



Researchstudie (Anno)

publity AG



**publity AG setzt auf Grünes Wachstum:
50% ESG-Konforme Gebäude bis 2030**

-

**Die Zinswende ist eine herausfordernde
Situation für Immobilienunternehmen;
Beteiligung PREOS meldet starken NAV-Rückgang**

**Kursziel: 20,00 EUR
(bisher: 46,50 EUR)**

Rating: HALTEN

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“

publity AG^{*5a,11}

Rating: HALTEN
Kursziel: 20,00 €
(bisher: 46,50 €)

aktueller Kurs: 21,50 €
18.07.23 10:29 / Tradegate

Stammdaten:

ISIN: DE0006972508
WKN: 697250
Börsenkürzel: PBY
Aktienanzahl³: 14,88
Marketcap³: 299,02
EnterpriseValue³: 523,06
³ in Mio. / in Mio. €

Freefloat: 7,0%

Marktsegment:
Scale

Rechnungslegung:
HGB

Designated Sponsors:
mwb fairtrade Wertpapierhandelsbank AG

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Marcel Schaffer
schaffer@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

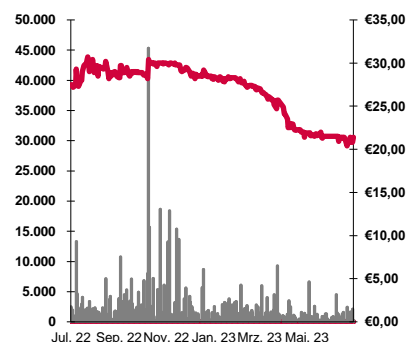
Fokus: Asset Management

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	111,68	45,48	34,87	26,02
EV/EBITDA	-22,31	609,54	134,91	72,64
EV/EBIT	-21,80	1720,69	157,67	78,83
KGV	-1,55	1083,54	125,35	63,52
KBV	0,80			

Finanztermine

16.08.2023: Hauptversammlung
30.09.2023: Halbjahresbericht 2023
27. - 29.11.2023 Dt. Eigenkapitalforum

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
04.11.2022: RS / 46,50 EUR / KAUFEN

** 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 20

EXECUTIVE SUMMARY

- Im Geschäftsjahr 2022 verzeichnete die publity AG einen erheblichen Umsatzrückgang von 83,7% auf 4,68 Mio. € (VJ: 28,75 Mio. €). Dies ist auf verschiedene Herausforderungen zurückzuführen, darunter die Zinswende und der Krieg gegen die Ukraine. Die geringere Anzahl von Transaktionen führte zu weniger Einnahmen aus Finder-Fees und Exit-Fees. Zusätzlich trug die Rückabwicklung des GORE-Deals dazu bei, dass Gebühren aus dem Luxemburg-Deal aus dem ersten Halbjahr 2022 nicht abgerechnet wurden. Dies führte zu niedrigeren Umsatzerlösen als ursprünglich erwartet.
- Das EBITDA sank auf -23,44 Mio. €, verglichen mit 14,60 Mio. € im Vorjahr. Neben dem deutlichen Umsatzrückgang stiegen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 62,4% auf 25,82 Mio. €, hauptsächlich aufgrund von zusätzlichen Aufwendungen in Höhe von 14,40 Mio. €, die mit einem gescheiterten Deal mit einem Luxemburger Investor zusammenhängen.
- Ursprünglich war ein Jahresüberschuss von 6 bis 10 Mio. € geplant, dennoch endete das Jahr mit einem hohen Jahresfehlbetrag von 192,54 Mio. €. Dies ist hauptsächlich auf Wertberichtigungen bei Finanzanlagen, insbesondere die PREOS Global Office Real Estate & Technology AG, in Höhe von 171,38 Mio. € zurückzuführen, die von starken Kursverlusten geprägt war, was eine entsprechende Wertanpassung nach sich gezogen hat. Bei einer möglichen Kurssteigerung der PREOS besteht jedoch das Potenzial einer Aufwertung.
- Die publity AG plant, sich bis 2030 als grüner Asset Manager zu positionieren und mindestens 50% ESG-konforme Gebäude zu verwalten. Das Unternehmen plant auch, seinen CO₂-Fußabdruck um 50% zu reduzieren und bis 2030 vollständig klimaneutral zu werden. Ein neuer Geschäftsbereich "Green Advisory" ist geplant, um Know-how zur ESG-konformen Sanierung von Gebäuden zu vermitteln.
- Für das Jahr 2023 erwarten wir eine Umsatzsteigerung, trotz Beeinträchtigungen durch die Zinswende. Wir prognostizieren einen Umsatz von 11,50 Mio. €, gefolgt von 15,00 Mio. € im Jahr 2024 bzw. 20,10 Mio. € im Jahr 2025. Die Guidance sieht ein ausgeglichenes Ergebnis nach Steuern vor, mit einem leicht positiven EBIT. Um den aktuellen Herausforderungen entgegenzuwirken, wird von der Gesellschaft ein striktes Kostenmanagement durchgeführt. Für 2023 erwarten wir ein EBIT von 0,30 Mio. €, gefolgt von 3,32 Mio. € im Jahr 2024 bzw. 6,64 Mio. € im Jahr 2025. Den Jahresüberschuss prognostizieren wir auf 0,28 Mio. € für 2023, auf 2,39 Mio. € für 2024 bzw. 4,71 Mio. € im Jahr 2025.
- **Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 20,00 € (bisher: 46,50 €) ermittelt. Wir haben die Beteiligungen an verbundenen Unternehmen sowie die Ausleihungen an verbundenen Unternehmen dem Netto-Finanzvermögen zugerechnet. Hier enthalten ist vornehmlich die PREOS-Beteiligung. Der Aktienkurs von PREOS lag zum 30.12.2022 bei 3,40 € (Xetra), was einer Marktkapitalisierung von 385,79 Mio. € entspricht. Angesichts der Beteiligungsquote der publity AG von 94,3% repräsentiert dies einen Wert von 348,82 Mio. € in ihrer Bilanz. Unsere Neubewertung stützt sich auf die aktuelle Ad-hoc-News der PREOS, wonach Abwertungen zu einer Reduktion des Eigenkapitals per 31.12.2022 auf 204 Mio. € (31.12.2021: 418,0 Mio. €) geführt haben. Gemäß der Beteiligungsquote von 94,3% entfällt auf die publity AG ein Wert von 192,37 Mio. €, welcher damit deutlich niedriger als der zum 31.12.2022 in der Bilanz erfasste Wert ist. Für die Ermittlung des fairen Wertes der publity AG beziehen wir ein Netto-Finanzvermögen in Höhe von 224,05 Mio. € (31.12.2024), was**

