäß IDW S 1 ermittelte Unternehmenswert des Bewertungsobjekts im oberen Bereich der mittels historischer EBIT-Trading-Multiples der Peer-Group ermittelten Bandbreiten an Unternehmenswerten liegt.

Die Multiple-Analyse zeigt weiterhin, dass der nach dem Ertragswertverfahren gemäß IDW S 1 ermittelte Unternehmenswert des Bewertungsobjekts über den mittels historischer EBIT-Multiples der Branche „Nahrungs- und Genussmittel“ ermittelten Bandbreiten an Unternehmenswerten liegt.

An der Stelle weisen wir darauf hin, dass Multiples bei einer Unternehmensbewertung nach IDW S 1 insgesamt nur eine eingeschränkte Aussagekraft zukommt. Multiples können nach IDW S 1 lediglich im

Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse einer Bewertung nach dem Ertragswertverfahren bieten.¹²⁴ Der nach IDW S 1 ermittelte Ertragswert basiert hingegen auf den unternehmensspezifischen Zukunftserwartungen und kann daher von Marktindikatoren abweichen. Somit stellen Multiples kein zu den kapitalwertorientierten Verfahren gleichwertiges Instrument zur Ermittlung von Unternehmenswerten dar.¹²⁵

Vorliegend ist darauf hinzuweisen, dass am Markt beobachtbare Multiples im Zweifel aufgrund von Sondereffekten verzerrt sein könnten. Die vorstehend aufgeführten Bandbreiten von Unternehmenswerten, basierend auf Multiples, stellen insofern keine alternative Berechnung von Unternehmenswerten der Staatl. Mineralbrunnen dar.

¹²⁴ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rn. 140.

¹²⁵ Vgl. *IDW*, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, Kap. G Rn. 37.

b) Sensitivitätsanalysen

Zur Überprüfung des Einflusses der Veränderung von Parametern auf den Unternehmenswert nach den Vorgaben des IDW S 1 i.d.F. 2026 haben wir verschiedene Sensitivitätsrechnungen durchgeführt. Als Parameter haben wir hierzu die Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes ausgewählt, da diese Bewertungsparameter den Wert in besonderem Maße beeinflussen.

Wir weisen an der Stelle darauf hin, dass die nachstehenden Sensitivitätsüberlegungen und die hieraus rechnerisch abgeleiteten Werte nur zu Informationszwecken dienen. Die einzelnen nachstehend aufgeführten Szenariowerte stehen nicht im Widerspruch zu unserem Bewertungsergebnis. Grundsätzlich führen Kombinationen aus höherem Wachstumsabschlag und niedrigerem Betafaktor zu höheren Unternehmenswerten. Diese Kombinationen sind jedoch unplausibel, denn typischerweise geht mit höherem Wachstum ein höheres Risiko einher.

Marktrisikoprämie und Wachstumsabschlag

In nachstehender Matrix ist dargestellt, wie sich der Unternehmenswert nach den Vorgaben des IDW S 1 i.d.F. 2026 der Staatl. Mineralbrunnen c.p. verändert, wenn sich die Parameter Wachstumsabschlag sowie Marktrisikoprämie verändern.

		Wachstumsabschlag									
		0,60%	0,70%	0,80%	0,90%	1,00%	1,10%	1,20%	1,30%	1,40%	1,50%
MRP nach pers. St.	4,38%	16.631	16.774	16.925	17.084	17.253	17.431	17.620	17.820	18.033	18.260
	4,63%	16.309	16.441	16.580	16.726	16.880	17.042	17.215	17.397	17.590	17.796
	4,88%	16.006	16.127	16.254	16.388	16.529	16.678	16.835	17.001	17.178	17.364
	5,13%	15.718	15.830	15.947	16.070	16.200	16.336	16.480	16.631	16.792	16.962
	5,38%	15.446	15.549	15.657	15.770	15.889	16.014	16.145	16.284	16.430	16.585
	5,63%	15.187	15.282	15.382	15.486	15.595	15.710	15.831	15.958	16.091	16.233
	5,88%	14.942	15.030	15.121	15.217	15.318	15.423	15.534	15.650	15.773	15.902

Tabelle 45: Unternehmenswert bei Variation MRP und Wachstumsabschlag.

Es ist grds. davon auszugehen, dass mit sinkenden Kapitalkosten (geringere MRP führt zu geringen Kapitalkosten; ein höherer Wachstumsabschlag führt zu geringen Kapitalkosten in der ewigen Rente) c.p. steigende Unternehmenswerte einhergehen und sich der Unternehmenswert in der Folge erhöht.

Marktrisikoprämie und unverschuldeter Betafaktor

In nachstehender Matrix ist dargestellt, wie sich der Unternehmenswert nach den Vorgaben des IDW S 1 i.d.F. 2026 der Staatl. Mineralbrunnen c.p. verändert, wenn sich die Parameter Marktrisikoprämie und der unverschuldete Betafaktor verändern.

		Betafaktor unverschuldeter									
		0,05	0,15	0,25	0,35	0,45	0,55	0,65	0,75	0,85	0,95
MRP nach pers. St.	4,38%	29.179	24.430	21.245	18.965	17.253	15.922	14.860	13.993	13.273	12.666
	4,63%	29.011	24.108	20.874	18.584	16.880	15.564	14.518	13.669	12.966	12.376
	4,88%	28.846	23.797	20.520	18.224	16.529	15.229	14.200	13.369	12.682	12.108
	5,13%	28.683	23.497	20.181	17.883	16.200	14.915	13.904	13.090	12.420	11.861
	5,38%	28.522	23.205	19.857	17.560	15.889	14.621	13.628	12.830	12.176	11.632
	5,63%	28.363	22.923	19.547	17.253	15.595	14.344	13.369	12.587	11.949	11.419
	5,88%	28.206	22.649	19.250	16.961	15.318	14.084	13.126	12.361	11.738	11.222

Tabelle 46: Unternehmenswert bei Variation MRP und Betafaktor.

Es ist grds. davon auszugehen, dass mit einer sinkenden Marktrisikoprämie c.p. steigende Unternehmenswerte einhergehen und sich der Unternehmenswert in der Folge erhöht.

Wachstumsabschlag und unverschuldeter Betafaktor

In nachstehender Matrix ist dargestellt, wie sich der Unternehmenswert nach den Vorgaben des IDW S 1 i.d.F. 2026 der Staatl. Mineralbrunnen c.p. verändert, wenn sich die Parameter Wachstumsabschlag sowie der unverschuldete Betafaktor verändern.

		Betafaktor unverschuldeter									
		0,05	0,15	0,25	0,35	0,45	0,55	0,65	0,75	0,85	0,95
Wachstumsabschlag	0,40%	24.448	21.030	18.635	16.867	15.510	14.437	13.570	12.855	12.256	11.748
	0,60%	25.606	21.732	19.087	17.170	15.718	14.583	13.673	12.928	12.307	11.783
	0,80%	26.993	22.545	19.598	17.507	15.947	14.742	13.784	13.006	12.362	11.821
	1,00%	28.683	23.497	20.181	17.883	16.200	14.915	13.904	13.090	12.420	11.861
	1,20%	30.786	24.625	20.852	18.308	16.480	15.105	14.035	13.180	12.482	11.903
	1,40%	33.476	25.986	21.632	18.789	16.792	15.313	14.177	13.277	12.549	11.948
	1,60%	37.039	27.659	22.549	19.341	17.142	15.544	14.332	13.383	12.621	11.996

Tabelle 47: Unternehmenswert bei Variation Wachstumsabschlag und Betafaktor.

An der Stelle weisen wir darauf hin, dass die vorstehenden Szenarioüberlegungen rein informativen Charakter besitzen und keine Szenarien sachgerechter Werte darstellen. Insbesondere ist darauf hinzuweisen, dass mit steigenden Unternehmenswerten entsprechend steigende Risiken einhergehen, die sich nicht zuletzt auch in den zugrunde gelegten Planungsrechnungen niederschlagen müssen.

5. Würdigung des Ertragswerts

Der Ertragswert bestimmt sich grds. durch die auf den Bewertungsstichtag mit einem risikoadäquaten Zinssatz diskontierten Jahresüberschüsse, die zur Ausschüttung zur Verfügung stehen. Zusätzlich ist das nicht für den operativen Geschäftsbetrieb notwendige Vermögen des Bewertungsobjekts (sofern vorhanden) zum Ertragswert hinzuzuaddieren. Zu dem nicht für den operativen Geschäftsbetrieb notwendigen Vermögen zählen Vermögensgegenstände (einschließlich Schulden), die einzeln veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird. Zudem sind weitere wertrelevante Sachverhalte zu berücksichtigen, die einen Einfluss auf die Höhe der ausschüttungsfähigen Jahresüberschüsse oder die Besteuerung der ausschüttbaren Beträge haben (bspw. steuerliche Verlustvorträge, Zinsvorträge, steuerliches Einlagekonto).

Naturgemäß außer Acht bleibt bei der Ermittlung des Ertragswerts nach IDW S 1 i.d.F. 2026 der Wert der (betriebsnotwendigen) Substanz des Bewertungsobjekts, welche die Basis respektive das Fundament für die Realisierung der Erträge des Bewertungsobjekts darstellt. Beim Ertragswertverfahren handelt es sich um ein Gesamtbewertungsverfahren bzw. nicht um ein Einzelbewertungsverfahren. Eine zusätzliche Berücksichtigung der betriebsnotwendigen Substanz zum Ertragswert ist nicht mit der Konzeption des Ertragswertverfahrens in Einklang zu bringen. Somit ergibt die Summe der Barwerte der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen und des nicht für den operativen Geschäftsbetrieb notwendigen Vermögens grundsätzlich den Unternehmenswert der zu bewertenden Gesellschaft.

Da es sich bei der Staatl. Mineralbrunnen um eine Gesellschaft handelt, die Grundbesitz mit stillen Reserven zwischen bilanziertem Buchwert und am Markt erzielbaren Zeitwert hält, ist bei Anwendung des Ertragswertverfahrens weitergehend zu prüfen, ob der Liquidationswert gem. IDW S 1 i.d.F. 2026 als Wertuntergrenze greift.

Zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung ist zu untersuchen, ob eine Veräußerung sämtlicher Vermögenswerte und Schulden, d.h. die Liquidation des Bewertungsobjekts für den Minderheitsaktionär vorteilhafter wäre. In einem nächsten Schritt wird daher der Liquidationswert der Gesellschaft, der die Wertuntergrenze nach den Grundsätzen des IDW S 1 i.d.F. 2026 darstellt, ermittelt und dem Ertragswert gegenübergestellt.

IV. Liquidationswert

1. Vorbemerkung

Erweist es sich gegenüber der Unternehmensfortführung insgesamt als vorteilhafter, die einzelnen Vermögensteile des Unternehmens gesondert zu veräußern, so ist nach dem IDW S 1 i.d.F. 2026 die Summe der dadurch erzielbaren Nettoerlöse abzüglich der Summe der bei einer Liquidation anfallenden Kosten – der Liquidationswert – als Unternehmensmindestwert anzusetzen.

