

## publity AG<sup>\*5a,11</sup>

**Rating: HALTEN**  
**Kursziel: 17,00 €**  
**(bisher: 20,00 €)**

aktueller Kurs: 18,50 €  
13.11.23 11:02 / Xetra

### Stammdaten:

ISIN: DE0006972508  
WKN: 697250  
Börsenkürzel: PBY  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 14,88  
Marketcap<sup>3</sup>: 275,21  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 454,60  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. €

Freefloat: 7,0%

Marktsegment:  
Scale

Rechnungslegung:  
HGB

Designated Sponsors:  
mwb fairtrade Wertpapierhan-  
delsbank AG

Geschäftsjahr: 31.12.

### Analysten:

Matthias Greiffenberger  
greiffenberger@gbc-ag.de

Marcel Schaffer  
schaffer@gbc-ag.de

Datum und Zeitpunkt der Fer-  
tigstellung der Studie:  
13.11.2023 (10:00 Uhr)  
Datum und Zeitpunkt der ers-  
ten Weitergabe der Studie:  
13.11.2023 (11:30 Uhr)  
Gültigkeit des Kursziels: bis  
max. 31.12.2024

\* Katalog möglicher Interes-  
senskonflikte auf Seite 10

### Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

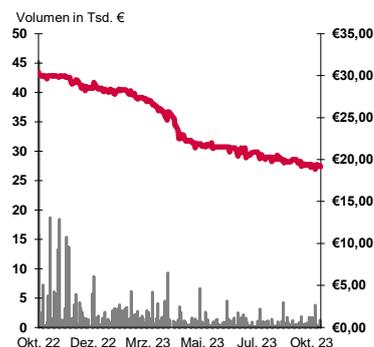
Fokus: Asset Management

Mitarbeiter: 18,75  $\varnothing$  zum 31.12.2022

Gründung: 1999

Firmensitz: Frankfurt am Main

Vorstand: Frank Schneider, Stephan Kunath



Die publity AG ist ein führender Green Asset Manager, der sich auf Büroimmobilien in Deutschland spezialisiert hat. Durch die Kombination von umfangreicher Erfahrung und Fokus auf nachhaltige, ESG-konforme Objekte sowie langjähriger Immobilienexpertise aus über 1.100 erfolgreichen Transaktionen, hebt sich publity von anderen Unternehmen ab. publity verfolgt einen ganzheitlichen Ansatz bei der Entwicklung und Umgestaltung von ESG-konformen Immobilien. Dabei werden Umweltaspekte, innovative Gestaltungsmöglichkeiten für Arbeitswelten sowie eine hohe Digitalisierung berücksichtigt. Die von publity gemanagten Büroimmobilien sind international für ihre ESG-Standards mehrfach hochkarätig zertifiziert worden. publity ist einer der aktivsten Akteure auf dem deutschen Büroimmobilienmarkt und profitiert von einem robusten Netzwerk und einer hochgradigen Digitalisierung von Daten über den deutschen Büroimmobilienbestand und einzelne Objekte.

GuV in Mio. € \ GJ.-Ende	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
Umsatz	4,68	11,50	15,00	20,10
EBITDA	-23,44	0,86	3,88	7,20
EBIT	-23,99	0,30	3,32	6,64
Jahresüberschuss	-192,54	0,28	2,39	4,71

### Kennzahlen

Gewinn je Aktie	-12,94	0,02	0,16	0,32
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

### Kennzahlen

EV/Umsatz	97,06	39,53	30,31	22,62
EV/EBITDA	-19,39	529,76	117,25	63,14
EV/EBIT	-18,95	1495,47	137,03	68,52
KGV	-1,43	997,29	115,37	58,46
KBV	0,74			

