



Researchstudie (Anno)

NEON EQUITY AG



- Seit Unternehmensgründung stets positive Ergebnisse erzielt -
- Erfolgreiches Jahr 2022 mit Nachsteuerergebnis von fast
12 Mio. € -

Kursziel: 10,76 €
(bisher: 10,81 €)
Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 19

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

NEON EQUITY AG^{*5a,11}

Rating: KAUFEN
Kursziel: 10,76 €
(bisher: 10,81 €)

aktueller Kurs: 9,50
19.04.23 / DUS / 10:00 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A3DW408
WKN: A3DW40
Aktienanzahl³: 40,05
³in Mio. / in Mio. EUR
Marketcap³: 380,48
Enterprise Value³: 378,94
Streubesitz: 10,6 %

Marktsegment:
Börse Düsseldorf
Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Schaffer
schaffer@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

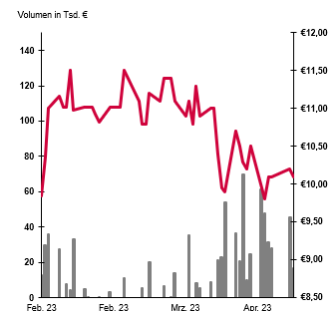
Branche: Finanzen (Beteiligungsgesellschaft)
Fokus: Immobilien, Consulting, Technologien

Mitarbeiter: 2 (Geschäftsjahr 2022)

Gründung: 2012

Firmensitz: Frankfurt am Main

Vorstand: Thomas Olek; Ole Nixdorff



Der Unternehmensfokus der NEON EQUITY AG (vormals: TO-Holding GmbH) liegt im Wesentlichen darin, sich an noch nicht kapitalmarktorientierten ("Private Equity") Unternehmen zu beteiligen oder neue Unternehmen zu gründen. Dabei stützt die NEON EQUITY AG seine Beteiligungsunternehmen mit Kapital, Expertise, Knowhow und einem adäquaten branchenspezifischen Netzwerk aus. Dies mit der Zielsetzung, den Unternehmenswert sukzessive durch die Implementierung und stringente Umsetzung einer vollumfänglichen und kapitalmarktorientierten Entwicklungsstrategie zu steigern. Zudem fungiert NEON EQUITY AG nicht nur als reiner strategischer Beteiligungsinvestor, sondern bietet seinen Portfoliounternehmen auch fundierte Beratungsdienstleistungen an. Das Dienstleistungsspektrum umfasst dabei die Konstruktion, Strukturierung und Durchführung von Finanzierungs- und Kapitalmaßnahmen am Kapitalmarkt. Insgesamt liegt der Investmentfokus von NEON EQUITY AG schwerpunktmäßig auf den Bereichen Immobilienwirtschaft, Consulting und innovative Technologien. Der Länderfokus der Zielunternehmen liegt auf Europa.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Gesamterträge	11,89	17,45	16,01	42,60	52,96
EBIT	6,92	12,87	14,00	40,34	50,44
Jahresüberschuss	6,72	11,98	12,15	34,83	43,75

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,17	0,30	0,30	0,87	1,09
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Gesamterträge	31,87	21,71	23,66	8,90	7,16
EV/EBIT	54,73	29,43	27,07	9,39	7,51
KGV	56,60	31,76	31,31	10,92	8,70
KBV	1,63	1,55			

Finanztermine

10.05.2023: Hauptversammlung
15.08.2023: Halbjahreszahlen

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
10.01.23: RS / 10,81 € / -

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 21

EXECUTIVE SUMMARY

- Die NEON EQUITY AG ist seit dem 13. Januar 2023 am Primärmarkt der Börse Düsseldorf gelistet und ist seit dem 01. Februar 2023 auf Xetra handelbar. Dabei handelte es sich um ein reines Listing, ohne Einwerbung eines Emissionserlöses. Gemäß Unternehmensfokus plant die Gesellschaft sich als strategischer Investor an Unternehmen mit Zukunftspotenzial zu beteiligen oder diese zu gründen. Hier liegt die strategische Zielsetzung zu Grunde, wonach der Unternehmenswert der Portfoliounternehmen durch die Implementierung einer Kapitalmarktstrategie nachhaltig gesteigert werden soll. Im Rahmen ihres Beteiligungsansatzes werden die Portfoliounternehmen nicht nur mit Kapital ausgestattet, die Unternehmen können auf das umfangreiche Branchen-Knowhow und das Netzwerk der NEON EQUITY AG zugreifen. Der Beteiligungsfokus liegt auf kleinen bis mittelgroßen Unternehmen, die in den Sektoren Immobilien, Consulting oder Technologie tätig sind. Grundsätzlich sollen die Portfoliokandidaten eine gute Entwicklungsmöglichkeit aufweisen und sich perspektivisch zu einem IPO-Kandidaten entwickeln lassen.
- Trotz des erst kürzlich erfolgten Börsendebuts verfügt die Gesellschaft bereits über eine mehrjährige Unternehmenshistorie. Seit der Gründung im Jahr 2012 hat die NEON EQUITY AG unterschiedliche Beteiligungen erworben und diese zum Teil oder vollständig wieder veräußert. Insgesamt wurden dabei Exit-Transaktionen in Höhe von 645,54 Mio. € vorgenommen, was die Gesellschaft in die Lage versetzt hatte, stets positive Ergebnisniveaus vorzuweisen.
- Dies gilt auch für das abgelaufene Geschäftsjahr 2022, in dem Gesamterträge in Höhe von 17,45 Mio. € (VJ: 11,89 Mio. €) erwirtschaftet wurden. Hier spielt das Veräußerungsergebnis von Aktien der pubilty und der PREOS eine wichtige Rolle sowie auch Erträge aus der Herabsetzung von Einzelwertberichtigungen auf Forderungen. Darüber hinaus wurden Zinserträge im Zusammenhang mit gehaltenen pubilty-Anleihen erwirtschaftet. Auf Basis der gestiegenen Erträge wurde ein im Vergleich zum Vorjahr deutlich höheres Nachsteuerergebnis in Höhe von 11,98 Mio. € (VJ: 6,72 Mio. €) erwirtschaftet.
- Da in der Unternehmenshistorie stets eine Gewinnthesaurierung stattgefunden hat, weist die NEON EQUITY AG per 31.12.2022 ein hohes Eigenkapital in Höhe von 245,47 Mio. € auf, einhergehend mit einer hohen EK-Quote von 98,9 %. Die Aktivseite setzt sich vornehmlich aus gehaltenen Aktien an der pubilty AG und der Preos AG sowie aus gehaltenen pubilty-Anleihen zusammen. Da die NEON EQUITY AG nach HGB-Prinzipien bilanziert, findet eine Bilanzierung nach dem Niederstwertprinzip und nicht nach einem Marktwertansatz statt.
- Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir mit einem Ausbau des Beteiligungsportfolios und unterstellen zudem einen Anstieg der Beratermandate. Ein wesentlicher Aspekt in unseren Prognosen ist die Fähigkeit der Gesellschaft, entwicklungsfähige Portfoliokandidaten zu identifizieren, zu gewinnen und diese dann auch kapitalmarktfähig zu entwickeln. Dann lassen sich mögliche Exit-Erlöse erzielen. Im laufenden Geschäftsjahr sollten mit dem Verkauf von pubilty-Aktien nennenswerte Erlöse erwirtschaftet werden, bevor in den darauffolgenden Jahren neue Investitionen für einen starken Umsatz- und Ergebnisanstieg sorgen sollten.
- Wir haben den fairen Wert der NEON EQUITY AG im Rahmen eines NAV-Modells und eines DCF-Modells ermittelt. Im Mittelwert liegt der von uns ermittelte faire Unternehmenswert bei 430,78 Mio. €, was einem fairen Wert je Aktie von 10,76 € entspricht. Wir vergeben das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