Der Liquidationswert wird als Saldo aus Vermögensgegenständen und Schulden berechnet, allerdings auf Basis absatzmarktorientierter Werte. Demnach werden die einzeln veräußerbaren Vermögensgegenstände zu Zerschlagungswerten und die einzeln ablösbaren Schulden zu Ablösebeträgen angesetzt, wobei zusätzlich Zerschlagungskosten zu erfassen sind.

Darüber hinaus sind ertragsteuerliche Konsequenzen zu berücksichtigen, die aus Differenzen zwischen dem erzielbaren Zerschlagungs- bzw. Ablösebetrag und dem Buchwert in der Steuerbilanz resultieren.¹²⁶ Denn die auf diese Liquidationsgewinne/ -verluste abzuführenden Ertragsteuern mindern den Liquidationserlös der Eigner (vgl. ausführlich zu der konzeptionellen Vorgehensweise zur Ermittlung des Liquidationswerts Kap. E.IV.).

Die Ermittlung des Liquidationswerts der Staatl. Mineralbrunnen erfolgt zum 31.12.2025 (technischer Bewertungsstichtag) mit anschließendem Aufzinsen auf den Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung der Staatl. Mineralbrunnen dem 20.08.2026 (Bewertungsstichtag). Wir haben somit auf der geprüften Bilanz zum 31.12.2025 aufgesetzt. Aus der uns vorliegenden Monatsbilanz zum 31.05.2026 sind keine wesentliche Wertunterschiede im Vergleich zum 31.12.2025 ersichtlich. Daher ist das Aufsetzen auf der geprüften Bilanz zum 31.12.2025 angemessen.

¹²⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rn. 151 f.

2. Vermögen

a) Anlagevermögen

Die nachstehenden Ausführungen stellen die Unterschiede zwischen Buch- und Zeitwert der jeweiligen Aktivpositionen im Anlagevermögen der Staatl. Mineralbrunnen zum 31.12.2025 dar.

Im Rahmen unserer Analysen haben wir keine Hinweise auf stille Reserven oder stille Lasten in den immateriellen Vermögensgegenständen i.H.v. 284 TEUR erhalten.

Der Marke „Bad Brückenauer“ ist bei der Ermittlung des Liquidationswerts kein gesonderter Wertbeitrag beizumessen. Mineralwasser ist – anders als z. B. global etablierte Konsumgütermarken – ein weitgehend homogenes, austauschbares Produkt mit geringer wahrnehmbarer Differenzierung. Eine Marke ohne überregionale Bekanntheit und ohne nachweisbares Alleinstellungsmerkmal (z. B. medizinisch belegte Wirkung wie bei ausgewiesenen Heilwässern) erzeugt regelmäßig keinen eigenständigen wirtschaftlichen Mehrwert gegenüber einem namenlosen Vergleichsprodukt.

Für überregional bekannte, austauschbare Mineralwassermarken ohne Premium-Positionierung existiert kein beobachtbarer Lizenzmarkt, über den sich ein eigenständiger Wert ableiten ließe. Anders als bei global vermarkteten Marken, die gegen Lizenzgebühr an Dritte zur Nutzung überlassen werden, ist eine eigenständige wirtschaftliche Verwertung des Markennamens „Bad Brückenauer“ – unabhängig vom dahinterstehenden Geschäftsbetrieb – nicht erkennbar. Selbst wenn ein Investor das Unternehmen als Ganzes (Share Deal) erwerben würde, bemisst sich der hierfür gezahlte Kaufpreis in der Transaktionspraxis nach der Ertragskraft des Geschäftsbetriebs (z. B. EBITDA-Multiplikatoren) sowie dem Wert der betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände – nicht nach einem gesondert bezifferten Markenwert.

Eine eigenständige Kaufpreisallokation auf eine Marke setzt nach gängiger Bewertungspraxis voraus, dass diese Marke nachweislich einen eigenen, von den übrigen Faktoren trennbaren Ertragsbeitrag leistet (etwa durch belegten Preispremium, hohe überregionale Bekanntheit oder Lizenzpotenzial). Dies ist bei der Marke „Bad Brückenauer“ nicht der Fall. Ein Erwerber würde mithin für den Geschäftsbetrieb als Ganzes – seine Anlagen, Lieferbeziehungen, Mitarbeiter und Kapazitäten – zahlen, nicht zusätzlich und gesondert für den Markennamen. Dies hat sich zuletzt auch an dem Verkauf der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH gezeigt. Hier wurde der Brunnen, samt Technik, erworben, um die Kapazität nutzen zu können. Die Marke wurde und wird nicht fortgeführt und ist vom Markt verschwunden. Der Marke wurde kein eigenständiger Wert beigemessen.

Daher ist der Marke „Bad Brückenauer“ für die Bestimmung des Liquidationswerts kein gesonderter, eigenständiger Wertbeitrag beizumessen. Die vorstehende Begründung zum nicht vorhandenen Wertbeitrag der Marke „Bad Brückenauer“ ist ebenfalls für die Marke „Schatzquelle“ des Tochterunternehmens OGV Mineralbrunnen GmbH gültig.

Dem Wasserrecht der Staatl. Mineralbrunnen kommt im Fall der Liquidation kein eigenständiger Wert bei, da die Staatl. Mineralbrunnen nicht über die Nutzung und Verwertung des Rechtes bestimmen kann und es nicht veräußern kann. Denn es liegt am Freistaat Bayern, vertreten durch die Staatliche Kurverwaltung Bad Brückenau, das Wasserrecht zu vergeben und die Nutzung zu bestimmen. Das, was für das Wasserrecht gilt, gilt ebenso für das Recht am Brunnen, der sich im Eigentum des Freistaates Bayern, vertreten durch die Staatliche Kurverwaltung Bad Brückenau, befindet.

Daher setzen wir für die vorstehende Bilanzposition immaterielle Vermögensgegenstände als Zeitwert deren Buchwert an.

Der zum 31.12.2025 ermittelte Zeitwert der technischen Anlagen und Maschinen entspricht dem bilanziellen Buchwert i.H.v. 5.109 TEUR. Der Ansatz des Zeitwerts in Höhe des Buchwerts der Technischen Anlagen ist auskunftsgemäß optimistisch, da die technischen Anlagen speziell für die Staatl. Mineralbrunnen erstellt wurden. In der Folge besteht nur ein sehr eingeschränkter Markt zur Veräußerung der technischen Anlagen der Staatl. Mineralbrunnen.

Der Zeitwert der Position Andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung zum 31.12.2025 entspricht ebenfalls dem Buchwert i.H.v. 1.947 TEUR, sodass sich keine stillen Reserven ergeben.

Die geleisteten Anzahlungen und Anlagen im Bau werden mit ihrem Buchwert lt. Bilanz der Gesellschaft zum 31.12.2025 i.H.v. rd. 93 TEUR als entsprechender Zeitwert zum 31.12.2025 zur Ermittlung des Liquidationswerts angesetzt.

In den Sachanlagen haben wir mit Ausnahme der Position Grundstücke und Bauten keine Hinweise auf stille Reserven oder Lasten erhalten. Somit setzen wir für die Positionen Technische Anlagen und Maschinen (5.109 TEUR zu 31.12.2025), Andere Anlagen, BGA (1.947 TEUR zum 31.12.2025) und Geleistete Anzahlungen und Anlagen im Bau (93 TEUR zum 31.12.2025) als Zeitwert jeweils deren Buchwert an.

Im Rahmen unserer Analysen haben wir keine Hinweise auf stille Reserven oder stille Lasten in den Finanzanlagen i.H.v. 25 TEUR erhalten. Daher setzen wir für die vorstehende Bilanzposition als Zeitwert deren Buchwert an.

b) Stille Reserven in der Position Grundstücke und Bauten

aa) Vorbemerkung

Zur Ermittlung etwaiger stiller Reserven in der Position Grundstücke, grundstücksgleiche Rechte und Bauten hat der Gutachter Dr. Thomée den Verkehrswert der Objekte zum 10.03.2026 ermittelt.

Uns liegen keine Hinweise auf Wertminderungen oder Wertsteigerungen vor, die dem Ansatz der Verkehrswerte der Immobilien vom 10.03.2026 zum Bilanzstichtag 31.12.2025 sowie zum maßgeblichen Bewertungsstichtag dem 20.08.2026 entgegenstehen würden. Daher legen wir den zum 10.03.2026 ermittelten Verkehrswert auch der Liquidationswertermittlung zum 20.08.2026 zu Grunde.

bb) Amand-von-Buseck-Straße 2, 97769 Bad Brückenau

Bei dem Immobilienbestand der Staatl. Mineralbrunnen in Bad Brückenau handelt es sich um ein Erbbaurecht an dem 12.187 qm großen Grundstück Flst. 1568/1 (Sondergebiet „Kur, Klinik, Altenheim“), bebaut mit Büro-, Produktions- und Lagergebäuden, welche in den Jahren 1989/90 und 1995 errichtet wurden, mit rd. 7.395 qm Brutto-Grundfläche (im Folgenden auch: „BGF“) bzw. 6.891 qm Nutzfläche. Das Erbbaurecht wurde 1991 für 70 Jahre bestellt. Die Restlaufzeit beträgt ausgehend vom Jahr 2026 noch 35 Jahre und endet im Jahr 2061. Der jährliche Erbbauzins beträgt 57.540 EUR und die Erbbauberechtigte Staatl. Mineralbrunnen trägt alle Lasten. Weiterhin ist vertraglich festgelegt, dass eine andere Nutzung als die Mineral- und Heilwasserabfüllung zum Heimfall des Erbbaurechts führen kann. Zum Bewertungsstichtag 20.08.2026 besteht lt. Gutachter Dr. Thomée ein Reparaturstau.

Zunächst wird ein marktkonformer Bodenwert im Volleigentum ermittelt: Ausgehend von einem Bodenrichtwert i.H.v. 45 EUR/qm nimmt der Gutachter Dr. Thomée Anpassungen aufgrund von vorhandenen Nutzungseinschränkungen (–10 %) und Zuschnitt/Erschließung (–5 %) vor, sodass sich ein korrigierter Bodenrichtwert von 38 EUR/qm ergibt. Aufgrund der Grundstücksfläche von 12.187 qm ergibt sich ein Bodenwert i.H.v. 463.106 EUR.

Der angemessene Erbbauzins beträgt lt. Gutachter Dr. Thomée 6,5 % des Bodenwerts i.H.v. 463.106 EUR und beträgt rd. 30.102 EUR/Jahr. Da der vertragliche Erbbauzins mit 57.540 EUR/Jahr deutlich höher ist, ergibt sich ein jährlicher wirtschaftlicher Nachteil von ca. 27.438 EUR. Dieser wird über die Restlaufzeit von 35 Jahren mit einem Rentenbarwertfaktor von 13,687 multipliziert und ergibt einen Barwert von rd. -375.545 EUR der als negativer „Bodenwertanteil des Erbbaurechts“ in die Ertragswertrechnung eingeht.