### Finanztermine

27. - 29.11.2023 Dt. Eigenkapitalforum

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in € / Rating

31.07.2023: RS / 20,00 € / HALTEN

04.11.2022: RS / 46,50 € / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

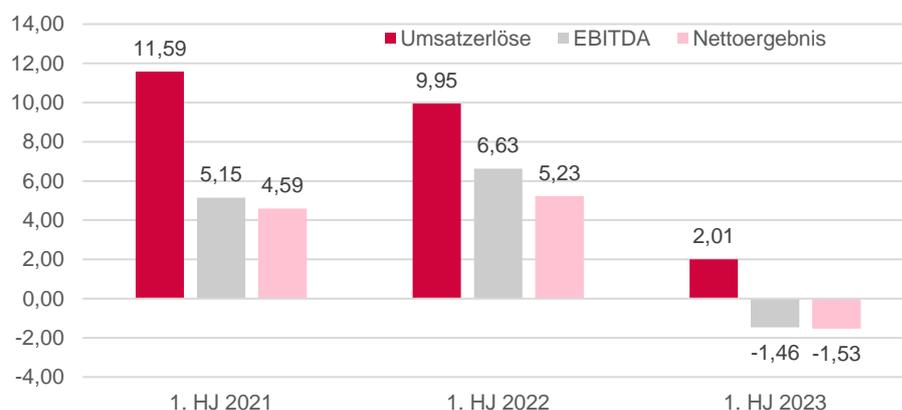
## Geschäftsentwicklung im 1. HJ 2023

GuV (in Mio. €)	1. HJ 2021	1. HJ 2022	1. HJ 2023
Umsatzerlöse	11,59	9,95	2,01
EBITDA	5,15	6,63	-1,46
<i>EBITDA-Marge</i>	44,5%	66,6%	-72,9%
EBIT	5,02	6,35	-1,73
<i>EBIT-Marge</i>	43,3%	63,8%	-86,3%
Nettoergebnis	4,59	5,23	-1,53
EPS in €	0,31	0,35	-0,10

Quelle: publity AG, GBC AG

Die Geschäftsentwicklung im ersten Halbjahr 2023 zeigt, dass die publity AG, trotz der Herausforderungen in der Immobilienbranche, Fortschritte gemacht hat. Dennoch kam es im ersten Halbjahr 2023 zu einem deutlichen Umsatzrückgang auf 2,01 Mio. € (VJ: 9,95 Mio. €). Der Umsatz wurde durch die erfolgreichen Transaktionen der publity als Asset Manager generiert.

### Entwicklung der Umsatzerlöse, des EBITDA und des Nettoergebnisses (in Mio. €)



Quelle: publity AG, GBC AG

Durch den deutlichen Umsatzrückgang reduzierte sich das EBITDA auf -1,46 Mio. € (VJ: 6,63 Mio. €). Einen positiven Effekt hatten die sonstigen betrieblichen Erträge, welche mit 1,02 Mio. € (VJ: 0,03 Mio. €) deutlich über dem Vorjahr lagen. Diese außerordentlichen Erträge stammen aus einem Rechtsstreit. Insgesamt blieben die operativen Kosten weitgehend stabil, mit nur leichten Veränderungen beim Materialaufwand (-2,0 %) und einem nur leichten Anstieg der Personalaufwendungen (+3,3 %). Demgegenüber erhöhten sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf 3,43 Mio. € (Vorjahr: 2,31 Mio. €) infolge von Teilverkäufen der PREOS-Wandelanleihe, die unter dem ursprünglichen Kurs erfolgten. Bereinigt um diesen Effekt konnten die Kosten sogar gesenkt werden.

Die Erträge aus anderen Wertpapieren verzeichneten einen Rückgang von 14,5% auf 2,95 Mio. € (3,45 Mio. €), aufgrund des geringeren Bestands an Anleihen der PREOS Global Office Real Estate & Technology AG in der Bilanz. Weiterhin stiegen die Zinsen und ähnliche Aufwendungen um 17,7%, auf -2,74 Mio. € (VJ: -2,33 Mio. €), als Folge der im zweiten Halbjahr 2022 erfolgten Aufstockung der selbst begebenen publity-Anleihe um 20 Mio. € auf 97,76 Mio. € (VJ: 77,76 Mio. €).