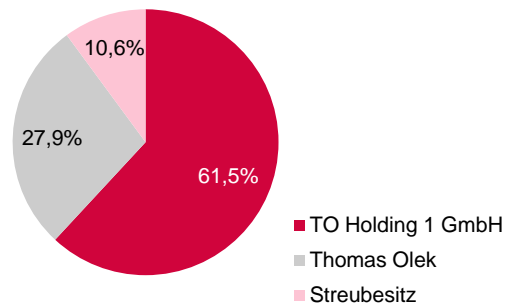
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Geschäftstätigkeit	4
Organisationsstruktur und Beteiligungsverhältnisse	4
Markt und Marktumfeld	6
Emissionsmarkt in Deutschland	6
Marktumfeld Immobilien	7
Geschäftsentwicklung 2022.....	8
Umsatz- und Ergebnisentwicklung 2022.....	8
Entwicklungs der Gesamterträge 2022	8
Ergebnisentwicklung 2022	9
Historische Entwicklung der Bilanzkennzahlen	11
Prognosen und Modellannahmen	12
Unternehmensstrategie als Basis für GBC-Prognosen	12
Umsatz- und Ergebnisprognosen 2023 bis 2025	12
Prognosen der Gesamterträge	12
Ergebnisprognosen	13
Bewertung	15
NAV-Bewertung	15
DCF-Modell.....	16
Modellannahmen.....	16
Bestimmung der Kapitalkosten.....	16
Bewertungsergebnis.....	16
DCF-Modell	17
Bewertungsergebnis	18
Anhang	19

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Aktionär	Anteil
TO Holding 1 GmbH	61,5%
Thomas Olek	27,9%
Streubesitz	10,6%

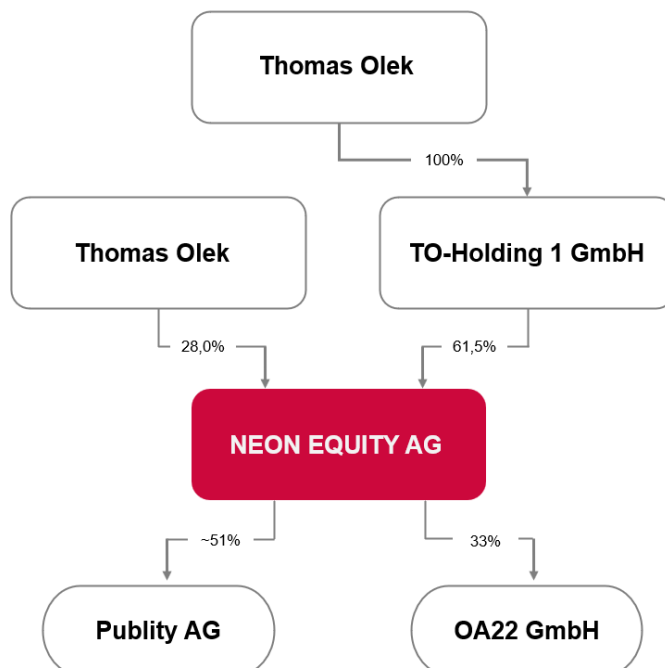
Quelle: NEON EQUITY AG (Stand: 13.04.2023)



Geschäftstätigkeit

Neben der Gründung neuer und innovativer Unternehmen liegt der Fokus der NEON EQUITY AG darauf, attraktive, entwicklungsfähige und ESG-konforme Unternehmen mit einem funktionierenden Geschäftsmodell aus dem Immobilien-, Consulting- und Technologiesektor (Beteiligungsfokus) aus Europa zu identifizieren und letztlich in diesen zu investieren. Im Rahmen dessen stützt die NEON EQUITY AG ihre Beteiligungsunternehmen mit Kapital, Expertise, Know-How und einem adäquaten branchenspezifischen Netzwerk aus, um die Unternehmen operativ weiterzuentwickeln und nachhaltig den jeweiligen Unternehmenswert zu steigern. Zudem fungiert das Unternehmen nicht nur als reiner strategischer Beteiligungsinvestor, sondern bietet den Portfoliounternehmen auch fundierte und umfassende Beratungsdienstleistungen an. Das umfangreiche Beratungsspektrum umfasst die Konstruktion, Strukturierung und Durchführung von Finanzierungs- und Kapitalmaßnahmen am Kapitalmarkt.

Organisationsstruktur und Beteiligungsverhältnisse



Quelle: NEON EQUITY AG (Stand: 13.04.23), GBC AG

Die NEON EQUITY AG entstand in ihrer heutigen Rechtsform durch einen Formwechsel der TO-Holding GmbH in eine Aktiengesellschaft. Dieser Formwechsel wurde durch den damaligen Alleingesellschafter und heutigen Vorstandsvorsitzenden Herrn **Thomas Olek**

initiiert. Thomas Olek war von Oktober 2003 bis Ende Dezember 2020 zudem Vorstandsvorsitzender der Mehrheitsbeteiligung **publity AG**. Vor den jeweiligen Börsengängen funktionierte Herr Olek sowohl bei der **Consus AG** als auch bei der **PREOS AG** als Geschäftsführer respektive als Vorstand.

Aktuell ist die **TO-Holding 1 GmbH** der Hauptaktionär der **NEON EQUITY AG**. In diesem Zusammenhang hält der Vorstandsvorsitzende Thomas Olek, mittelbar über die von ihm beherrschte **TO-Holding 1 GmbH** rund 89% der Aktien und Stimmrechte an der **NEON EQUITY AG**.

Die aktuelle Hauptbeteiligung der **NEON EQUITY AG** sind die gehaltenen 51% der Gesamtanteile an der **publity AG**, womit hier der Status eines Mehrheitsaktionärs vorliegt. Die **publity AG** ("publity") fungiert sowohl als Asset Manager als auch als strategischer Investor, mit dem Branchenfokus auf Büroimmobilien. Das Unternehmen deckt den Kern der Wertschöpfungskette in dieser Branche ab, vom Ankauf über die Entwicklung bis zur Veräußerung der Immobilien.