Zur Bestimmung des Verkehrswerts der Gebäude werden fiktive marktübliche Mieten angesetzt. Die fiktive Miete für Büros beträgt 5,00 EUR/qm. Die fiktive Miete für Produktions- und Lagerflächen liegt zwischen 3,00 EUR/qm und 3,50 EUR/qm. Daraus ergibt sich ein monatlicher Rohertrag von 22.771 EUR bzw. ein Jahresrohertrag von 273.256 EUR (= 22.771 EUR x 12 Monate) (Berechnung siehe nachstehende Tabelle).

Marktüblicher monatl. Rohertrag	Nutzung	qm	EUR/qm	EUR
Bürotrakt	EG / OG - Büro	558,74	5	2.793,70
Abfüllhalle	Produktion / Lager	1.963,19	3,5	6.871,17
Voll- und Leerguthalle	Lager	2.228,58	3,00	6.685,74
Ladehalle	Lager / Nebenfl.	997,07	3,00	2.991,21
Vollgutlagerhalle	Lager	1.143,18	3,00	3.429,54
Summe		6.890,76		22.771,36
Rohertrag des Bewertungsobjekts pro Monat				22.771,36

Tabelle 48: Marktüblicher monatlicher Rohertrag am Standort Bad Brückenau.

Hiervon werden Bewirtschaftungskosten für Verwaltung, pauschale Instandhaltung für Büro- und Lagerflächen sowie ein Mietausfallwagnis von insgesamt 54.111 EUR abgezogen, sodass ein Reinertrag von 219.145,31 EUR verbleibt. Davon wird die Bodenwertverzinsung i.H.v. 30.102 EUR (6,5 % auf Bodenwert i.H.v. 463.106 EUR) abgezogen. Der verbleibende Gebäudeertragsanteil beträgt 189.043 EUR jährlich. Dieser wird über die (kurze) mittlere Restnutzungsdauer der Gebäude von rund 7 Jahren mit einem Rentenbarwertfaktor von 5,48 kapitalisiert, woraus sich ein Gebäudeertragswert von etwa 1.035.958 EUR ergibt.

Zu diesem Gebäudeertragswert i.H.v. 1.035.958 EUR wird der negative Bodenwertanteil des Erbbaurechts von 375.545 EUR abgezogen, wodurch sich ein vorläufiger Ertragswert von rund 660 TEUR ergibt. Anschließend wird der geschätzte Reparaturstau, pauschal nach BGF mit 150 EUR/qm (Bürotrakt), 25 EUR/qm (Hallen) und 15 EUR/qm (Vollgutlagerhalle) ermittelt. Der Reparaturstau von rd. 256 TEUR wird vom vorläufigen Ertragswert abgezogen, sodass der Ertragswert des Erbbaurechts zum Stichtag 10.03.2026 rd. 404 TEUR beträgt.

Der Immobiliengutachter setzt den finalen Immobilienwert mit einem Betrag von 400 TEUR an.

cc) [Buchstraße 5, 97789 Oberleichtersbach](#)

Bei dem Immobilienbestand der Staatl. Mineralbrunnen in Oberleichtersbach handelt es sich um das im Alleineigentum stehende Gewerbegrundstück Flst. 248/3 in der Gemarkung Oberleichtersbach, Buchstraße 5, mit einer Grundstücksfläche von 58.964 qm im Gewerbegebiet „Buchrasen“.

Das Grundstück ist im südwestlichen Bereich mit einem in den Jahren 1998 und 2003 errichteten Büro-, Produktions- und Lagergebäudekomplex mit rd. 16.355 qm BGF bzw. 15.013 qm Nutzfläche bebaut. Des Weiteren befinden sich auf dem Grundstück mit Asphalt befestigte Freilager- und Stellplatzflächen. Der nordwestliche Grundstücksbereich wird baulich nicht genutzt und ist derzeit eine private Grünfläche.

Photovoltaikanlagen (Freiflächen- und Dachanlagen) sowie bewegliche Betriebs- und Produktionseinrichtungen werden vom Gutachter Dr. Thomée bei der Wertermittlung nicht berücksichtigt. Diese fließen

daher gesondert mit ihrem Buchwert in den Liquidationswert ein. Zum Bewertungsstichtag 10.03.2026 weist das Objekt lt. Gutachter Dr. Thomée altersbedingte Abnutzungen sowie einzelne Mängel (u.a. Schäden Fassade Bürotrakt, Blitzschutz) auf, die in Form eines Reparaturstaus in die Bewertung einfließen.

Zunächst wird ein marktkonformer Bodenwert im Volleigentum ermittelt. Ausgehend von einem Bodenrichtwert i.H.v. 45 EUR/qm für Gewerbebauland werden die bebauten Teilflächen (39.269 qm) ohne Abschlag mit 45 EUR/qm angesetzt. Für die unbebaute Gewerbefläche (16.375 qm) nimmt der Gutachter Dr. Thomée aufgrund von Zuschnitt/Hanglage einen Abschlag von 10 % vor, sodass sich ein Bodenwert von 40,50 EUR/qm ergibt. Die private Grünfläche (3.320 qm) wird mit 5 EUR/qm bewertet. Hieraus ergibt sich ein gesamter Bodenwert i.H.v. rd. 2.450.000 EUR (1.767.105 EUR für die bebaute Gewerbefläche + 663.188 für die unbebaute Gewerbefläche + 16.600 EUR für die private Grünfläche).

Zur Bestimmung des Verkehrswerts der Gebäude werden fiktive marktübliche Mieten angesetzt. Die fiktive Miete für Büroflächen beträgt 5,00 EUR/qm, für Lagerflächen (Verlade- und Stapelhallen) 3,50 EUR/qm, für Lager-/Sozialflächen im Untergeschoss 3,00 EUR/qm und für Produktions- und Nebenflächen im Produktionsgebäude zwischen 4,00 EUR/qm und 4,50 EUR/qm. Zusätzlich wird eine monatliche Miete für eine Mobilfunkantenne i.H.v. 460 EUR berücksichtigt. Daraus ergibt sich ein monatlicher Rohertrag von 60.091 EUR bzw. ein Jahresrohertrag von 721.094 EUR (= 60.091 EUR x 12 Monate) (siehe Berechnung in nachstehender Tabelle).

Marktüb. Rohertrag	Nutzung	qm	EUR/qm	EUR
Bürotrakt	UG - Lager, Sozial	220	3,00	660,00
	EG / OG - Büro	728,00	5,00	3.640,00
Verladehalle	Lager	2.630,00	3,50	9.205,00
Stapelhalle 1	Lager	2.131,00	3,50	7.458,50
Stapelhalle 2	Lager	2.163,00	3,50	7.570,50
Produktionsgeb.	UG - Lager / Prod.	2.075,16	4,00	8.300,62
	EG - Prod. / Nebenfl.	4004	4,50	18.018,00
	OG - Lager / Nebenfl.	1061,9	4,50	4.778,55
Mobilfunkantenne				460,00
Summe		15.013,06	4,00	60.091,17
Rohertrag des Bewertungsobjekts pro Monat				60.091,17

Tabelle 49: Marktüblicher monatlicher Rohertrag am Standort Oberleichtersbach.

Hiervon werden Bewirtschaftungskosten für Verwaltung (3 % des Rohertrags), pauschale Instandhaltungskosten für Büro- und Produktions-/Lagerflächen sowie ein Mietausfallwagnis von 4 % des Rohertrags i.H.v. insgesamt 124.015 EUR abgezogen, sodass ein Reinertrag von 597.079 EUR verbleibt.

Für die ertragsrelevante bebaute Gewerbefläche mit einem Bodenwert i.H.v. 1.767.105 EUR wird eine Bodenwertverzinsung von 6,0 % angesetzt, die 106.026 EUR jährlich beträgt. Nach Abzug dieser Bodenwertverzinsung verbleibt ein Gebäudeertragsanteil i.H.v. 491.053 EUR jährlich. Dieser wird über die mittlere Restnutzungsdauer der Gebäude von rund 16 Jahren mit einem Rentenbarwertfaktor von 10,11 kapitalisiert, woraus sich ein Gebäudeertragswert von rd. 4.964.544 EUR ergibt.

Zu diesem Gebäudeertragswert i.H.v. rd. 4.964.544 EUR wird der Bodenwert der bebauten Gewerbefläche i.H.v. 1.767.105 EUR addiert, sodass sich ein vorläufiger Ertragswert von rd. 6.732.000 EUR ergibt.

Anschließend wird der geschätzte Reparaturstau, pauschal nach BGF mit 100 EUR/qm (Bürotrakt), 15 EUR/qm (Verladehalle und Stapelhallen) und 0 EUR/qm (Produktionsgebäude) ermittelt und mit insgesamt 219.748 EUR vom vorläufigen Ertragswert abgezogen. Ergänzend wird der Bodenwert der Restfläche (unbebaute Gewerbefläche und private Grünfläche) i.H.v. 679.788 EUR hinzugerechnet, sodass der Ertragswert des Bewertungsobjekts zum Stichtag 10.03.2026 rd. 7.192.000 EUR beträgt.

Der Immobiliengutachter setzt den finalen Immobilienwert mit einem Betrag von 7.200 TEUR an.

dd) Ergebnis

Für Zwecke der Liquidationswertermittlung setzen wir anhand der Ergebnisse der Immobiliengutachten den Zeitwert der Immobilien zum 31.12.2025 mit 7.600 TEUR an. Der Zeitwert i.H.v. 7.600 TEUR verteilt sich wie folgt:

- Amand-von-Buseck-Straße 2, 97769 Bad Brückenau mit einem Zeitwert zum 31.12.2025 laut Gutachten i.H.v. 400 TEUR;
- Buchstraße 5, 97789 Oberleichtersbach mit einem Zeitwert zum 31.12.2025 laut Gutachten i.H.v. 7.200 TEUR.

Zum 31.12.2025 steht dem Buchwert der Position Grundstücke, grundstücksgleiche Rechte und Bauten i.H.v. 3.171 TEUR ein Zeitwert i.H.v. 7.600 TEUR gegenüber. Es ergeben sich stille Reserven i.H.v. 4.429 TEUR.

c) Stille Reserve in den sonstigen Vermögensgegenständen

Dem Buchwert der sonstigen Vermögensgegenstände i.H.v. rd. 1.625 TEUR steht ein Zeitwert i.H.v. rd. 2.625 TEUR gegenüber. Der Zeitwert i.H.v. 2.625 TEUR enthält zusätzlich zum Buchwert eine künftig erwartete, bedingte Forderung als Earn-out-Zahlung aus dem Verkauf der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH i.H.v. 1.000 TEUR.

d) Sonstiges Umlaufvermögen

Der Zeitwert der Position Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe zum 31.12.2025 i.H.v. 780 TEUR entspricht ebenfalls deren Buchwert, sodass sich keine stillen Reserven ergeben.