Infolge des starken Umsatzrückgangs wurde damit ein negatives Nettoergebnis in Höhe von -1,53 Mio. € (VJ: 5,23 Mio. €) erzielt.

## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2023

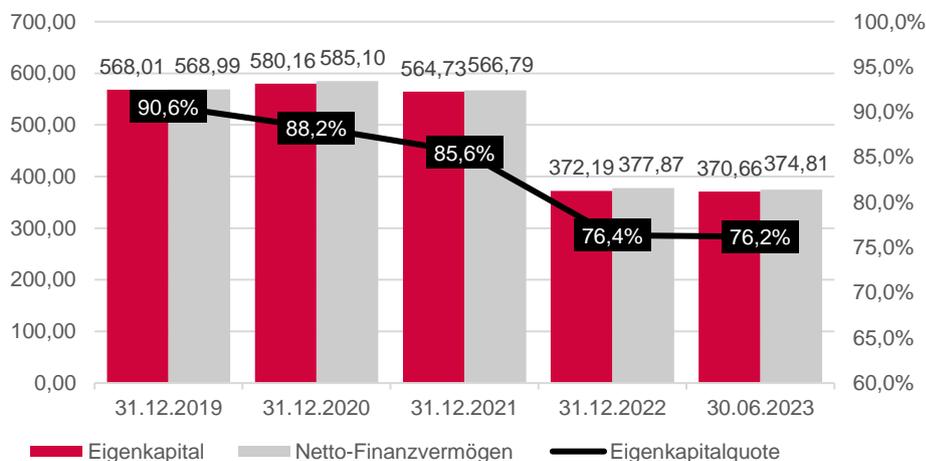
in Mio. €	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Eigenkapital	568,01	580,16	564,73	372,19	370,66
EK-Quote (in %)	90,6%	88,2%	85,6%	76,4%	76,2%
Operatives Anlagevermögen	0,35	1,52	1,27	0,76	0,49
Working Capital	8,80	3,83	0,55	-0,19	3,39
Netto-Finanzvermögen	568,99	585,10	566,79	377,87	374,81

Quelle: publity AG; GBC AG

Die Bilanz der publity zeigt ein für Beteiligungsgesellschaften typisches Bild. Sie ist geprägt durch einen hohen Bestand an Finanzanlagen, wobei die gehaltenen Anteile an PREOS den größten Anteil ausmachen. Obwohl die Beteiligungsquote bei 94,3% liegt, sind die Anteile an dieser Tochtergesellschaft nicht vollkonsolidiert, sondern als Finanzanlagen erfasst. Da keine vollständige Konsolidierung erfolgt, sind auch die Schulden der Immobilienunternehmen GORE und PREOS nicht in vollem Umfang berücksichtigt. Dies führt dazu, dass die publity AG in der Regel eine überdurchschnittlich hohe Eigenkapitalquote aufweist. Die Schwankungen im Eigenkapital ergeben sich aus der operativen Geschäftsentwicklung sowie aus der Auf- oder Abwertung der Finanzanlagen. Zum 30.06.2023 fand keine umfangreiche Neubewertung der Finanzanlagen statt.

Zum 30.06.2023 blieb damit das Eigenkapital nahezu unverändert bei 370,66 Mio. € (31.12.2022: 372,19 Mio. €). Dies resultiert aus einem Jahresverlust in Höhe von 1,53 Mio. €. Die Eigenkapitalquote blieb somit ebenfalls stabil bei 76,2% (31.12.2022: 76,4%).

### Entwicklung des Eigenkapitals (in Mio. €), des Netto-Finanzvermögens (in Mio. €) und der Eigenkapitalquote (in %)



Quelle: publity AG; GBC AG

Das Bilanzvermögen der publity AG ist größtenteils durch Beteiligungen an verbundenen Unternehmen geprägt und beträgt 367,30 Mio. € (31.12.2022: 366,94 Mio. €). Dies entspricht 75,5% (31.12.2022: 75,3%) der gesamten Bilanzsumme. Zudem hält die publity AG Anleihen der PREOS Global Office Real Estate & Technology AG im Wert von 81,00 Mio. € (31.12.2021: 83,98 Mio. €). Die Finanzanlagen fließen in das Netto-Finanzvermögen ein, welches sich auf 374,81 Mio. € (31.12.2022: 377,87 Mio. €) beläuft.