Durch die Mehrheitsbeteiligung an der **publity AG** hält die **NEON EQUITY AG** indirekt Geschäftsanteile an der **PREOS Global Office Real Estate & Technology AG** und der **GORE German Office Real Estate AG**.

Die **GORE German Office Real Estate AG** ("GORE") ist ein dynamisch wachsender Immobilieninvestor mit Fokus auf Büroimmobilien in deutschen Ballungszentren.

Die **PREOS Global Office Real Estate & Technology AG** ("PREOS") ist ein auf Büroimmobilien fokussierter, aktiver Immobilieninvestor. **PREOS** operiert dabei als effizient aufgestellte Management-Holding.

Zudem hält die **NEON EQUITY AG** direkt 33% der Geschäftsanteile an der **OA22 GmbH** (Objektgesellschaft). Der Unternehmensgegenstand dieser Gesellschaft umfasst den Handel und die Verwaltung von Immobilien und Grundstücken, die Entwicklung von Bauprojekten, die Renovierung und Sanierung von Bauprojekten sowie die Akquise von Investoren und Vermittlung von finanziellen Beteiligungen an Bauprojekten.

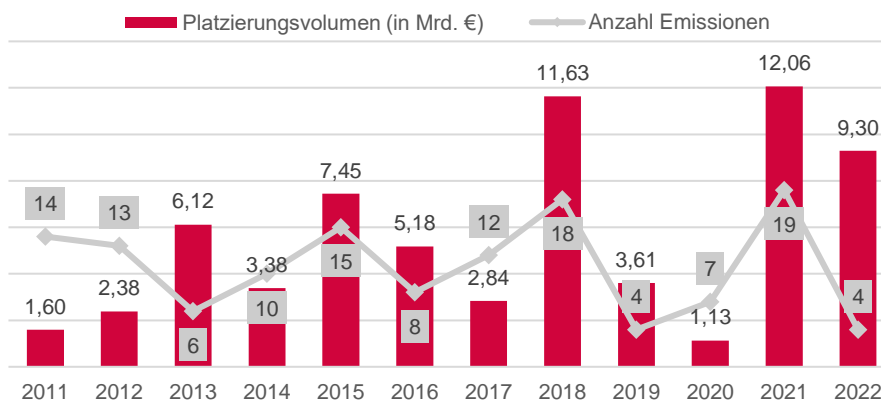
MARKT UND MARKTUMFELD

Das Investitionsmodell von NEON EQUITY AG ist schwerpunktmäßig auf die Investitionsmärkte Immobilienwirtschaft, Consulting und innovative Technologien fokussiert. Konkret entwickelt, begleitet und investiert das Unternehmen in Emissionen von Unternehmen in Form von Börsengängen, Fremdkapitalemissionen oder von Verbriefungen. Der regionale Fokus liegt dabei auf Europa, wenngleich davon auszugehen ist, dass mehrheitlich in Unternehmen investiert wird, die den Geschäftsschwerpunkt in Deutschland haben. In diesem Zusammenhang dürfte die Kapitalmarktentwicklung in Deutschland ein wesentlicher Treiber für die NEON Equity AG sein.

Emissionsmarkt in Deutschland

Auch wenn die NEON EQUITY AG branchenspezifische Investitionen vornimmt, spielt das allgemeine Kapitalmarktumfeld eine wichtige Rolle für die operative Entwicklung der Gesellschaft. Dies vor dem Hintergrund, da ein wesentlicher Teil der geplanten Erträge mit dem Börsengang von Beteiligungen und der Veräußerung von Anteilen zusammenhängt. Dabei zeigt die allgemeine Emissionsaktivität eine hohe Korrelation zur allgemeinen Konjunkturlage auf. Ein guter Beleg hierfür liefert das abgelaufene Kalenderjahr, das mit lediglich 4 Neuemissionen ein ausgesprochen schwaches Jahr war. Die steigenden Zinsen, die hohe Inflation sowie die allgemein unsichere Konjunkturlage haben zur Verschiebung von Börsengängen geführt. Mit Blick auf das Emissionsvolumen wurde zwar mit 9,30 Mrd. € ein vergleichsweise guter Wert erreicht, dies ist jedoch fast ausschließlich dem Börsengang der Dr. Ing. h.c. F. Porsche AG zu verdanken, womit ein IPO-Erlös in Höhe von 9,1 Mrd. € erreicht wurde. Ohne diesen Börsengang wären die IPOs in 2022 in Deutschland nahezu zum Erliegen gekommen.

Platzierungsvolumen und Anzahl an Neuemissionen am Primärmarkt Frankfurt



Quelle: Primärmarktstatistik Deutsche Börse; GBC AG

Der deutliche Rückgang bei der Emissionsanzahl ist korrespondierend zum deutlichen Kursrückgang an den Aktienmärkten. Im vergangenen Kalenderjahr 2022 weist der DAX mit -12,4 %, der MDAX mit -28,5 % und der SDAX mit -27,4 % eine jeweils negative Rendite auf. Da jedoch bei den genannten Belastungsfaktoren Inflation, steigende Zinsen und unsichere Konjunkturlage jeweils eine Entspannung zu beobachten ist, könnte im laufenden Jahr wieder eine steigende Emissionsaktivität beobachtet werden. Führende Wirtschaftsinstitute sowie die Bundesregierung hatten diesbezüglich zuletzt ihre Konjunkturprognosen für 2023 etwas angehoben und rechnen nunmehr nicht mehr mit einer Rezession für das laufende Jahr. Nicht zu vernachlässigen ist dabei auch ein möglicher „China-Effekt“. Nachdem in China die rigorose Corona-Politik vollständig aufgegeben wurde, dürften die Störungen im Handel deutlich niedriger sein als in den vergangenen drei Jahren.

Marktumfeld Immobilien

Da die aktuell wesentliche Beteiligung der NEON EQUITY AG, die pubilty AG, im Bereich Büroimmobilien, mit Fokus auf Asset Management und strategische Investitionen tätig ist, ist auch die Entwicklung der Immobilienbranche von wesentlicher Bedeutung für die NEON EQUITY AG. Regional betrachtet, konzentrieren sich die Investitionen der pubilty AG auf die Metropolregionen Frankfurt, München, Köln, Düsseldorf, Hamburg und Stuttgart.

Insofern ist die Betrachtung der Top-Standorte in Deutschland für die pubilty AG von hoher Relevanz. Dabei zeigen sich die größten Büromärkte in Deutschland vergleichsweise robust und konnten im vergangenen Kalenderjahr 2022, trotz der allgemeinen Schwäche in der Gesamtbranche, einen leichten Anstieg beim Flächenumsatz erreichen. Savills sieht bei den größten sechs Standorten einen Flächenumsatz von rund 3,0 Mio. qm (+ 3 % ggü. VJ), BNP Paribas bei den größten acht Standorten von rund 3,4 Mio. qm (+ 0 % ggü. VJ) und Jones Lang LaSalle bei den sieben größten Standorten von rund 3,5 Mio. qm (+6,5 % ggü. VJ).