Der Zeitwert der Position fertige Erzeugnisse und Handelswaren zum 31.12.2025 i.H.v. 369 TEUR entspricht ebenfalls deren Buchwert, sodass sich keine stillen Reserven ergeben.

Die Forderungen aus LuL werden für Zwecke der Ermittlung des Liquidationswerts zum 31.12.2025 mit deren Buchwert i.H.v. rd. 1.853 TEUR als entsprechender Zeitwert angesetzt.

Der zum 31.12.2025 ermittelte Zeitwert der flüssigen Mittel entspricht dem bilanziellen Buchwert i.H.v. 5.900 TEUR.

Der aktive Rechnungsabgrenzungsposten wird zur Ermittlung des Liquidationswerts mit dessen Buchwert zum 31.12.2025 i.H.v. insgesamt 21 TEUR als relevanter Zeitwert angesetzt. Der ARAP i.H.v. 21 TEUR ist für den Liquidationswert unwesentlich. In der Folge haben wir diesen als liquidierbar angenommen, obwohl dieser im Falle einer tatsächlichen Liquidation untergehen würde. Der Werteffekt ist unwesentlich.

e) Ergebnis

Die nachfolgende Tabelle stellt die Buchwerte des Aktivvermögens der Staatl. Mineralbrunnen zum 31.12.2025 den entsprechenden Zeitwerten zum 31.12.2025 gegenüber:

Aktiva der Staatl. Mineralbrunnen AG Bad Brückenau [TEUR]	Buchwert 31.12.2025	Zeitwert 31.12.2025
Immaterielle Vermögensgegenstände	284	284
Grundstücke, grundstücksgleiche Rechte und Bauten	3.171	7.600
Technische Anlagen und Maschinen	5.109	5.109
Andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung	1.947	1.947
Geleistete Anzahlungen und Anlagen im Bau	93	93
Finanzanlagen	25	25
Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe	780	780
Fertige Erzeugnisse	369	369
Forderungen aus LuL	1.853	1.853
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	0	0
Sonstige Vermögensgegenstände	1.625	2.625
Kassenbestand, Bundesbankguthaben, Guthaben bei Kreditinstituten und Schecks	5.900	5.900
Rechnungsabgrenzungsposten	21	21
Summe Vermögenswerte	21.179	26.608

Tabelle 50: Buchwerte des Aktivvermögens und entsprechende Zeitwerte zum 31.12.2025.

Das Aktivvermögen der Gesellschaft zu Zeitwerten beträgt bei unterstellter Liquidationsabsicht am 31.12.2025 rd. 26.608 TEUR. Den Zeitwerten stehen zum 31.12.2025 Vermögenswerte zu Buchwerten i.H.v. rd. 21.179 TEUR gegenüber, sodass die Gesellschaft über stille Reserven im Aktivvermögen i.H.v. rd. 5.429 TEUR verfügt.

3. Schulden

a) Vorbemerkung

Die nachstehenden Ausführungen stellen die Unterschiede zwischen Buch- und Zeitwert der jeweiligen Schulddposition in der Bilanz der Staatl. Mineralbrunnen zum 31.12.2025 dar.

Im Rahmen unserer Analysen haben wir mit Ausnahme der Rückstellungen keine Hinweise auf stille Reserven oder stille Lasten in den Bilanzpositionen auf den Passiva der Staatl. Mineralbrunnen erhalten. Bestehende nicht bilanzierte, sonstige finanzielle Verpflichtungen haben wir bei der Ermittlung des Liquidationswerts nicht als stille Last angesetzt.

aa) Stille Reserven in den Pensionsrückstellungen

Der handelsrechtliche Buchwert der Pensionsrückstellungen nach den Vorschriften des HGB beträgt zum 31.12.2025 rd. 521 TEUR. Die Buchwerte der Pensionsrückstellungen basieren auf den Ergebnissen versicherungsmathematischer Gutachten eines Aktuars mit Berechnungen zum 31.12.2025.

Die Pensionsrückstellungen betreffen einen früheren Vorstand der Gesellschaft (unverfallbare Anwartschaft). Die Ermittlung der Pensionsrückstellungen zum 31.12.2025 erfolgte für Zwecke des handelsrechtlichen Jahresabschlusses nach den Vorschriften des HGB auf Basis der projizierten Einmalbeitragsmethode auf Grundlage der Richttafeln 2018 G von Prof. Dr. Heubeck unter Verwendung folgender Bewertungsparameter:

Bewertungsparameter Pensionsrückstellungen zum 31.12.2025	
Rechnungszinssatz	2,06 %
Rentendynamik	2,00 %

Tabelle 51: Bewertungsparameter Pensionsrückstellungen.

Der Berechnung des Liquidationswerts liegt die Annahme einer Zerschlagung des Unternehmens zugrunde, sodass eine absatzorientierte Bewertung der Pensionsrückstellungen zu erfolgen hat. Der nach den Vorschriften des HGB berechnete Buchwert der Pensionsrückstellungen kann aufgrund der nicht marktgerechten impliziten Annahmen des HGB zur Ermittlung von Pensionsrückstellungen nicht mit dem Zeitwert der Pensionsrückstellungen gleichgesetzt werden. Näherungsweise kann der Zeitwert der Pensionsverpflichtungen bei einer gleichzeitig unterstellten Unternehmensfortführung der Staatl. Mineralbrunnen nach den Vorschriften der IFRS ermittelt werden.

Der nach den Vorschriften der IFRS von einem Aktuar ermittelte Barwert der Pensionsverpflichtungen beläuft sich zum 31.12.2025 voraussichtlich auf rd. 478 TEUR. Der Berechnung nach den Vorschriften der IFRS liegt ein Rechnungszinssatz i.H.v. 3,54 % zugrunde. Der Ansatz der Pensionsverpflichtungen

mit dem Zeitwert zum 31.12.2025 für Zwecke der Bewertung der Staatl. Mineralbrunnen mit dem Liquidationswert kann behelfsmäßig mit den nach den Vorschriften der IFRS ermittelten Pensionsrückstellungen i.H.v. rd. 478 TEUR erfolgen.

Zum 31.12.2025 steht dem Buchwert der Position Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen i.H.v. 521 TEUR ein Zeitwert i.H.v. 478 TEUR gegenüber. Es ergeben sich stille Reserven i.H.v. 43 TEUR.

bb) Stille Reserven in den sonstigen Rückstellungen

Die sonstigen Rückstellungen werden für Zwecke der Ermittlung des Liquidationswerts mit Zeitwerten i.H.v. insg. rd. 2.455 TEUR zum 31.12.2025 angesetzt. Dem Zeitwert steht ein Buchwert i.H.v. 2.655 TEUR gegenüber, sodass sich eine stille Reserve i.H.v. 200 TEUR ergibt. Hintergrund ist eine Rückstellung i.H.v. 598 TEUR, die im Zusammenhang mit einem Rechtsstreit mit dem Altvorstand zum 31.12.2025 gebildet wurde. Zwischenzeitlich haben sich die Parteien geeinigt. Nach der Einigung werden die Kosten aufgrund des Rechtsstreits von der Gesellschaft auf 398 TEUR geschätzt. Somit ergibt sich eine stille Reserve i.H.v. 200 TEUR.

cc) Steuerrückstellungen und Verbindlichkeiten

Die Steuerrückstellungen werden für Zwecke der Ermittlung des Liquidationswerts mit Zeitwerten zum 31.12.2025 i.H.v. insg. rd. 66 TEUR angesetzt.

Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten bestehen zum 31.12.2025 aus einem Darlehen gegenüber der HypoVereinsbank. Das Darlehen der HypoVereinsbank betrug am 31.12.2025 noch 343 TEUR. Die Erfüllung des Darlehens erfolgt zum Nennbetrag, daher entspricht der Buchwert von 343 TEUR dem Zeitwert zum 31.12.2025.

Die Verbindlichkeiten aus LuL mit einem Buchwert von 465 TEUR, die Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen mit einem Buchwert von 2 TEUR sowie die sonstigen Verbindlichkeiten mit einem Buchwert von 3.810 TEUR werden für Zwecke der Ermittlung des Liquidationswerts zum 31.12.2025 mit ihrem Buchwert als entsprechenden Zeitwert angesetzt.

Die sonstigen Verbindlichkeiten umfassen im Wesentlichen Pfandverpflichtungen. Die sonstigen Verbindlichkeiten werden zur Ermittlung des Liquidationswerts korrespondierend mit den Buchwerten der betreffenden Positionen zum 31.12.2025 i.H.v. insgesamt 3.810 TEUR angesetzt.

Die passiven Rechnungsabgrenzungsposten werden zur Ermittlung des Liquidationswerts korrespondierend mit den Buchwerten der betreffenden Positionen zum 31.12.2025 i.H.v. insgesamt 5 TEUR angesetzt. Allerdings stellt die Position grundsätzlich keinen künftigen Liquiditätsabfluss dar. Auf eine Anpassung wurde verzichtet. Der Werteffekt ist unwesentlich.

dd) Ergebnis

Dem Aktivvermögen der Staatl. Mineralbrunnen zum 31.12.2025 zu Zeitwerten i.H.v. 26.608 TEUR stehen Schulden (inkl. Rechnungsabgrenzungsposten) i.H.v. rd. 7.624 TEUR zu Zeitwerten gegenüber. Zum 31.12.2025 stellen sich die Buchwerte der Schulden der Staatl. Mineralbrunnen und die entsprechenden Zeitwerte wie folgt dar:

Passiva [TEUR]	Buchwert 31.12.2025	Zeitwert 31.12.2025
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	521	478
Steuerrückstellungen	66	66
Sonstige Rückstellungen	2.655	2.455
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	343	343
Verbindlichkeiten aus LuL	465	465
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen	2	2
Sonstige Verbindlichkeiten	3.810	3.810
Rechnungsabgrenzungsposten	5	5
Summe Schulden	7.867	7.624

Tabelle 52: Buchwerte der Schulden sowie entsprechende Zeitwerte zum 31.12.2025.

4. Liquidationswert der Staatl. Mineralbrunnen

Der Liquidationswert unterstellt eine vollständige Zerschlagung des Unternehmens, sodass die steuerlichen Auswirkungen der Veräußerung der einzelnen Vermögenswerte zu erfassen sind. Zudem sind Liquidationskosten zu berücksichtigen, die im Zusammenhang mit der Liquidation des Unternehmens anfallen.

Die stillen Reserven der Staatl. Mineralbrunnen betragen zum 31.12.2025 insgesamt 5.672 TEUR und bestehen aus den folgenden Positionen:

- den stillen Reserven in der Position Grundstücke, grundstücksgleiche Rechte und Bauten i.H.v. 4.429 TEUR;
- den stillen Reserven in den sonstigen Vermögensgegenständen von 1.000 TEUR;
- den stillen Reserven in den Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen i.H.v. 43 TEUR;
- sowie den stillen Reserven in den sonstigen Rückstellungen i.H.v. 200 TEUR.