Die bedeutendste Position im Fremdkapital bleibt eine ausstehende publity-Anleihe im Wert von 97,76 Mio. € (31.12.2022: 97,76 Mio. €). Diese Anleihe ist bis 2027 fällig und ihre Bedingungen wurden Ende 2022 angepasst. Unter anderem wurde die Laufzeit auf den 19.12.2027 (ursprünglich 19.06.2023) verlängert, der Zinssatz ab dem 19.06.2023 von 5,50% auf 6,25% erhöht und ein Wahlrecht zur vorzeitigen Rückzahlung eingeführt.

Derzeit wird die Anleihe zu 28,0% gehandelt (Tradegate, 18.10.23; 15:34 Uhr). Die Verlängerung der publity Anleihe steht unter dem Vorbehalt einer möglichen Anfechtung durch Anleihegläubiger.

Die Bankverbindlichkeiten betragen unverändert 4,30 Mio. € (31.12.2022: 4,24 Mio. €), die liquiden Mittel 0,38 Mio. € (31.12.2022: 0,54 Mio. €). Die Liquiditätslage wird von der Geschäftsführung als stabil eingeschätzt. Das Working Capital hat sich erheblich auf 3,39 Mio. € erhöht, verglichen mit -0,19 Mio. € zum 31. Dezember 2022. Dies ist hauptsächlich auf den Anstieg der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen auf 4,35 Mio. € zurückzuführen, im Vergleich zu 1,16 Mio. € zum 31. Dezember 2022. Wir gehen davon aus, dass dies auf die derzeit angespannte Lage in der Immobilienbranche zurückzuführen ist und Zahlungsziele von Kunden ausgereizt werden.

Aufgrund des Fehlens einer veröffentlichten Kapitalflussrechnung ist es nicht möglich, eine noch umfassendere Liquiditätsanalyse durchzuführen.

Am 16.08.2023 wurde auf der Hauptversammlung eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln beschlossen. Dabei soll das Grundkapital von 14,88 Mio. € um 1,86 Mio. € auf 16,74 Mio. € erhöht werden. Die Kapitalerhöhung soll durch die Ausgabe von 1,86 Mio. neuen Stückaktien mit einem Nennwert von je 1,00 € erfolgen. Die Kapitalerhöhung ist zum aktuellen Zeitpunkt noch nicht final erfolgt.

### ***Aktuelle Entwicklungen der Beteiligungen und Investitionen***

Am 30.12.2022 betrug der Aktienkurs der gehaltenen Beteiligung PREOS Global Office Real Estate & Technology AG 3,40 € (Xetra), was einer Marktkapitalisierung von 385,79 Mio. € entspricht. In Anbetracht der Beteiligungsquote von 94,3% seitens der publity AG wurde das gehaltene Aktienkapital mit einem Wert von 363,80 Mio. € in der publity-Bilanz ausgewiesen. Gegenüber dem Schlusskurs zum 30.12.2022 hat sich der PREOS-Aktienkurs zwischenzeitlich deutlich rückläufig entwickelt und liegt derzeit (XETRA, 23.10.2023) bei 0,41 €. Dies würde mit einem deutlichen ergebniswirksamen Bewertungsabschlag einhergehen. **In unserer Neubewertung ziehen wir jedoch nicht den aktuellen PREOS-Aktienkurs heran, wir orientieren uns, als Untergrenze, an dem veröffentlichten Eigenkapital der PREOS Global Office Real Estate & Technology AG, welches zum 31.12.2022 bei 203,56 Mio. € lag. Gemäß der Beteiligungsquote von 94,3% entspricht dies einem Wert von 191,96 Mio. €.**