Zwar lässt sich ein steigender Leerstand beobachten, Marktbeobachter sehen aber insbesondere Objekte in Randlagen sowie Objekte, die bestimmte energetische Standards nicht erfüllen, davon besonders betroffen. Jones Lang LaSalle bezeichnet den aktuellen Trend als „Flight to Quality“, wonach speziell Büroobjekte nachgefragt werden, die bestimmte energetische Standards erfüllen. Weitere Aspekte wie soziale Komponenten, Wohlfühlatmosphäre und die Möglichkeit zur flexiblen Arbeitszeit würden ebenfalls bei der Standortsuche eine Rolle spielen. Insofern wurden, trotz steigender Leerstandsquoten, weiter steigende Mietniveaus ermittelt. Bei den Spitzenmieten wurden dabei Steigerungen von 2,1 % bis 6,6 % ermittelt.

Ein weiterer Aspekt der robusten Entwicklung der Büromärkte ist die Entwicklung der Beschäftigtenzahl in Deutschland. Gemäß Daten des statistischen Bundesamtes lag die Zahl der Erwerbstätigen Ende 2022 mit 45,6 Mio. auf dem höchsten Stand seit der deutschen Wiedervereinigung. Gegenüber dem Vorjahr waren fast 600.000 mehr Menschen erwerbstätig. Dieser Anstieg fand dabei nahezu ausschließlich im Dienstleistungsbereich statt, was auch für eine höhere Nachfrage nach Büroflächen spricht.

Die Entwicklung des laufenden Jahres 2023 steht unter dem Vorzeichen der wieder positiveren Konjunkturaussichten. BNP Paribas erwartet etwa, im Windschatten der konjunkturellen Belebung, eine deutliche Steigerung der Marktdynamik und weiter anziehende Mietniveaus. Dies gilt insbesondere für moderne Büroflächen, die angesichts der gestiegenen Energiekosten und veränderten Anforderungen an einen Büroarbeitsplatz, eine stärkere Nachfrageentwicklung erreichen dürften.

GESCHÄFTSENTWICKLUNG 2022

Umsatz- und Ergebnisentwicklung 2022

in Mio. EUR	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022
Umsatzerlöse	0,60	1,89	0,50	0,48
Sonstige betriebliche Erträge	69,77	56,15	8,32	13,29
Erträge aus Beteiligungen	6,73	0,00	0,00	0,00
Erträge aus Wertpapieren/Zinserträge	0,18	0,87	3,07	3,34
Gesamterträge	77,27	58,91	11,89	17,45
Operative Kosten	-3,90	-11,75	-4,97	-4,50
Zinsaufwand	-0,95	-3,69	-0,16	0,00
Jahresüberschuss	72,33	42,80	6,72	11,98

Quelle: NEON EQUITY AG; GBC AG

Das Umsatz- und Ergebnisbild der NEON EQUITY AG wird typischerweise von Wertpapiererträgen (Zins- und Dividendenerträge) sowie von Veräußerungserträgen dominiert. Im kleineren Umfang weist die Gesellschaft Beratungserlöse auf, die im Zusammenhang mit erbrachten Beratungsleistungen gegenüber den Beteiligungsgesellschaften stehen. Das Ertragsbild teilt sich folgendermaßen auf:

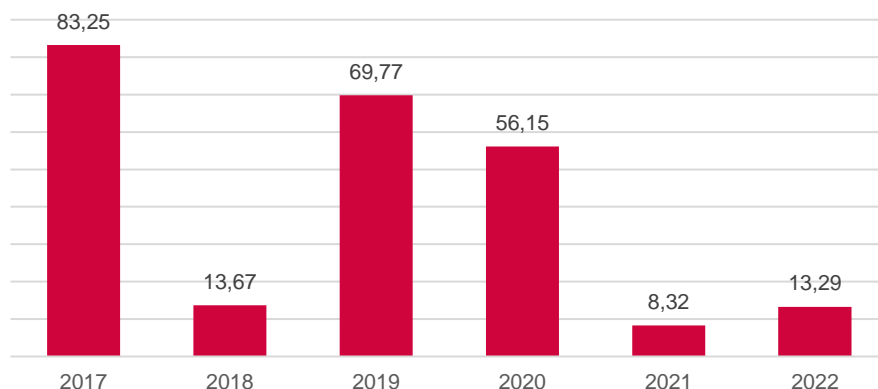
- **Umsatzerlöse:** in den Umsatzerlösen sind die Beratungsleistungen gegenüber den Portfoliounternehmen enthalten. Die Beratungsleistungen stehen dabei im Zusammenhang mit der kapitalmarktfähigen Entwicklung der Portfoliounternehmen sowie der Kapitalbeschaffung (IPO, Kapitalerhöhung, Anleiheemission).
- **Sonstige betriebliche Erträge:** hier sind die Erlöse aus den Veräußerungen von gehaltenen Wertpapieren enthalten. Da in diesem Ertragsposten der Buchwertabgang enthalten ist, handelt es sich hier um einen Nettoausweis.
- **Erträge aus Beteiligungen/Wertpapieren/Zinserträgen:** soweit die Emittentin den Portfoliounternehmen Fremdkapital zur Verfügung stellt, werden Zinserträge erwirtschaftet. Beispielsweise ist die NEON EQUITY AG der größte Investor der mit 5,5 % verzinsten Unternehmensanleihe der pubity AG. Per 31.12.2022 hält die NEON EQUITY AG Anteile mit einem Nominalwert von 74,88 Mio. €.

Entwicklung der Gesamterträge 2022

Seit ihrer Unternehmensgründung im Jahr 2012 hat die NEON EQUITY AG unterschiedliche Beteiligungen erworben und diese zum Teil oder vollständig wieder veräußert. In ihrer Unternehmenshistorie hat die Gesellschaft insgesamt Exit-Transaktionen in Höhe von 645,54 Mio. € vorgenommen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 wurden dabei Transaktionsumsätze (brutto) in Höhe von 47,14 Mio. € (VJ: 42,01 Mio. €) erreicht, vornehmlich im Zusammenhang mit der Veräußerung von Aktien und Anleihen der pubity und der PREOS.

Netto, also unter Abzug des Buchwertabgangs, weist die NEON EQUITY AG, insbesondere im Zusammenhang mit der Wertpapierveräußerung, sonstige betriebliche Erträge in Höhe von 13,29 Mio. € (VJ: 8,32 Mio. €) aus. Überwiegend setzt sich dieser Ertragsposten aus dem Veräußerungsergebnis von Aktien der pubity und der PREOS zusammen, womit insgesamt ein Ergebnis in Höhe von 7,14 Mio. € (VJ: 7,80 Mio. €) erwirtschaftet wurde. Darüber hinaus sind hier auch einmalige Erträge aus Herabsetzung von Einzelwertberichtigungen auf Forderungen in Höhe von 5,08 Mio. € enthalten.