Es ist bei der Ermittlung des Liquidationswerts der Steueraufwand im Zusammenhang mit der Liquidierung zu berücksichtigen. Wir haben zur Ermittlung der Steuerbelastung den Unternehmenssteuersatz der Staatl. Mineralbrunnen i.H.v. 28,075 % angesetzt. In Bezug auf die stillen Reserven i.H.v. 5.672 TEUR ergibt sich eine Steuerbelastung i.H.v. 1.592 TEUR.

Wir weisen daraufhin, dass es mit Ausnahme der Pensionsrückstellungen keine Differenzen zwischen der Handelsbilanz und der Steuerbilanz gibt.

Das Reinvermögen, dass sich aus der Differenz von stillen Reserven und dem bei Liquidation entstehenden Steueraufwand ergibt, beträgt 4.080 TEUR (5.672 TEUR ./. 1.592 TEUR).

Der Marktwert des Eigenkapitals beträgt 17.392 TEUR (13.312 TEUR + 4.080 TEUR) zum 31.12.2025 und ergibt sich aus dem Buchwert des Eigenkapitals zum 31.12.2025 i.H.v. 13.312 TEUR und der Veränderung des Reinvermögens (stille Reserven nach Abzug der anfallenden Unternehmenssteuern) i.H.v. 4.080 TEUR.

Zur Bestimmung des Zuflusses der Veräußerungserlöse sind in einem nächsten Schritt die Auswirkungen der Liquidation abzubilden.

Der Liquidationswert unterstellt eine vollständige Zerschlagung des Unternehmens, sodass die steuerlichen Auswirkungen der Veräußerung der einzelnen Vermögenswerte zu erfassen sind. Zudem sind Liquidationskosten zu berücksichtigen, die im Zusammenhang mit der Liquidation der Staatl. Mineralbrunnen anfallen.

[TEUR]	Buchwert 31.12.2025	Zeitwert zum 31.12.2025	Differenz Buchwert Zeitwert
Immaterielle Vermögensgegenstände	284	284	0
Grundstücke, grundstücksgleiche Rechte und Bauten	3.171	7.600	4.429
Technische Anlagen und Maschinen	5.109	5.109	0
Andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung	1.947	1.947	0
Geleistete Anzahlungen und Anlagen im Bau	93	93	0
Finanzanlagen	25	25	0
Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe	780	780	0
Fertige Erzeugnisse	369	369	0
Forderungen aus LuL	1.853	1.853	0
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	0	0	0
Sonstige Vermögensgegenstände	1.625	2.625	1.000
Kassenbestand, Bundesbankguthaben, Guthaben bei Kreditinstituten und Schecks	5.900	5.900	0
Rechnungsabgrenzungsposten	21	21	0
Summe Vermögenswerte	21.179	26.608	5.429
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	521	478	43
Steuerrückstellungen	66	66	0
Sonstige Rückstellungen	2.655	2.455	200
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	343	343	0
Verbindlichkeiten aus LuL	465	465	0
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen	2	2	0
Sonstige Verbindlichkeiten	3.810	3.810	0
Rechnungsabgrenzungsposten	5	5	0
Summe Schulden	7.867	7.624	243
Buchwert Eigenkapital	13.312	18.984	5.672
stille Reserve (gesamt)	5.672		
Steueraufwand (gesamt)	-1.592		
<i>Unternehmenssteuersatz Staatl. Mineralbrunnen</i>	28,075%		
Veränderung Reinvermögen	4.080		
Marktwert Eigenkapital zum 31.12.2025 (TEUR)	17.392		
Liquidationskosten			
sbA (1/4 Jahr)	-1.118		
Personalaufwand (1/2 Jahr)	-2.718		
Kosten Anwälte, Berater etc.	-200		
Makler/Nebenkosten Immobilienverkauf	-114		
<i>Nebenkosten Immobilienverkauf in % des Verkehrswerts der Immobilien</i>	1,50%		
Summe Liquidationskosten	-4.149		
Steuervorteil auf Liquidationskosten	1.165		
<i>Unternehmenssteuersatz Staatl. Mineralbrunnen</i>	28,075%		
Liquidationswert zum 31.12.2025 (TEUR)	14.408		

Tabelle 53: Ableitung des Liquidationswerts zum 31.12.2025.

Die angesetzten Liquidationskosten i.H.v. rd. 4.149 TEUR beinhalten folgende Positionen:

- 25 % der sonstigen betrieblichen Aufwendungen des Jahres 2026 i.H.v. 1.118 TEUR;
- den Personalaufwand des Jahres 2026 für den Zeitraum von ca. einem halben Jahr i.H.v. 2.718 TEUR;
- den entstehenden Aufwand für die zur Liquidation der Gesellschaft notwendigen Anwälte und Berater i.H.v. 200 TEUR (Annahme);
- Maklergebühren sowie Transaktionskosten aus der Veräußerung der Immobilienobjekte i.H.v. 1,50 % des Verkehrswerts der Objekte, welche somit i.H.v. 114 TEUR ($1,50 \% \times 7.600 \text{ TEUR}$) anfallen.

Die Angaben zur Höhe der noch anfallenden Personalaufwendungen sowie der sbA basieren im Wesentlichen darauf, dass die Staatl. Mineralbrunnen nicht sofort liquidiert werden kann. Die Kosten stellen somit neben Abfindungszahlungen auch laufenden Personalaufwand sowie Kosten für den Zeitraum bis zum Abschluss der angenommenen Liquidation der Staatl. Mineralbrunnen dar. Wir haben die Annahmen zu den im Fall einer Liquidation anfallenden Kosten mit dem Vorstand und dem Aufsichtsrat besprochen.

Es ist außerdem ein aufgrund der Liquidationskosten entstehender Steuervorteil i.H.v. 1.165 TEUR ($28,075 \% \times 4.149 \text{ TEUR}$) zu berücksichtigen.

Der Liquidationswert der Staatl. Mineralbrunnen nach den Vorgaben des IDW S 1 i.d.F. 2026 beträgt zum 31.12.2025 (technischer Bewertungsstichtag) 14.408 TEUR. Durch die Aufzinsung auf den 20.08.2026 (Bewertungsstichtag) wird gewährleistet, dass der Unternehmenswert der Staatl. Mineralbrunnen zum 20.08.2026 bereits die anteiligen Ergebnisse des Geschäftsjahres 2026 berücksichtigt.

Der Liquidationswert der Staatl. Mineralbrunnen beträgt zum 20.08.2026 (Bewertungsstichtag) vor Berücksichtigung der Dividendenausschüttung für das Jahr 2025, welche im Zeitraum 01.01.2026 bis 20.08.2026 erfolgt 14.825 TEUR. Zur Aufzinsung wurden die verschuldeten Eigenkapitalkosten des Jahres 2026 verwendet. Die Dividendenausschüttung für das Jahr 2025, welche im Zeitraum 01.01.2026 bis 20.08.2026 erfolgt, beträgt 530 TEUR und ist vom Liquidationswert vor Berücksichtigung der Dividendenausschüttung abzuziehen.

Der Liquidationswert der Staatl. Mineralbrunnen nach den Vorgaben des IDW S 1 i.d.F. 2026 beträgt zum 20.08.2026 (Bewertungsstichtag) 14.295 TEUR (nach Dividendenausschüttung).

Zur Ermittlung des Liquidationswerts als Wertuntergrenze nach IDW S 1 i.d.F. 2026 ist korrespondierend zum Ertragswertverfahren bei der Wertermittlung die Perspektive einer in Deutschland unbeschränkt einkommensteuerpflichtigen natürlichen Person einzunehmen. Mithin ist ein Wert nach persönlichen Steuern zu ermitteln.

Ausweislich des Bescheids zum 31.12.2024 vom März 2026 über die gesonderte Feststellung von Besteuerungsgrundlagen nach § 27 Abs. 2 und § 28 Abs. 1 Satz 3 KStG verfügte die Staatl. Mineralbrunnen zum 31.12.2024 über ein steuerliches Einlagekonto i.H.v. 5.110 TEUR. Zum 31.12.2025 beträgt das steuerliche Einlagekonto, nach den Ausschüttungen im Jahr 2025 i.H.v. 353 TEUR, nach vorläufigen Berechnungen 4.757 TEUR. Zum maßgeblichen Bewertungsstichtag am 20.08.2026 beträgt der Bestand unter Berücksichtigung der geplanten Ausschüttung im Jahr 2026 für das abgelaufene Geschäftsjahr 2025 i.H.v. 530 TEUR des steuerlichen Einlagekontos 4.227 TEUR.

Da die Ausschüttung an die Aktionäre i.H.v. rd. 4.227 TEUR aus dem steuerlichen Einlagekonto erfolgen kann und eine Kapitalrückzahlung aus dem gezeichneten Kapital i.H.v. 9.185 TEUR erfolgt, ergibt sich eine steuerpflichtige Auskehrung an die Aktionäre i.H.v. 883 TEUR (14.295 TEUR ./ 9.185 TEUR ./ 4.227 TEUR) zum 20.08.2026. Hiervon ist die Abgeltungssteuer i.H.v. 233 TEUR (Abgeltungssteuer i.H.v. 25 % zzgl. SolZ i.H.v. 5,5 %) abzuziehen.

Bestimmung Nettozufluss auf Anteilseignerebene	in TEUR
Liquidationswert zum 31.12.2025	14.408
Aufzinsung	1,029
Liquidationswert zum 20.08.2026 (vor Ausschüttung)	14.825
Ausschüttung 2026 für 2025	-530
Liquidationswert zum 20.08.2026	14.295
Ermittlung der persönlichen Steuerbelastung der Anteilseigner	
Auskehrung gezeichnetes Kapital	-9.185
Steuerliches Einlagekonto	-4.227
Steuerpflichtige Auskehrung	883
Steuerbelastung (Abgeltungssteuer zzgl. Soli, 26,375%)	-233
Nettozufluss auf Anteilseignerebene	14.062

Tabelle 54: Ableitung Nettozufluss aus Liquidationswert zum 20.08.2026.

Die höchstmögliche Ausschüttung der Staatl. Mineralbrunnen an die Aktionäre beträgt unter Berücksichtigung der vorstehenden Annahmen zum Liquidationswert somit rd. 14.062 TEUR.

Bei einer Anzahl von 353.266 Aktien resultiert hieraus zum 20.08.2026 ein

Wert je Aktie i.H.v. 39,81 EUR.

5. Würdigung des Liquidationswerts

Die Ermittlung des Liquidationswerts hat ergeben, dass die Unternehmensfortführung bei bestehendem Unternehmenskonzept, die der Berechnung des Ertragswertes zu Grunde liegt vorteilhafter ist, als die Liquidation. Dieser Umstand ist darauf zurückzuführen, dass die dem Bewertungsobjekt innewohnende Ertragskraft (zzgl. der Sonderwerte) über dem Wert der Unternehmenssubstanz liegt.