Zum 30.06.2022 betragen die Darlehen an verbundene Unternehmen 81,00 Mio. €. Diese Darlehen bestehen in Form von gehaltenen Wandelschuldverschreibungen der PREOS Global Office Real Estate & Technology AG, die im Jahr 2019 ausgegeben wurden und bis 2024 fällig sind. Der Kurs der Wandelschuldverschreibung steht aktuell bei 1,26% (Frankfurt, 19.10.2023). Klaus Nieding, Rechtsanwalt und Vizepräsident der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz, wurde als der Ansprechpartner für die Anleihegläubiger ausgewählt. In einem kommenden Schritt sollen Gespräche über die Möglichkeiten zur Neugestaltung der PREOS-Wandelanleihe mit dem gemeinsamen Vertreter aufgenommen werden. **Damit besteht ein erhebliches Abschreibungspotenzial für die Wandelschuldverschreibung. Daher haben wir zunächst in unserer Bewertung eine Wertminderung der Wandelschuldverschreibungen um 50% unterstellt.**

## PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse	4,68	11,50	15,00	20,10
EBITDA	-23,44	0,86	3,88	7,20
EBITDA-Marge	-500,5%	7,5%	25,8%	35,8%
EBIT	-23,99	0,30	3,32	6,64
EBIT-Marge	-512,2%	2,6%	22,1%	33,0%
Jahresüberschuss	-192,54	0,28	2,39	4,71
EPS in €	-12,94	0,02	0,16	0,32

Quelle: GBC AG

### Umsatzprognose

Trotz anhaltend hoher Zinsen, der gestiegenen Baukosten und der unsicheren Konjunkturaussichten in der Immobilienbranche ist das Unternehmen zuversichtlich, sich aufgrund seiner Positionierung als Green Asset Manager zu erholen. Im Hinblick auf die makroökonomischen Herausforderungen und die sich ändernden Trends in der Immobilienbranche plant das Unternehmen, sich auf nachhaltige Büroimmobilien zu konzentrieren. Es strebt an, bis 2030 mindestens 50 % ESG-konforme Gebäude zu verwalten und diesen Anteil langfristig auf 100 % zu erhöhen. Dabei wird ein ganzheitlicher Ansatz verfolgt, der Umwelt, Innovation und soziale Gestaltungsmöglichkeiten berücksichtigt. Die publity AG hat bereits einige Zertifizierungen für seine Immobilien erhalten, die ihre hohen ESG- und Digitalisierungsstandards belegen. Darüber hinaus plant es, den Centurion Tower in Frankfurt in ein grünes Bürogebäude umzuwandeln, was als Modell für das Büro der Zukunft dient.

Die Unternehmensstrategie der publity AG konzentriert sich auf die Stärkung und den Ausbau ihrer Bestandshalterposition im Immobiliensektor durch Tochtergesellschaften. Ihr Hauptaugenmerk liegt weiterhin auf dem deutschen Gewerbeimmobilienmarkt, da sie dort attraktive Wertschöpfungspotenziale sieht. Die publity AG plant, ihr Know-how und ihre Erfahrung im Immobilien-Asset-Management zu nutzen, um Renditen zu erzielen, während die Nachfrage nach deutschen Gewerbeimmobilien, insbesondere von ausländischen Investoren, voraussichtlich hoch bleiben wird.

Allerdings sind die Auswirkungen der "Corona-Pandemie", des Ukraine-Krieges sowie der Energiekrise und steigender Zinsen auf die wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens schwer abzuschätzen. Trotz dieser Unsicherheiten bewertet der Vorstand die voraussichtliche Entwicklung als stabilisiert und positiv.