Entwicklung der sonstigen betrieblichen Erträge (in Mio. €)

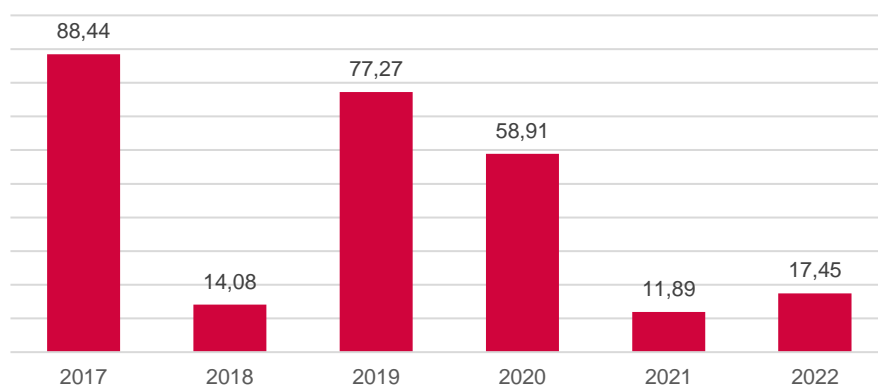


Quelle: NEON EQUITY AG; GBC AG

Die hohen sonstigen betrieblichen Erträge der Geschäftsjahre 2017, 2019 und 2020 hängen mit den in diesen Perioden erfolgten Exits an den Beteiligungen Consus Real Estate AG, GORE AG und der PREOS zusammen. Zugleich wird damit der Charakter der Neon-Erträge ersichtlich, die naturgemäß eine hohe Volatilität aufweisen können.

Parallel zu den sonstigen Erträgen wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 Zinserträge im Zusammenhang mit der gehaltenen publicity-Anleihe erwirtschaftet. Per 31.12.2022 weist die NEON EQUITY AG einen Anleihebestand in Höhe von 74,88 Mio. € (31.12.2021: 56,29 Mio. €) auf, womit Wertpapiererträge in Höhe von 3,34 Mio. € (VJ: 2,95 Mio. €) erwirtschaftet wurden. In Summe mit den sonstigen betrieblichen Erträgen belaufen sich die Gesamterträge auf 17,45 Mio. € (VJ: 11,89 Mio. €) und liegen damit um 46,8 % über dem Vorjahreswert.

Gesamterträge (in Mio. €)



Quelle: NEON EQUITY AG; GBC AG

Ergebnisentwicklung 2022

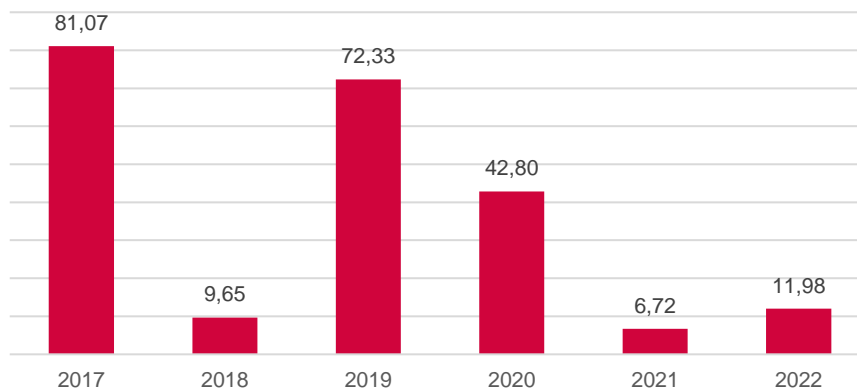
Da es sich bei den Gesamterträgen um Netto-Erträge (nach Buchwertabgang) handelt, sind die von der Gesellschaft ausgewiesenen Kosten vergleichsweise schlank. Die operativen Kosten beliefen sich dabei auf insgesamt lediglich 4,50 Mio. € (VJ: 4,97 Mio. €), wodurch das EBIT in Höhe von 12,88 Mio. € (VJ: 6,92 Mio. €) mit einer hohen EBIT-Marge in Höhe von 73,8 % (VJ: 58,2 %) einhergeht. Seit Unternehmensgründung weist die NEON EQUITY AG eine durchschnittliche EBIT-Marge in Höhe von 83,6 % auf.

Der wesentliche Kostenblock besteht aus sonstigen betrieblichen Aufwendungen, die eine größtenteils variable Ausprägung haben. Neben Verlusten aus Veräußerungen von

Wertpapieren oder Abschreibungen auf Wertpapiere sind hier beispielsweise auch Verkaufsprovisionen enthalten. Damit wird ersichtlich, dass diese Kostenposition teilweise von den Transaktionserlösen abhängig ist, wenngleich von der Kostenquote her starke Schwankungen vorliegen. Da im abgelaufenen Geschäftsjahr etwas geringere Veräußerungsverluste erzielt wurden, haben sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf 4,29 Mio. € (VJ: 4,77 Mio. €) reduziert.

Die Finanzierung der Neuinvestitionen wurde bislang in erster Linie über die Exit-Erlöse abgedeckt, was auch der Grund dafür ist, dass die NEON EQUITY AG in der Regel keine Fremdkapitalfinanzierung hinzuziehen muss, so dass der Finanzaufwand keine nennenswerte Rolle spielt. Darüber hinaus gilt es beim Steueraufwand die Besonderheit zu beachten, wonach gemäß §8b des KStG 95 % Veräußerungsgewinne von Aktien steuerfrei sind. Im abgelaufenen Geschäftsjahr geht der Steueraufwand in Höhe von 0,89 Mio. € damit mit einer sehr niedrigen Steuerquote in Höhe von 7,0 % einher, so dass das Nachsteuerergebnis in Höhe von 11,98 Mio. € (VJ: 6,72 Mio. €) in etwa auf EBIT-Niveau liegt.