Bei unterstellter Liquidation der Staatl. Mineralbrunnen zum 20.08.2026 können die bei der Gesellschaft vorhandenen Vermögenswerte und Schulden annahmegemäß jeweils zu Marktwerten veräußert werden. Der Saldo aus Vermögenswerten und Schulden bleibt im Liquidationsszenario hinter dem Marktwert des Eigenkapitals (definiert als Ertragswert) der Gesellschaft zurück.

Für den Minderheitsaktionär ist eine Weiterführung der Gesellschaft und die mit der Fortführung verbundenen regelmäßigen Ausschüttungen durch die Gesellschaft in Form von Dividenden, die sich in dem Ertragswert nach IDW S 1 i.d.F. 2026 widerspiegeln, vorteilhafter als die Liquidation der Gesellschaft.

Der Liquidationswert stellt nach IDW S 1 i.d.F. 2026 regelmäßig die Wertuntergrenze zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung für die Minderheitsaktionäre dar.¹²⁷ Da der Ertragswert gem. IDW S 1 i.d.F. 2026 über dem Liquidationswert gem. IDW S 1 i.d.F. 2026 liegt, ist der Liquidationswert gem. IDW S 1 i.d.F. 2026 als Wertuntergrenze nicht zu berücksichtigen.

¹²⁷ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rn. 151.

V. Gegenüberstellung der Bewertungsergebnisse

In der vorliegenden gutachterlichen Bewertung haben wir den Wert der angemessenen Barabfindung im Zusammenhang mit dem geplanten Squeeze-out der Staatl. Mineralbrunnen, über den die Hauptversammlung am 20.08.2026 zu entscheiden hat, nach verschiedenen Bewertungsverfahren ermittelt.

Zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung wurde der Unternehmenswert respektive Wert je Aktie für die Staatl. Mineralbrunnen nach den folgenden zwei Methoden ermittelt:

1. Ertragswert nach IDW S 1 i.d.F. 2026
2. Liquidationswert nach IDW S 1 i.d.F. 2026 (als Wertuntergrenze nach IDW S 1 i.d.F. 2026)

Die Ergebnisse unserer Berechnungen sind in folgender Übersicht dargestellt:

	Ertragswert 20.08.2026	Liquidationswert 20.08.2026
Unternehmenswert in TEUR	16.200	14.062
Wert je Aktie in EUR	45,86	39,81

Tabelle 55: Bewertungsergebnisse Wertermittlung der Staatl. Mineralbrunnen.

Nach ergangener höchstrichterlichen Rechtsprechung ist der Liquidationswert dann als Wertuntergrenze anzusetzen, wenn der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei einer fiktiven Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben, den Ertragswert bei Annahme der Fortführung des Unternehmens übersteigt.¹²⁸ Dies ist auch der Fall, wenn eine Veräußerung von Einzelaktiva, wie bspw. vorhandene Liegenschaften, wirtschaftlich vorteilhafter ist, als der Weiterführung des Bewertungsobjekts.¹²⁹ Ein tatsächlicher oder rechtlicher Zwang zur Unternehmensfortführung, welcher dem Ansatz des Liquidationswerts als Unternehmenswert entgegenstehen würde, liegt im Fall der Staatl. Mineralbrunnen nicht vor.¹³⁰

Da der Liquidationswert nach IDW S 1 i.d.F. 2026 unter dem ermittelten Ertragswert liegt, kommt dem Liquidationswert im Falle der Staatl. Mineralbrunnen zum 20.08.2026 keine eigenständige Bedeutung für die Bestimmung einer angemessenen Barabfindung in dem hier zu beurteilenden Sachverhalt zu.

Nach dem IDW S 1 i.d.F. 2026 beträgt der angemessene Wert je Aktie rd. 45,86 EUR.

Für Zwecke der Bestimmung der Angemessenheit der Barabfindung der ausscheidenden Aktionäre im Zusammenhang mit dem geplanten Squeeze-out halten wir einen Betrag von

45,86 EUR je Aktie als angemessen.

¹²⁸ Vgl. OLG Düsseldorf v. 13.08. 2008, 26 W 8/07.

¹²⁹ Vgl. BGH v. 13.03.2006, II ZR 295/0.

¹³⁰ Vgl. OLG Rostock v. 06.04.2016, 1 U 131/13.

G. ERGEBNIS

Basierend auf den von der Auftraggeberin zur Verfügung gestellten Unterlagen haben wir die Bewertung der Staatl. Mineralbrunnen zum 31.12.2025 (technischer Bewertungsstichtag) auf Basis des Ertragswerts- respektive Liquidationswerts nach IDW S 1 i.d.F. 2026 vorgenommen. Die den einzelnen Bewertungsschritten zugrundeliegenden Annahmen wurden von uns nachvollzogen bzw. plausibilisiert und bzgl. der aktuellen Entwicklungen zum 20.08.2026 fortgeschrieben respektive angepasst. Der basierend auf dem Ertragswertverfahren ermittelte Wert (technischer Bewertungsstichtag 31.12.2025) wurde anschließend auf den Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung, den 20.08.2026, aufgezinst.

Auf Grundlage unserer Berechnungen ergibt sich zum Bewertungsstichtag

ein Wert je Aktie der Staatl. Mineralbrunnen i.H.v. 45,86 EUR.

Der historische Aktienkurs der Staatl. Mineralbrunnen in dem bewertungsrelevanten Zeitraum vor Bekanntgabe der Transaktion konnte bei der Bewertung nicht berücksichtigt werden, da kein liquider Aktienhandel bestand. Damit kommt es auf einen – wie auch immer zu bestimmenden – Aktienkurs der Gesellschaft nicht an.

Wir haben im Rahmen der Anfertigung unserer gutachterlichen Bewertung keine Hinweise erlangt, dass über die von der Gesellschaft berücksichtigten Sachverhalte hinaus weitere Sachverhalte vorliegen, die im Rahmen der durchzuführenden Ermittlung der angemessenen Barabfindung zu berücksichtigen wären.

Sollten sich zwischen der Anfertigung unserer gutachterlichen Bewertung vom 26.06.2026 und der Hauptversammlung der Staatl. Mineralbrunnen am 20.08.2026, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Staatl. Mineralbrunnen auf die VFHV GmbH gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt, wesentliche Änderungen in der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Bewertungsgrundlagen der Unternehmen ergeben, sind diese bei der Bemessung der Höhe der Abfindung noch zu berücksichtigen.

H. SCHLUSSBEMERKUNG

Basierend auf den uns zur Verfügung gestellten Unterlagen haben wir die Bewertung der Staatl. Mineralbrunnen Aktiengesellschaft Bad Brückenau zum 20.08.2026 nach dem Ertragswertverfahren sowie dem Liquidationswertverfahren i.S.d. IDW S 1 i.d.F. 2026 vorgenommen.

Auf Grundlage unserer Berechnungen ergibt sich zum Bewertungsstichtag ein Unternehmenswert für die Staatl. Mineralbrunnen Aktiengesellschaft Bad Brückenau i.H.v. 16.200 TEUR. Dies entspricht einem Wert je Aktie i.H.v. 45,86 EUR.

Dieser Wert stellt den angemessenen Barabfindungspreis je Aktie dar, welcher den Aktionären der Staatl. Mineralbrunnen Aktiengesellschaft Bad Brückenau zusteht. Der vorstehende Wert wurde auf Basis des Ertragswerts gem. IDW S 1 i.d.F. 2026 ermittelt, da dieser über dem Liquidationswert gem. IDW S 1 i.d.F. 2026 liegt und der Liquidationswert gem. IDW S 1 i.d.F. 2026 somit als Wertuntergrenze nicht zu berücksichtigen ist.

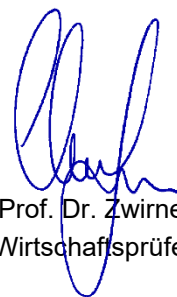
Wir haben unsere gutachterliche Bewertung nach bestem Wissen und Gewissen, unter Beachtung der einschlägigen berufsständischen Verlautbarungen bzw. des IDW S 1 i.d.F. 2026 sowie unter Beachtung des IDW Praxishinweises 2/2017 sowie auf Grundlage der uns von der Auftraggeberin zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte erstellt.

München, den 26.06.2026

KLEEBERG VALUATION SERVICES GMBH
WIRTSCHAFTSPRÜFUNGSGESELLSCHAFT



Schöffel
Steuerberater



Prof. Dr. Zwirner
Wirtschaftsprüfer

Anlage 1

Ergebnisplanung für die Staatl. Mineralbrunnen AG Bad Brückenau

Staatl. Mineralbrunnen AG Bad Brückenau
Planung GuV

Staatl. Mineralbrunnen AG Bad Brückenau	Detailplanung			Konvergenzphase			ewige Rente
	2026 Plan	2027 Plan	2028 Plan	2029 Plan	2030 Plan	2031 Plan	2032 ff. Plan
[TEUR]							
Gesamtumsatz	23.529	23.659	25.174	25.929	26.448	26.712	26.979
Erlösschmälerungen und Streckenvergütungen	-4.572	-4.680	-4.990	-5.140	-5.242	-5.295	-5.348
Gesamtleistung	18.957	18.979	20.184	20.790	21.205	21.417	21.632
Materialaufwand	-6.083	-6.319	-6.638	-6.837	-6.974	-7.044	-7.114
Betriebliches Rohergebnis	12.874	12.660	13.546	13.952	14.231	14.374	14.517
Personalaufwand	-5.435	-5.486	-5.617	-5.766	-5.881	-5.940	-6.000
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-4.470	-4.372	-4.685	-4.826	-4.922	-4.971	-5.021
EBITDA	2.969	2.802	3.244	3.361	3.428	3.462	3.497
Abschreibungen	-2.528	-2.622	-2.576	-2.653	-2.706	-2.733	-2.661
EBIT	441	180	668	708	722	729	836
Zinsaufwand	-9	-8	-7	-7	-6	-6	-6
Zinsertrag	32	61	46	23	30	37	37
EBT	464	233	707	724	745	759	867
Steueraufwand	-130	-65	-191	-188	-186	-181	-198
Ergebnis nach Steuern	334	167	516	536	560	578	670
Sonstige Steuern	0	0	0	0	0	0	0
Jahresergebnis	334	167	516	536	560	578	670