### Umsatzprognose in (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

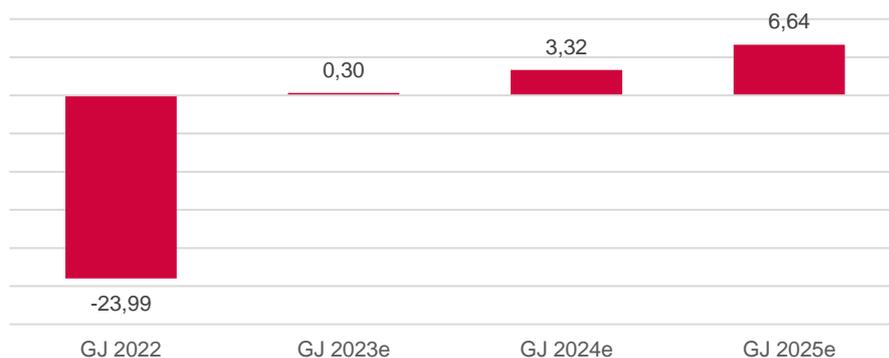
Der Vorstand geht davon aus, dass im Verlauf des Geschäftsjahres 2023 ein ausgeglichenes Ergebnis nach Steuern erzielt wird, wobei ein leicht positives EBIT prognostiziert wird. Zusätzlich dazu erwartet der Vorstand, auch in Zukunft in der Lage zu sein, sämtlichen finanziellen Verpflichtungen vollständig und pünktlich nachzukommen.

Wir gehen davon aus, dass im Geschäftsjahr 2023 eine Zunahme der Immobilientransaktionen im Vergleich zum Vorjahr 2022 stattfinden wird. Allerdings ist der Markt derzeit aufgrund der Zinswende stark beeinträchtigt. Für das laufende Geschäftsjahr 2023 prognostizieren wir Umsatzerlöse von 11,50 Mio. €, gefolgt von 15,00 Mio. € im Jahr 2024 bzw. 20,10 Mio. € im Jahr 2025.

## Ergebnisprognose

Gemäß der Unternehmens-Guidance für das Geschäftsjahr 2023 geht der Vorstand davon aus, dass das Ergebnis nach Steuern ausgeglichen ist und ein leicht positives EBIT erzielt wird. Weiterhin reagiert die Gesellschaft mit strengem Kostenmanagement, um den aktuellen Herausforderungen zu begegnen. Unsere Ergebnisprognosen beinhalten keine potenziellen Abschreibungen für die gehaltenen Finanzanlagen.

### EBIT-Prognose (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Wir gehen davon aus, dass die Guidance aktuell gut erfüllbar ist. Für das laufende Geschäftsjahr 2023 erwarten wir ein EBIT von 0,30 Mio. €, gefolgt von 3,32 Mio. € im Jahr 2024 bzw. 6,64 Mio. € im Jahr 2025.

Insgesamt erwarten wir einen Jahresüberschuss in Höhe von 0,28 Mio. € im laufenden Geschäftsjahr 2023 bzw. 2,39 Mio. € im Jahr 2024 bzw. 4,71 Mio. € im Jahr 2025.

## **Bewertung**

### ***Modellannahmen***

Die publity AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2023 - 2025 in Phase 1 erfolgt von 2026 bis 2030 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 10,0%. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 35,8% angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0% in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 3,0% (bisher: 2,0%).

### ***Bestimmung der Kapitalkosten***

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der publity AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode.

**Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 2,0%.**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50% an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,86.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 12,2% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 11,6%.

### ***Bewertungsergebnis***

**Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 17,00 € (bisher: 20,00 €) ermittelt.**

**Am 30.06.2023 betragen die Darlehen an verbundene Unternehmen 81,00 Mio. €. Diese Darlehen bestehen in Form von Wandelschuldverschreibungen der PREOS Global Office Real Estate & Technology AG, die im Jahr 2019 ausgegeben wurden und bis 2024 fällig sind. Diese Wandelschuldverschreibung steht aktuell bei 1,26% (Frankfurt, 19.10.2023). Damit besteht ein erhebliches Abschreibungspotenzial für die Wandelschuldverschreibung. Daher haben wir in unserer Bewertung eine Wertminderung der Wandelschuldverschreibungen um 50% unterstellt.**