Entwicklung Nachsteuerergebnis (in Mio. €)



Quelle: NEON EQUITY AG; GBC AG

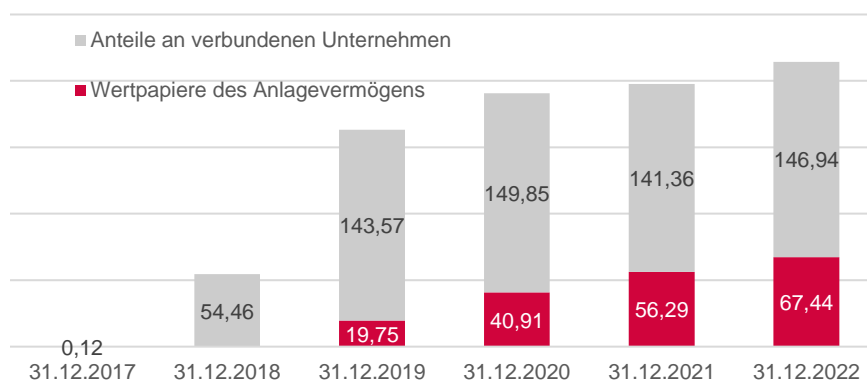
Historische Entwicklung der Bilanzkennzahlen

in Mio. €	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Eigenkapital	183,87	226,70	233,49	245,47
Anteile an verbundenen Unternehmen	130,97	149,85	141,36	146,94
Wertpapiere des Anlagevermögens	19,75	40,91	56,29	67,44
Liquide Mittel	5,93	8,86	7,51	2,56
Sonstige Vermögensgegenstände	45,94	24,99	28,93	30,90
Verbindlichkeiten gegenüber KI	0,00	10,15	0,00	0,00

Quelle: NEON EQUITY AG; GBC AG

Das Bilanzbild der NEON EQUITY AG ist auf der Aktivseite von den gehaltenen Wertpapieren und Anteilen an verbundenen Unternehmen dominiert. Dabei stellt die Beteiligung bzw. die gehaltenen Aktien an der publity AG und an der Preos AG mit insgesamt 146,94 Mio. € (31.12.21: 141,36 Mio. €) den wesentlichen Aktivposten dar. Da die NEON EQUITY AG nach HGB-Prinzipien bilanziert, handelt es sich hier nicht um einen Marktwertansatz sondern um einen Ansatz nach Anschaffungskosten bzw. nach dem Niederstwertprinzip. Darüber hinaus umfasst die Aktivseite der Gesellschaft auch den Bestand der publity-Anleihen, der infolge einer Anteilsaufstockung auf 67,44 Mio. € (31.12.21: 56,29 Mio. €) angestiegen ist.

Beteiligungen und Wertpapiere des Anlagevermögens (in Mio. €)



Quelle: NEON EQUITY AG; GBC AG

Für die Finanzierung der Anteilsaufstockung dürfte die Gesellschaft insbesondere den Liquiditätszugang aus der Veräußerung von Aktien der publity und der PREOS herangezogen haben. Zudem haben die Investitionen den Liquiditätsbestand auf 2,56 Mio. € (31.12.21: 7,51 Mio. €) gemindert.

Auf der Passivseite dominiert das Eigenkapital in Höhe von 245,47 Mio. € (31.12.21: 233,49 Mio. €), was mit einer EK-Quote von 98,9 % (31.12.21: 99,6 %) einhergeht. Es wird damit ersichtlich, dass die Gesellschaft die positiven Ergebnisse der vergangenen Geschäftsjahre thesauriert hat und darüber hinaus für die Finanzierung der eingegangenen Beteiligungen kein Fremdkapital aufgenommen hat.

PROGNOSEN UND MODELLANNAHMEN

in Mio. EUR	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse	0,49	1,80	3,24	4,14
Sonstige betriebliche Erträge	13,29	9,82	34,68	44,14
Erträge aus Wertpapieren/Zinserträge	3,34	4,39	4,67	4,67
Gesamterträge	17,45	16,01	42,60	52,96
Operative Kosten	-4,50	-2,01	-2,26	-2,51
Zinsaufwand	0,00	-1,00	-3,09	-3,65
Jahresüberschuss	11,98	12,15	34,83	43,75

Quelle: NEON EQUITY AG, GBC AG

Unternehmensstrategie als Basis für GBC-Prognosen

Gemäß eigener Darstellung basiert die künftige Entwicklung der NEON EQUITY AG in erster Linie auf dem geplanten weiteren Aufbau eines Beteiligungsportfolios. Bei den Portfolio-Kandidaten soll es sich um Unternehmen handeln, die noch nicht vollständig kapitalmarktreif sind, welche jedoch perspektivisch innerhalb kurzer Zeit zu einem IPO-Kandidaten entwickelt werden können. Als Zielunternehmen gelten qualitativ hochwertige Gesellschaften, die die ESG-Kriterien befolgen und sich in einer Wachstumsphase befinden, wodurch ein Börsengang in den Jahren unmittelbar nach der NEON-Beteiligung möglich wird. Ein besonderer Branchenfokus liegt auf den Bereichen Immobilienwirtschaft, Consulting und Technologien.

Es können dabei sowohl Mehrheits- als auch starke Minderheitsbeteiligungen eingegangen werden, mit einem Zielvolumen im niedrigen zweistelligen Millionen-Bereich pro Investment.

Umsatz- und Ergebnisprognosen 2023 bis 2025

Prognosen der Gesamterträge

Unsere prognostizierten Gesamterträge setzen sich einerseits aus einem sukzessiven Anstieg der Beraterverträge zusammen, als einziger Einflussfaktor für die Umsatzerlöse. Bis zum Ende des laufenden Geschäftsjahres 2023 gehen wir von 8 Beratungsmandaten aus und unterstellen für die kommenden Geschäftsjahre einen Anstieg um jeweils 2 Beratungsmandate jährlich. Hierbei handelt es sich sowohl um Mandate bei eigenen Portfoliounternehmen als auch um Mandate bei dritten Gesellschaften. Mit einem jährlichen Erlös von 360.000 €/Mandat sollte es hier zu einem entsprechenden Anstieg der wiederkehrenden Umsatzerlöse kommen.

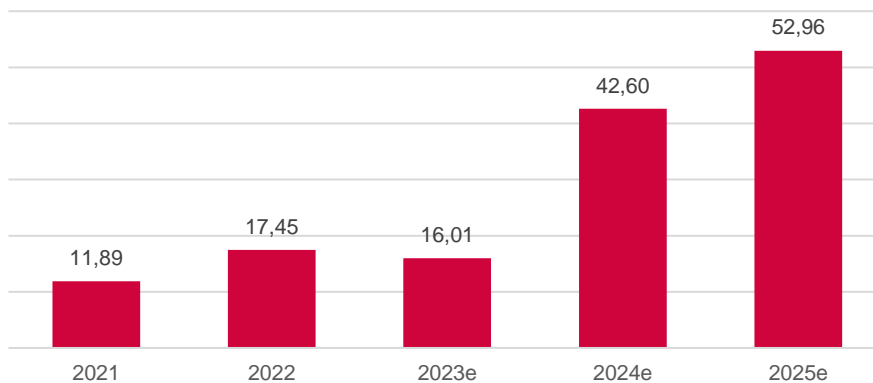
Wie auch schon in den Vorjahren sollte der Löwenanteil der Gesamterträge den erfolgreichen Exit bzw. Teilverkäufe bei den Portfoliounternehmen darstellen. Ab dem laufenden Geschäftsjahr 2023 unterstellen wir Investitionen in jährlich zwei Unternehmen, die sich in der Pre-IPO-Phase befinden. Ferner gehen wir davon aus, dass im ersten Jahr nach Aufnahme in das Neon-Portfolio ein 50 %iger Exit erfolgen wird sowie in den darauffolgenden Jahren jeweils weitere 10 % der Aktien veräußert werden. Hierbei rechnen wir mit einem Anstieg des Beteiligungsbuchwertes im Zuge des IPOs in Höhe von 60 %, gefolgt von weiteren niedrigeren Bewertungsanstiegen in den Folgejahren. Als Basis für unsere konkreten Ertragsschätzungen der Geschäftsjahre 2023 bis 2025 unterstellen wir ein Pre-IPO-Gesamtinvestitionsvolumen in Höhe von knapp über 210 Mio. €, aufgeteilt auf mehrere Einzelinvestments. Das erste Investment sollte im laufenden Geschäftsjahr 2023 erfolgen und demgemäß unterstellen wir die ersten Exit-Erlöse ab dem Geschäftsjahr 2024.