Anlage 2

Bilanzplanung für die Staatl. Mineralbrunnen AG Bad Brückenau

Staatl. Mineralbrunnen AG Bad Brückenau
Planung Bilanz

Staatl. Mineralbrunnen AG Bad Brückenau		Detailplanung			Konvergenzphase			ewige Rente
Aktiva	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032 ff.
[TEUR]	Ist	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
A. Anlagevermögen	10.630	10.265	10.632	12.456	12.456	12.456	12.456	12.566
I. Immaterielle Vermögenswerte	284	284	284	284	284	284	284	284
1. Entgeltlich erworbene Konzessionen, gewerbliche Schutzrechte und ähnliche Rechte und Werte sowie Lizenzen an solchen Rechten und Werten	280							
2. Geleistete Anzahlungen	5							
II. Sachanlagen	10.320	9.956	10.323	12.147	12.147	12.147	12.147	12.257
1. Grundstücke und Gebäude	3.171							
2. Technische Anlagen und Maschinen	5.109							
3. Andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung	1.947							
4. Geleistete Anzahlungen und Anlagen im Bau	93							
III. Finanzanlagen	25	25	25	25	25	25	25	25
1. Anteile an verbundenen Unternehmen	25							
2. Sonstige Ausleihungen	-							
B. Umlaufvermögen	6.928	6.624	5.815	4.345	4.517	4.630	4.679	4.721
I. Vorräte	1.149	1.110	1.112	1.182	1.218	1.242	1.255	1.267
1. Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe	780							
2. Fertige Erzeugnisse und Handelswaren	369							
II. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	3.478	2.135	2.137	2.247	2.302	2.340	2.360	2.379
1. Forderungen aus LuL	1.853	1.729	1.731	1.841	1.896	1.934	1.953	1.973
2. Sonstige Vermögensgegenstände	1.625	406	406	406	406	406	406	406
III. Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten	2.300	3.378	2.566	916	997	1.047	1.064	1.075
Kassenbestand lt. Bilanz zum 31.12.2025	5.900							
Kürzung nicht für den operativen Geschäftsbetrieb notwendige Liquidität	-3.600							
Kassenbestand lt. Bilanzplanung zum 01.01.2026	2.300							
C. ARAP	21	21	21	21	21	21	21	21
D. Summe Aktiva	17.579	16.910	16.468	16.823	16.995	17.107	17.156	17.309

Staatl. Mineralbrunnen AG Bad Brückenau		Detailplanung				Konvergenzphase			ewige Rente
Passiva	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032 ff.	
[TEUR]	Ist	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	
A. Eigenkapital	9.712	9.516	9.242	9.316	9.316	9.316	9.316	9.390	
I. Gezeichnetes Kapital	9.185	9.185	9.185	9.185	9.185	9.185	9.185	9.185	
II. Kapitalrücklage	3.463	3.463	3.463	3.463	3.463	3.463	3.463	3.463	
III. Bilanzgewinn	664	468	194	269	269	269	269	343	
Kürzung nicht für den operativen Geschäftsbetrieb notwendige Liquidität	-3.600	-3.600	-3.600	-3.600	-3.600	-3.600	-3.600	-3.600	
B. Rückstellungen	3.241	2.799	2.798	2.835	2.885	2.914	2.920	2.949	
1. Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	521	491	461	431	411	391	373	377	
2. Steuerrückstellungen	66	66	66	66	66	66	66	66	
3. Sonstige Rückstellungen	2.655	2.243	2.272	2.339	2.409	2.457	2.482	2.506	
C. Verbindlichkeiten	4.621	4.590	4.423	4.666	4.788	4.872	4.915	4.964	
1. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	343	171	0	0	0	0	0	0	
2. Verbindlichkeiten aus LuL	465	624	625	665	685	698	705	712	
3. Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen	2	2	2	2	2	2	2	2	
4. Sonstige Verbindlichkeiten	3.810	3.792	3.796	3.999	4.102	4.172	4.208	4.250	
D. Rechnungsabgrenzungsposten	5	5	5	5	5	5	5	5	
E. Summe Passiva	17.579	16.910	16.468	16.823	16.995	17.107	17.156	17.309	

Anlage 3

Cashflow-Planung für die Staatl. Mineralbrunnen AG Bad Brückenau

Staatl. Mineralbrunnen AG Bad Brückenau
Planung Kapitalflussrechnung

Staatl. Mineralbrunnen AG Bad Brückenau Planung Kapitalflussrechnung [TEUR]	Vergangenheit	Detailplanung			Konvergenzphase			ewige Rente
	2025 Ist	2026 Plan	2027 Plan	2028 Plan	2029 Plan	2030 Plan	2031 Plan	2032 ff. Plan
Jahresüberschuss		334	167	516	536	560	578	670
+ Abschreibungen		2.528	2.622	2.576	2.653	2.706	2.733	2.661
+ Zinsaufwand		9	8	7	7	6	6	6
+ / - Abnahme/Zunahme Vorräte		39	-1	-71	-35	-24	-12	-13
+ / - Abnahme/Zunahme Ford. aus LuL		124	-2	-110	-55	-38	-19	-20
+ / - Abnahme/Zunahme sonstige Vermögensgegenstände		1.219	-	-	-	-	-	-
+ / - Abnahme/Zunahme aRAP		-	-	-	-	-	-	-
- / + Abnahme/Zunahme Rückstellungen		-442	-1	37	50	29	6	29
- / + Abnahme / Zunahme Verb. aus LuL		159	1	40	20	14	7	7
- / + Abnahme / Zunahme Verb. ggü. verb. Unternehmen		-	-	-	-	-	-	-
- / + Abnahme / Zunahme sonst. Verb.		-18	4	203	102	70	36	42
- / + Abnahme / Zunahme RAP		-	-	-	-	-	-	-
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit		3.952	2.798	3.199	3.277	3.323	3.335	3.383
- Investitionen		-2.164	-2.989	-4.401	-2.653	-2.706	-2.733	-2.770
Mittelzufluss / -abfluss aus Investitionstätigkeit		-2.164	-2.989	-4.401	-2.653	-2.706	-2.733	-2.770
+ / - Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten		-171	-171	-	-	-	-	0
- Zinszahlungen		-9	-8	-7	-7	-6	-6	-6
- Ausschüttung an Anteilseigner		-530	-442	-442	-536	-560	-578	-595
Mittelzufluss / -abfluss aus Finanzierungstätigkeit	-	-710	-621	-449	-543	-566	-584	-602
Zahlungswirksame Veränderungen des Finanzmittelbestandes	-	1.078	-812	-1.650	81	50	17	11
Finanzmittelbestand am Anfang der Periode		2.300	3.378	2.566	916	997	1.047	1.064
Finanzmittelbestand am Ende der Periode	2.300	3.378	2.566	916	997	1.047	1.064	1.075

Anlage 4

Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und
Wirtschaftsprüfungsgesellschaften
vom 01. Januar 2024

Allgemeine Auftragsbedingungen

für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2024

1. Geltungsbereich

- (1) Die Auftragsbedingungen gelten für Verträge zwischen Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfern oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften (im Nachstehenden zusammenfassend „Wirtschaftsprüfer“ genannt) und ihren Auftraggebern über Prüfungen, Steuerberatung, Beratungen in wirtschaftlichen Angelegenheiten und sonstige Aufträge, soweit nicht etwas anderes ausdrücklich in Textform vereinbart oder gesetzlich zwingend vorgeschrieben ist.
- (2) Dritte können nur dann Ansprüche aus dem Vertrag zwischen Wirtschaftsprüfer und Auftraggeber herleiten, wenn dies vereinbart ist oder sich aus zwingenden gesetzlichen Regelungen ergibt. Im Hinblick auf solche Ansprüche gelten diese Auftragsbedingungen auch diesen Dritten gegenüber. Einreden und Einwendungen aus dem Vertragsverhältnis mit dem Auftraggeber stehen dem Wirtschaftsprüfer auch gegenüber Dritten zu.

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

- (1) Gegenstand des Auftrags ist die vereinbarte Leistung, nicht ein bestimmter wirtschaftlicher Erfolg. Der Auftrag wird nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Berufsausübung ausgeführt. Der Wirtschaftsprüfer übernimmt im Zusammenhang mit seinen Leistungen keine Aufgaben der Geschäftsführung. Der Wirtschaftsprüfer ist für die Nutzung oder Umsetzung der Ergebnisse seiner Leistungen nicht verantwortlich. Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sich zur Durchführung des Auftrags sachverständiger Personen zu bedienen.
- (2) Die Berücksichtigung ausländischen Rechts bedarf – außer bei betriebswirtschaftlichen Prüfungen – der ausdrücklichen Vereinbarung in Textform.
- (3) Ändert sich die Sach- oder Rechtslage nach Abgabe der abschließenden beruflichen Äußerung, so ist der Wirtschaftsprüfer nicht verpflichtet, den Auftraggeber auf Änderungen oder sich daraus ergebende Folgen hinzuweisen.

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

- (1) Der Auftraggeber hat dafür zu sorgen, dass dem Wirtschaftsprüfer alle für die Ausführung des Auftrags notwendigen Unterlagen und weiteren Informationen rechtzeitig übermittelt werden und ihm von allen Vorgängen und Umständen Kenntnis gegeben wird, die für die Ausführung des Auftrags von Bedeutung sein können. Dies gilt auch für die Unterlagen und weiteren Informationen, Vorgänge und Umstände, die erst während der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers bekannt werden. Der Auftraggeber wird dem Wirtschaftsprüfer geeignete Auskunftspersonen benennen.
- (2) Auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers hat der Auftraggeber die Vollständigkeit der vorgelegten Unterlagen und der weiteren Informationen sowie der gegebenen Auskünfte und Erklärungen in einer vom Wirtschaftsprüfer formulierten Erklärung in gesetzlicher Schriftform oder einer sonstigen vom Wirtschaftsprüfer bestimmten Form zu bestätigen.

4. Sicherung der Unabhängigkeit

- (1) Der Auftraggeber hat alles zu unterlassen, was die Unabhängigkeit der Mitarbeiter des Wirtschaftsprüfers gefährdet. Dies gilt für die Dauer des Auftragsverhältnisses insbesondere für Angebote auf Anstellung oder Übernahme von Organfunktionen und für Angebote, Aufträge auf eigene Rechnung zu übernehmen.
- (2) Sollte die Durchführung des Auftrags die Unabhängigkeit des Wirtschaftsprüfers, die der mit ihm verbundenen Unternehmen, seiner Netzwerkunternehmen oder solcher mit ihm assoziierten Unternehmen, auf die die Unabhängigkeitsvorschriften in gleicher Weise Anwendung finden wie auf den Wirtschaftsprüfer, in anderen Auftragsverhältnissen beeinträchtigen, ist der Wirtschaftsprüfer zur außerordentlichen Kündigung des Auftrags berechtigt.

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Soweit der Wirtschaftsprüfer Ergebnisse im Rahmen der Bearbeitung des Auftrags in gesetzlicher Schriftform oder Textform darzustellen hat, ist allein diese Darstellung maßgebend. Entwürfe solcher Darstellungen sind

unverbindlich. Sofern nicht anders gesetzlich vorgesehen oder vertraglich vereinbart, sind mündliche Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers nur dann verbindlich, wenn sie in Textform bestätigt werden. Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrags sind stets unverbindlich.