## DCF-Modell

### publity AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	10,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	35,8%	ewige EBITA - Marge	35,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	15,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	5,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	
Umsatz (US)	11,50	15,00	20,10	22,11	24,32	26,75	29,43	32,37	
US Veränderung	145,5%	30,4%	34,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	15,01	19,32	24,54	25,59	26,68	27,82	29,00	30,24	
EBITDA	0,86	3,88	7,20	7,92	8,71	9,58	10,54	11,60	
EBITDA-Marge	7,5%	25,8%	35,8%	35,8%	35,8%	35,8%	35,8%	35,8%	
EBITA	0,30	3,32	6,64	7,80	8,58	9,45	10,40	11,44	
EBITA-Marge	2,6%	22,1%	33,0%	35,3%	35,3%	35,3%	35,3%	35,3%	35,3%
Steuern auf EBITA	-0,09	-1,00	-1,99	-2,34	-2,57	-2,83	-3,12	-3,43	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	0,21	2,32	4,64	5,46	6,01	6,61	7,28	8,01	
Kapitalrendite	37,5%	370,5%	707,1%	738,1%	305,0%	310,8%	316,5%	322,2%	306,8%
Working Capital (WC)	-0,14	-0,12	-0,08	1,11	1,22	1,34	1,47	1,62	
WC zu Umsatz	-1,2%	-0,8%	-0,4%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Investitionen in WC	-0,05	-0,02	-0,04	-1,19	-0,11	-0,12	-0,13	-0,15	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	0,77	0,78	0,82	0,86	0,91	0,96	1,01	1,07	
AFA auf OAV	-0,55	-0,56	-0,57	-0,12	-0,13	-0,14	-0,14	-0,15	
AFA zu OAV	72,3%	72,1%	69,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
Investitionen in OAV	-0,56	-0,57	-0,61	-0,17	-0,18	-0,19	-0,20	-0,21	
Investiertes Kapital	0,63	0,66	0,74	1,97	2,13	2,30	2,49	2,69	
EBITDA	0,86	3,88	7,20	7,92	8,71	9,58	10,54	11,60	
Steuern auf EBITA	-0,09	-1,00	-1,99	-2,34	-2,57	-2,83	-3,12	-3,43	
Investitionen gesamt	-0,61	-0,59	-0,65	-1,35	-0,29	-0,31	-0,33	-0,36	
Investitionen in OAV	-0,56	-0,57	-0,61	-0,17	-0,18	-0,19	-0,20	-0,21	
Investitionen in WC	-0,05	-0,02	-0,04	-1,19	-0,11	-0,12	-0,13	-0,15	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,15	2,29	4,56	4,23	5,85	6,44	7,09	7,81	95,39

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	67,92	73,48
Barwert expliziter FCFs	23,57	24,01
Barwert des Continuing Value	44,34	49,47
Nettoschulden (Net debt)	-177,00	-179,39
Wert des Eigenkapitals	244,92	252,86
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	244,92	252,86
Ausstehende Aktien in Mio.	14,88	14,88
Fairer Wert der Aktie in EUR	16,46	17,00

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,86
Eigenkapitalkosten	12,2%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	6,3%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	8,5%
WACC	11,6%

Kapitalrendite	WACC				
	11,0%	11,3%	11,6%	11,9%	12,2%
306,3%	17,36	17,17	16,99	16,83	16,68
306,6%	17,36	17,17	16,99	16,83	16,68
306,8%	17,37	17,17	17,00	16,83	16,68
307,1%	17,37	17,18	17,00	16,84	16,68
307,3%	17,37	17,18	17,00	16,84	16,69

## ANHANG

### I.

#### **Research unter MiFID II**

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

### II.

#### **§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss**

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

#### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

#### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

#### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

#### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

**Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:**

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,11)**

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Karin Jägg, E-Mail: jaegg@gbc-ag.de

### **§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst**

**Marcel Schaffer, Finanzanalyst**

### **§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG

Halderstraße 27

D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0

Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG®**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)