Die von uns geschätzten Gesamterträge des laufenden Geschäftsjahres 2023 enthalten die Teilveräußerung des bestehenden publity-Investments. Wir unterstellen hier die Veräußerung von 1,80 Mio. publity-Aktien, die gemäß Angaben der NEON EQUITY AG zu einem Buchwert von 20,00 €/Aktie bilanziert sind. Der aktuelle publity-Kurs beträgt 24,90 € (XETRA; 12.04.2023; 17:36 Uhr), so dass bei einer Veräußerung zum aktuellen Kurs ein Gewinn von 8,82 Mio. € erwirtschaftet würde.

Zusätzlich zu den Exit-Erlösen plant die Gesellschaft, im Rahmen der Platzierung von Kapitalmarktinstrumenten bei den Portfoliounternehmen, variable Provisionserlöse zu erwirtschaften. Diese stehen mit der Strukturierung der Wertpapiere sowie mit der Investorenvermittlung im Zusammenhang.

Als letzte Ertragskomponente sind die Zinserträge aus Wertpapieren, hier insbesondere der gehaltenen Unternehmensanleihen der publity AG, zu den Gesamterträgen hinzuzurechnen. Gemäß unseren Planungen wird die NEON EQUITY AG zum 31.12.2023 publity-Anleihen im Gesamtnominalwert von 74,88 Mio. € halten, die dann mit 6,25 % verzinst sind. Daraus ergibt sich für die Geschäftsjahre 2022 – 2025 folgende von uns prognostizierte Zusammensetzung der Gesamterträge:

Prognose der Gesamterträge (in Mio. €)

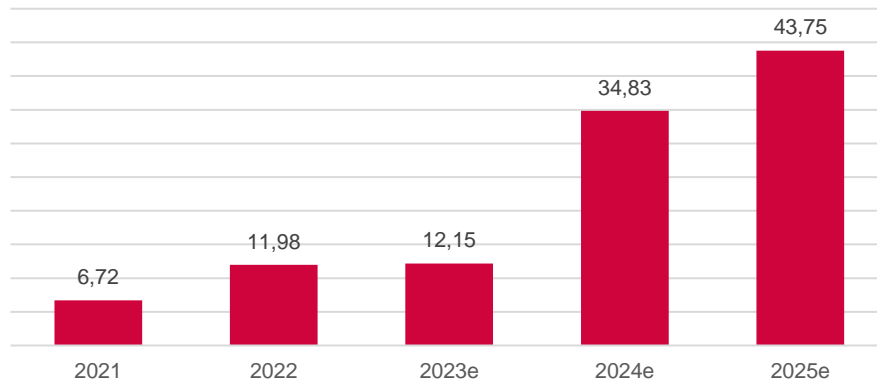


Quelle: GBC AG

Ergebnisprognosen

Um die dargestellten Investitionen durchführen zu können, müsste die NEON EQUITY AG externe Finanzierungsmittel in Form von bspw. Unternehmensanleihen oder Kapitalerhöhungen einwerben. Für die Modellierung unserer Prognosen unterstellen wir die Ausgabe von Unternehmensanleihen, wenngleich der Erfolg einer solchen Kapitalmaßnahme von unterschiedlichen, aktuell schwer abzusehenden Faktoren abhängt. Für das laufende Geschäftsjahr unterstellen wir die Emission einer Unternehmensanleihe mit einem Volumen in Höhe von ca. 30 Mio. €, gefolgt von etwa 15 Mio. € (GJ 2024e) und weiteren 10 Mio. € (GJ 2025e). Bei einem unterstellten Kupon von 6,25 % werden die Zinsaufwendungen künftig die größte Kostenposition der NEON EQUITY AG darstellen. Im Geschäftsjahr 2025 werden diese, unseren Schätzungen zur Folge, 3,65 Mio. € ausmachen.

Demgegenüber liegen die von uns erwarteten Personalaufwendungen und sonstige betriebliche Aufwendungen in Höhe von 2,01 Mio. € bis 2,51 Mio. € (Schätzperiode 2023 – 2025) deutlich niedriger. Ausgehend vom hohen Ertragsvolumen dürfte die NEON EQUITY AG damit ein deutlich positives Nachsteuerergebnis erwirtschaften.

Prognose Nachsteuerergebnis (in Mio. €)

Quelle: GBC AG

BEWERTUNG

Für die Bewertung der NEON EQUITY AG ziehen wir zwei Bewertungsansätze heran. Auf der einen Seite leiten wir im Rahmen eines NAV-Modells (Net Asset Value) die fairen Werte der aktuellen Vermögensbestandteile (letzter Stand: 31.12.2022) ab. Als zweites Bewertungsmodell ziehen wir ein klassisches DCF-Modell heran, welches als Grundlage unsere vorstehend dargestellten Umsatz- und Ergebnisprognosen hat. Der faire Wert der NEON EQUITY AG wird schließlich aus dem Durchschnitt der beiden Modelle gebildet.

NAV-Bewertung

Innerhalb des NAV-Bewertungsansatzes leiten wir den fairen Wert des Eigenkapitals ab, als Resultat aus den Marktwerten der Vermögenswerte abzüglich des Fremdkapitals sowie des Barwertes der von uns geschätzten künftigen Overhead-Kosten. Als wesentliche Vermögensbestandteile verfügt die NEON EQUITY AG zum 31.12.2022 über Anteile an verbundenen Unternehmen (insbesondere Aktien der publity AG), Wertpapiere des Anlagevermögens (Anleihen der publity AG), sonstige Vermögensgegenstände (Wertpapierdarlehen) sowie über liquide Mittel.