auf die Aktienanzahl der publity einem Fair Value von 15,06 € je Aktie entspricht. Zuzüglich dem Wert des operativen Geschäftes auf Basis des DCF-Modells haben wir insgesamt ein Kursziel in Höhe von 20,00 € je Aktie ermittelt und vergeben, vor dem Hintergrund des aktuellen Aktienkurses, das Rating Halten (bisher: KAUFEN).

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Unternehmen	5
Aktionärsstruktur	5
Geschäftstätigkeit	5
Markt und Marktumfeld	6
Unternehmensentwicklung.....	8
Kennzahlen im Überblick	8
Geschäftsentwicklung im GJ 2022.....	9
Umsatzentwicklung	9
Ergebnisentwicklung	9
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2022	11
Aktuell Entwicklung der PREOS Global Office Real Estate & Technology AG ...	12
Prognose und Bewertung	13
Umsatzprognose.....	13
Ergebnisprognose.....	14
Bewertung.....	16
Modellannahmen.....	16
Bestimmung der Kapitalkosten.....	16
Bewertungsergebnis.....	16
DCF-Modell.....	18
Anhang	19

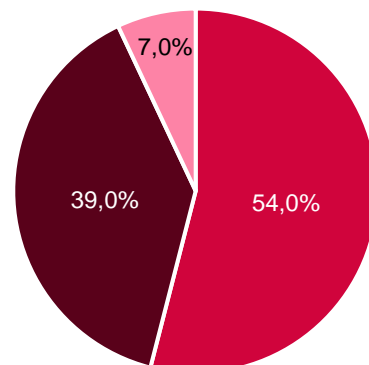
UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Aktionäre	Anteil
Neon Equity AG	54,0%
PBL Capital	39,0%
Streubesitz	7,0%

Quelle: publity AG; GBC AG

- Neon Equity AG
- PBL Capital
- Streubesitz



Geschäftstätigkeit

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.

Die publity AG ist ein Asset Manager, der hauptsächlich durch Provisionen aus dem Finden (Finder's Fee), Verwalten (Basic Fee) und Verkauf von Immobilien (Exit Fee) Umsatzerlöse erzielt. Beim Verwalten konzentriert sich das Unternehmen auf die sogenannte Manage-to-core-Strategie, bei der die Verbesserung der Vermietungssituation und die Steigerung der Mietrenditen im Vordergrund stehen.