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

- (1) Die Weitergabe beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers (Arbeitsergebnisse oder Auszüge von Arbeitsergebnissen – sei es im Entwurf oder in der Endfassung) oder die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber an einen Dritten bedarf der in Textform erteilten Zustimmung des Wirtschaftsprüfers, es sei denn, der Auftraggeber ist zur Weitergabe oder Information aufgrund eines Gesetzes oder einer behördlichen Anordnung verpflichtet.
- (2) Die Verwendung beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers und die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber zu Werbezwecken durch den Auftraggeber sind unzulässig.

7. Mängelbeseitigung

- (1) Bei etwaigen Mängeln hat der Auftraggeber Anspruch auf Nacherfüllung durch den Wirtschaftsprüfer. Nur bei Fehlschlägen, Unterlassen bzw. unberechtigter Verweigerung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung kann er die Vergütung mindern oder vom Vertrag zurücktreten; ist der Auftrag nicht von einem Verbraucher erteilt worden, so kann der Auftraggeber wegen eines Mangels nur dann vom Vertrag zurücktreten, wenn die erbrachte Leistung wegen Fehlschlagens, Unterlassung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung für ihn ohne Interesse ist. Soweit darüber hinaus Schadensersatzansprüche bestehen, gilt Nr. 9.
- (2) Ein Nacherfüllungsanspruch aus Abs. 1 muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Nacherfüllungsansprüche nach Abs. 1, die nicht auf einer vorsätzlichen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.
- (3) Offenbare Unrichtigkeiten, wie z.B. Schreibfehler, Rechenfehler und formelle Mängel, die in einer beruflichen Äußerung (Bericht, Gutachten und dgl.) des Wirtschaftsprüfers enthalten sind, können jederzeit vom Wirtschaftsprüfer auch Dritten gegenüber berichtigt werden. Unrichtigkeiten, die geeignet sind, in der beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers enthaltene Ergebnisse infrage zu stellen, berechtigen diesen, die Äußerung auch Dritten gegenüber zurückzunehmen. In den vorgenannten Fällen ist der Auftraggeber vom Wirtschaftsprüfer tunlichst vorher zu hören.

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

- (1) Der Wirtschaftsprüfer ist nach Maßgabe der Gesetze (§ 323 Abs. 1 HGB, § 43 WPO, § 203 StGB) verpflichtet, über Tatsachen und Umstände, die ihm bei seiner Berufstätigkeit anvertraut oder bekannt werden, Stillschweigen zu bewahren, es sei denn, dass der Auftraggeber ihn von dieser Schweigepflicht entbindet.
- (2) Der Wirtschaftsprüfer wird bei der Verarbeitung von personenbezogenen Daten die nationalen und europarechtlichen Regelungen zum Datenschutz beachten.

9. Haftung

- (1) Für gesetzlich vorgeschriebene Leistungen des Wirtschaftsprüfers, insbesondere Prüfungen, gelten die jeweils anzuwendenden gesetzlichen Haftungsbeschränkungen, insbesondere die Haftungsbeschränkung des § 323 Abs. 2 HGB.
- (2) Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist der Anspruch des Auftraggebers aus dem zwischen ihm und dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis auf Ersatz eines fahrlässig verursachten Schadens, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt. Gleiches gilt für Ansprüche, die Dritte aus oder im Zusammenhang mit dem Vertragsverhältnis gegenüber dem Wirtschaftsprüfer geltend machen.

(3) Leiten mehrere Anspruchsteller aus dem mit dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis Ansprüche aus einer fahrlässigen Pflichtverletzung des Wirtschaftsprüfers her, gilt der in Abs. 2 genannte Höchstbetrag für die betreffenden Ansprüche aller Anspruchsteller insgesamt.

(4) Der Höchstbetrag nach Abs. 2 bezieht sich auf einen einzelnen Schadensfall. Ein einzelner Schadensfall ist auch bezüglich eines aus mehreren Pflichtverletzungen stammenden einheitlichen Schadens gegeben. Der einzelne Schadensfall umfasst sämtliche Folgen einer Pflichtverletzung ohne Rücksicht darauf, ob Schäden in einem oder in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren entstanden sind. Dabei gilt mehrfaches auf gleicher oder gleichartiger Fehlerquelle beruhendes Tun oder Unterlassen als einheitliche Pflichtverletzung, wenn die betreffenden Angelegenheiten miteinander in rechtlichem oder wirtschaftlichem Zusammenhang stehen. In diesem Fall kann der Wirtschaftsprüfer nur bis zur Höhe von 5 Mio. € in Anspruch genommen werden.

(5) Ein Schadensersatzanspruch erlischt, wenn nicht innerhalb von sechs Monaten nach der in Textform erklärten Ablehnung der Ersatzleistung Klage erhoben wird und der Auftraggeber auf diese Folge hingewiesen wurde. Dies gilt nicht für Schadensersatzansprüche, die auf vorsätzliches Verhalten zurückzuführen sind, sowie bei einer schuldhaften Verletzung von Leben, Körper oder Gesundheit sowie bei Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen. Das Recht, die Einrede der Verjährung geltend zu machen, bleibt unberührt.

(6) § 323 HGB bleibt von den Regelungen in Abs. 2 bis 5 unberührt.

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

(1) Ändert der Auftraggeber nachträglich den durch den Wirtschaftsprüfer geprüften und mit einem Bestätigungsvermerk versehenen Abschluss oder Lagebericht, darf er diesen Bestätigungsvermerk nicht weiterverwenden.

Hat der Wirtschaftsprüfer einen Bestätigungsvermerk nicht erteilt, so ist ein Hinweis auf die durch den Wirtschaftsprüfer durchgeführte Prüfung im Lagebericht oder an anderer für die Öffentlichkeit bestimmter Stelle nur mit in gesetzlicher Schriftform erteilter Einwilligung des Wirtschaftsprüfers und mit dem von ihm genehmigten Wortlaut zulässig.

(2) Widerruft der Wirtschaftsprüfer den Bestätigungsvermerk, so darf der Bestätigungsvermerk nicht weiterverwendet werden. Hat der Auftraggeber den Bestätigungsvermerk bereits verwendet, so hat er auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers den Widerruf bekanntzugeben.

(3) Der Auftraggeber hat Anspruch auf fünf Berichtsausfertigungen. Weitere Ausfertigungen werden besonders in Rechnung gestellt.

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sowohl bei der Beratung in steuerlichen Einzelfragen als auch im Falle der Dauerberatung die vom Auftraggeber genannten Tatsachen, insbesondere Zahlenangaben, als richtig und vollständig zugrunde zu legen; dies gilt auch für Buchführungsaufträge. Er hat jedoch den Auftraggeber auf von ihm festgestellte wesentliche Unrichtigkeiten hinzuweisen.

(2) Der Steuerberatungsauftrag umfasst nicht die zur Wahrung von Fristen erforderlichen Handlungen, es sei denn, dass der Wirtschaftsprüfer hierzu ausdrücklich den Auftrag übernommen hat. In diesem Fall hat der Auftraggeber dem Wirtschaftsprüfer alle für die Wahrung von Fristen wesentlichen Unterlagen, insbesondere Steuerbescheide, so rechtzeitig vorzulegen, dass dem Wirtschaftsprüfer eine angemessene Bearbeitungszeit zur Verfügung steht.

(3) Mangels einer anderweitigen Vereinbarung in Textform umfasst die laufende Steuerberatung folgende, in die Vertragsdauer fallenden Tätigkeiten:

- a) Ausarbeitung und elektronische Übermittlung der Jahressteuererklärungen, einschließlich E-Bilanzen, für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschlüsse und sonstiger für die Besteuerung erforderlichen Aufstellungen und Nachweise
- b) Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern
- c) Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden
- d) Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern
- e) Mitwirkung in Einspruchs- und Beschwerdeverfahren hinsichtlich der unter a) genannten Steuern.

Der Wirtschaftsprüfer berücksichtigt bei den vorgenannten Aufgaben die wesentliche veröffentlichte Rechtsprechung und Verwaltungsauffassung.

(4) Erhält der Wirtschaftsprüfer für die laufende Steuerberatung ein Pauschalhonorar, so sind mangels anderweitiger Vereinbarungen in Textform die unter Abs. 3 Buchst. d) und e) genannten Tätigkeiten gesondert zu honorieren.

(5) Sofern der Wirtschaftsprüfer auch Steuerberater ist und die Steuerberatervergütungsverordnung für die Bemessung der Vergütung anzuwenden ist, kann eine höhere oder niedrigere als die gesetzliche Vergütung in Textform vereinbart werden.

(6) Die Bearbeitung besonderer Einzelfragen der Einkommensteuer, Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer und Einheitsbewertung sowie aller Fragen der Umsatzsteuer, Lohnsteuer, sonstigen Steuern und Abgaben erfolgt auf Grund eines besonderen Auftrags. Dies gilt auch für

- a) die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z.B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer und Grunderwerbsteuer,
- b) die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen,
- c) die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen und
- d) die Unterstützung bei der Erfüllung von Anzeige- und Dokumentationspflichten.

(7) Soweit auch die Ausarbeitung der Umsatzsteuerjahreserklärung als zusätzliche Tätigkeit übernommen wird, gehört dazu nicht die Überprüfung etwaiger besonderer buchmäßiger Voraussetzungen sowie die Frage, ob alle in Betracht kommenden umsatzsteuerrechtlichen Vergünstigungen wahrgenommen worden sind. Eine Gewähr für die vollständige Erfassung der Unterlagen zur Geltendmachung des Vorsteuerabzugs wird nicht übernommen.

12. Elektronische Kommunikation

Die Kommunikation zwischen dem Wirtschaftsprüfer und dem Auftraggeber kann auch per E-Mail erfolgen. Soweit der Auftraggeber eine Kommunikation per E-Mail nicht wünscht oder besondere Sicherheitsanforderungen stellt, wie etwa die Verschlüsselung von E-Mails, wird der Auftraggeber den Wirtschaftsprüfer entsprechend in Textform informieren.

13. Vergütung

(1) Der Wirtschaftsprüfer hat neben seiner Gebühren- oder Honorarforderung Anspruch auf Erstattung seiner Auslagen; die Umsatzsteuer wird zusätzlich berechnet. Er kann angemessene Vorschüsse auf Vergütung und Auslagenersatz verlangen und die Auslieferung seiner Leistung von der vollen Befriedigung seiner Ansprüche abhängig machen. Mehrere Auftraggeber haften als Gesamtschuldner.

(2) Ist der Auftraggeber kein Verbraucher, so ist eine Aufrechnung gegen Forderungen des Wirtschaftsprüfers auf Vergütung und Auslagenersatz nur mit unbestrittenen oder rechtskräftig festgestellten Forderungen zulässig.

14. Streitschlichtungen

Der Wirtschaftsprüfer ist nicht bereit, an Streitbeilegungsverfahren vor einer Verbraucherschlichtungsstelle im Sinne des § 2 des Verbraucherstreitbeilegungsgesetzes teilzunehmen.

15. Anzuwendendes Recht

Für den Auftrag, seine Durchführung und die sich hieraus ergebenden Ansprüche gilt nur deutsches Recht.