Da die Gesellschaft nach HGB-Vorschriften bilanziert, findet bei den Anteilen an verbundenen Unternehmen und bei den Wertpapieren des Anlagevermögens eine Bilanzierung nach Anschaffungskosten statt. Bei den Anteilen an verbundenen Unternehmen handelt es sich insbesondere um die gehaltenen Aktien an der publity AG. Nach Angaben der NEON EQUITY AG beläuft sich der aktuell publity-Aktienbestand auf rund 7,6 Mio. Ausgehend von einem fairen Wert der publity-Aktien in Höhe von 46,50 €, ermittelt innerhalb einer GBC-Researchstudie vom 07.11.2022, dürfte der faire Wert der von der NEON EQUITY AG gehaltenen publity-Aktien bei 352,80 Mio. € liegen. Dies geht mit signifikanten stillen Reserven in Höhe von 205,86 Mio. € einher. Zu den Anteilen an verbundenen Unternehmen gehören auch gehaltene Aktien an der PREOS. Nach Marktwertansatz entspricht der faire Wert dieser Teilbeteiligung 13,25 Mio. €, so dass insgesamt die Anteile an verbundenen Unternehmen 366,05 Mio. € ausmachen und damit stille Reserven in Höhe von 219,11 Mio. € nach sich ziehen.

Die gehaltenen publity-Anleihen haben wir zum aktuellen Anleihekurswert in Höhe von 52,0 % (13.04.2023; 08:45 Uhr; Börse Frankfurt) bewertet. Gegenüber dem HGB-Wert in Höhe von 67,44 Mio. € ergibt sich hier ein Marktwertabschlag auf 38,94 Mio. €.

Neben den liquiden Mitteln beziehen wir die Wertpapiere des Anlagevermögens und die sonstigen Vermögensgegenstände, die sich überwiegend aus einem Wertpapierdarlehen zusammensetzen, ebenfalls in die NAV-Betrachtung ein.

in Mio. €	HGB	fairer Wert
Anteile an verbundenen Unternehmen	146,94	366,05
Wertpapiere des Anlagevermögens	67,44	38,94
sonstige Vermögensgegenstände	30,90	30,90
liquide Mittel	2,56	2,56
<hr/>		
%. sonstige Verbindlichkeiten	1,03	1,03
%. Barwert Overheadkosten		10,94
Summe		426,47
Aktienzahl in Mio.		40,05
NAV je Aktie in €		10,65

Quelle: NEON EQUITY AG, GBC AG

DCF-Modell

Modellannahmen

Die NEON EQUITY AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2023 bis 2025 in Phase 1, erfolgt von 2026 bis 2030 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir eine jährliche Steigerung beim Umsatz von 5,0 %. Die Steuerquote haben wir in Phase 2 mit 6,5 % berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir konservativ eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der NEON EQUITY 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. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 2,0 % (bisher: 1,50 %).**

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 1,70.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,33 % (bisher: 10,83 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 95 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,99 %.

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir einen fairen Unternehmenswert in Höhe von 435,09 Mio. € ermittelt, was einem Kursziel in Höhe von 10,86 € entspricht.

DCF-Modell

Neon Equity AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Wachstum der Gesamterträge	5,0%	ewiges Ertragswachstum	2,0%
EBITDA-Marge	95,3%	ewige EBITA - Marge	95,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	0,0%	effektive Steuerquote im Endwert	6,5%
Working Capital zu Umsatz	54,8%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	
in Mio. EUR									
Gesamterträge (GE)	16,01	42,60	52,96	55,61	58,39	61,30	64,37	67,59	
GE Veränderung	-8,2%	166,0%	24,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
GE zu operativen Anlagevermögen	0,06	0,16	0,19	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	
EBITDA	14,00	40,34	50,44	52,97	55,61	58,40	61,32	64,38	
EBITDA-Marge	87,4%	94,7%	95,3%	95,3%	95,3%	95,3%	95,3%	95,3%	
EBITA	14,00	40,34	50,44	52,97	55,61	58,40	61,32	64,38	
EBITA-Marge	87,4%	94,7%	95,3%	95,3%	95,3%	95,3%	95,3%	95,3%	95,3%
Steuern auf EBITA	-0,91	-2,62	-3,28	-3,44	-3,61	-3,80	-3,99	-4,18	
zu EBITA	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
EBI (NOPLAT)	13,09	37,72	47,17	49,52	52,00	54,60	57,33	60,20	
Kapitalrendite	5,3%	13,6%	16,1%	16,4%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,0%
Working Capital (WC)	30,80	29,20	29,00	30,45	31,97	33,57	35,25	37,01	
WC zu GE	192,3%	68,5%	54,8%	54,8%	54,8%	54,8%	54,8%	54,8%	
Investitionen in WC	0,01	1,60	0,20	-1,45	-1,52	-1,60	-1,68	-1,76	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	246,80	264,14	273,12	285,15	299,41	314,38	330,10	346,61	
AFA auf OAV	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
AFA zu OAV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Investitionen in OAV	-32,09	-17,34	-8,98	-12,04	-14,26	-14,97	-15,72	-16,51	
Investiertes Kapital	277,60	293,34	302,12	315,60	331,38	347,95	365,35	383,62	
EBITDA	14,00	40,34	50,44	52,97	55,61	58,40	61,32	64,38	
Steuern auf EBITA	-0,91	-2,62	-3,28	-3,44	-3,61	-3,80	-3,99	-4,18	
Investitionen gesamt	-32,08	-15,74	-8,78	-13,49	-15,78	-16,57	-17,40	-18,27	
Investitionen in OAV	-32,09	-17,34	-8,98	-12,04	-14,26	-14,97	-15,72	-16,51	
Investitionen in WC	0,01	1,60	0,20	-1,45	-1,52	-1,60	-1,68	-1,76	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-18,99	21,97	38,39	36,04	36,22	38,03	39,93	41,93	597,85

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	453,55	481,41
Barwert expliziter FCFs	165,35	161,55
Barwert des Continuing Value	288,20	319,87
Nettoschulden (Net debt)	18,46	-0,42
Wert des Eigenkapitals	435,09	481,83
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	435,09	481,83
Ausstehende Aktien in Mio.	40,05	40,05
Fairer Wert der Aktie in EUR	10,86	12,03

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,70
Eigenkapitalkosten	11,3%
Zielgewichtung	95,0%
Fremdkapitalkosten	6,3%
Zielgewichtung	5,0%
Taxshield	28,7%
WACC	11,0%

Kapitalrendite	WACC				
	10,4%	10,7%	11,0%	11,3%	11,6%
15,5%	11,39	10,98	10,61	10,26	9,93
15,8%	11,53	11,12	10,74	10,38	10,05
16,0%	11,68	11,25	10,86	10,50	10,16
16,3%	11,82	11,39	10,99	10,62	10,28
16,5%	11,96	11,53	11,12	10,74	10,40

Bewertungsergebnis

In Summe der beiden Bewertungsverfahren, wobei wir hier einen einfachen Mittelwert bilden, liegt der faire Unternehmenswert bei 430,78 Mio. € bzw. 10,76 € je Aktie.

Herleitung des fairen Wertes	
Fairer Wert gem. NAV-Bewertung	426,47 Mio. €
Fairer Wert gem. DCF-Bewertung	435,09 Mio. €
Mittelwert	430,78 Mio. €
Aktienzahl	40,05 Mio
Fairer Wert je Aktie	10,76 €

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 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, Email: 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:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst

Marcel Schaffer, Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 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



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