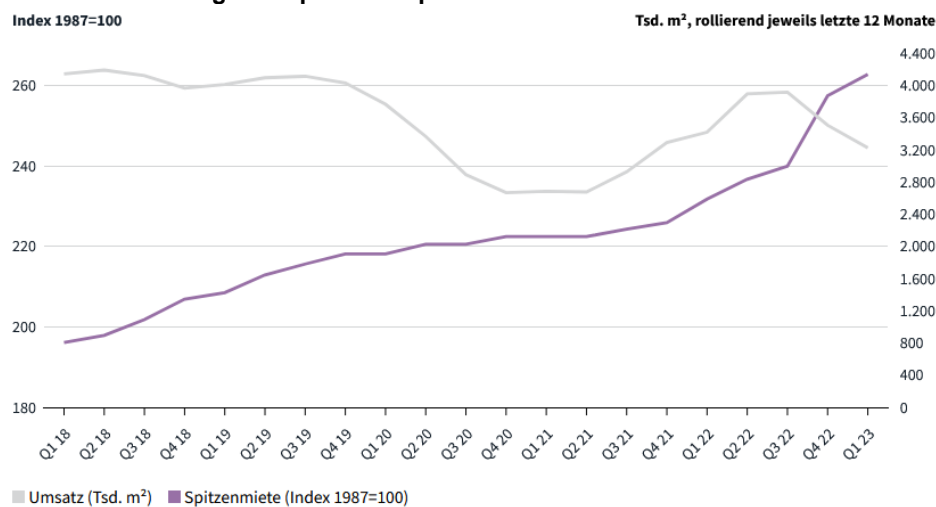
Um diese Aufgaben erfolgreich zu bewältigen, nutzt die publity AG ein eigenes Research-Tool, mit dem umfangreiche Informationen über etwa 9.500 relevante Immobilien in Deutschland nachverfolgt, gepflegt und analysiert werden. Dank standardisierter und formalisierter Prozesse können Transaktionen sehr schnell durchgeführt werden, was einen entscheidenden Wettbewerbsvorteil darstellt.

Das Unternehmen legt gegenwärtig besonderen Fokus auf Gewerbeimmobilien in erstklassigen Lagen der Ballungszentren der Top 7 Städte (mit Ausnahme von Berlin). Der Hauptkunde von publity ist die PREOS Global Office Real Estate & Technology AG, an der publity zu 94,3% beteiligt ist. PREOS ist ein aktiver Immobilieninvestor, dessen Management eigenständig und größtenteils unabhängig von publity agiert.

MARKT UND MARKTUMFELD

Der Bürovermietungsmarkt in den sieben deutschen Immobilienmetropolen ist zu Beginn des Jahres 2023 verhalten gestartet, da es kaum Anmietungen von Flächen über 5.000m² gab. Insgesamt wurde ein Flächenumsatz von 607.000 m² verzeichnet, was einem Rückgang von über 30% im Vergleich zum ersten Quartal 2022 entspricht. Nach den überraschend positiven Vermietungsvolumina im Jahr 2022 war dieser Rückgang im ersten Quartal erwartet worden und könnte als vorübergehende Ruhephase betrachtet werden. Die potenzielle Nachfrage bleibt weiterhin robust und Unternehmen profitieren von einer leicht verbesserten konjunkturellen Lage. Allerdings belasten Kosten und Unsicherheiten die unternehmerischen Entscheidungsprozesse.

Umsatzentwicklung und Spitzenmietpreisindex



Quelle: JLL

Nach einem außergewöhnlich starken Jahr 2022 hat der Bürovermietungsmarkt zu Jahresbeginn an Schwung verloren. Dennoch sieht JLL mittelfristig eine anhaltend hohe Nachfrage und eine gut gefüllte Pipeline. Die Größe der Deals mag zwar kleiner werden, aber Qualität, ESG-Kriterien und eine zentrale Lage spielen eine zunehmend wichtige Rolle, wodurch Wettbewerb und Mietpreisentwicklung weiterhin dynamisch sind. Die verschiedenen Branchen agieren hierbei sehr unterschiedlich.

Die Entwicklungen in den einzelnen Branchen müssen ebenso differenziert betrachtet werden wie die aktuelle wirtschaftliche und arbeitsmarktspezifische Lage. Gestiegene Energie- und Personalkosten treffen nicht alle Branchen gleichermaßen. Nicht nur Unternehmen, sondern auch die Europäische Zentralbank machen sich Sorgen um zusätzliche Lohnkosten aufgrund der anhaltend hohen Kerninflation und der damit einhergehenden Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale. Tarifabschlüsse mit Gewerkschaften haben zu Lohnsteigerungen von teilweise über 10% geführt, und noch sind nicht für alle Arbeitnehmer Einigungen erzielt worden. Es bleibt abzuwarten, ob und inwieweit diese zusätzliche Kostenbelastung an Kunden und Lieferanten weitergegeben wird.

Auf der anderen Seite profitieren Arbeitnehmer und damit auch Konsumenten von Lohnsteigerungen, was sich bereits im März in einer verbesserten Stimmung zeigte. Der Geschäftsklimaindex stieg trotz des jüngsten Bankenbebens weiter an, insbesondere mit positiven Erwartungen für die nächsten sechs Monate. Die Grundlagen für einen moderaten Optimismus auf dem Büromarkt sind also gegeben. Bessere Geschäftsaussichten scheinen höhere Kosten und eine möglicherweise restriktivere Kreditvergabe der Banken auszugleichen. Insgesamt erwartet JLL für das Jahr 2023, dass das Vermietungsvolumen um

bis zu 10% niedriger ausfallen wird als im Vorjahr. Dennoch wäre dies mit 3,1 Mio. m² immer noch ein solides Ergebnis, welches das Vorjahresniveau und den Durchschnitt der letzten zehn starken Jahre nur um etwa 10% unterschreitet.

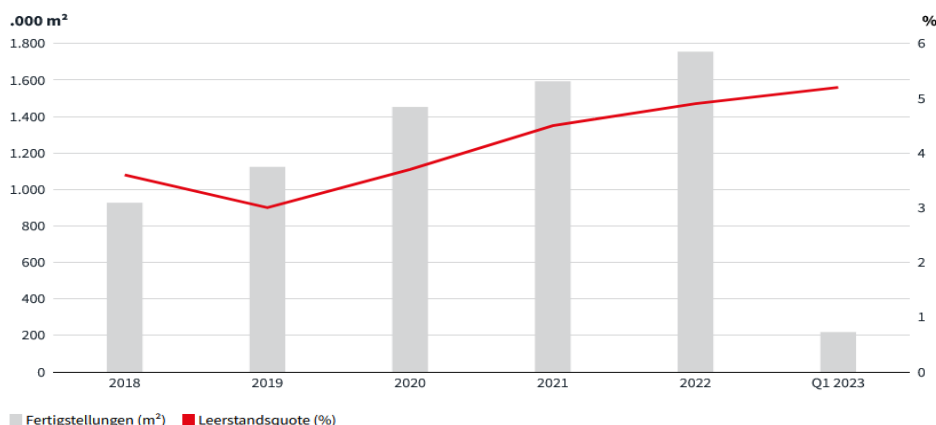
Der Flächenumsatz im ersten Quartal schwächelt, da es an Großabschlüssen mangelt. In den deutschen Immobilienhochburgen zeigt sich eine uneinheitliche Entwicklung. Obwohl keine Stadt einen Rückgang vermeiden konnte, fiel dieser in Düsseldorf mit 20% und in Berlin mit 22% moderater aus als in Stuttgart (-53%) oder München (-39%).

Besonders auffällig ist das Fehlen von großvolumigen Abschlüssen über 5.000 m² in den Monaten Januar bis März. Dies zeigt sich deutlich in München, wo lediglich zwei größere Abschlüsse verzeichnet wurden und der Durchschnitt pro Vermietung bei nur 753 m² liegt. Dennoch befinden sich weiterhin Großanmietungen in der Pipeline, die im Laufe des Jahres umgesetzt und damit umsatzwirksam werden könnten. Insbesondere für größere Flächen mit neuen Flächenkonzepten sieht JLL gute Vermarktungschancen. Die Aussichten für ein erneut starkes Jahr sind positiv, da die Anfragesituation so stark ist wie zuletzt zu Beginn des Jahres 2020. Es bleibt jedoch die Frage, wie viel davon tatsächlich realisiert werden kann.

Die Auswirkungen der Corona-Pandemie sind noch nicht vollständig überwunden, und viele Unternehmen stellen sich neu auf oder hinterfragen ihre Arbeitsplatzkonzepte. Der Veränderungsdruck im Bürosegment bleibt hoch und erfordert oft grundlegende Neuausrichtungen, damit Unternehmen in den kommenden Jahren auf dem Arbeitsmarkt bestehen können. Es besteht eine Nachfrage nach nachhaltigen Objekten mit klaren ESG-Kriterien und modernen, technisch hochwertigen Ausstattungskonzepten. Dies wird die Nachfrage auch in diesem Jahr prägen, wobei im ersten Quartal der Umsatzanteil von hochwertigen A-Flächen fast 70% ausmacht. Das Credo lautet: Es müssen nicht unbedingt größere Flächen als zuvor sein, sondern bessere und damit teurere Flächen. Laut einer Umfrage von JLL verfolgen deutlich über 60% der Unternehmen eine hybride Flächenstrategie zwischen Büro und Homeoffice. Büros, insbesondere in zentralen Lagen, bleiben weiterhin Teil dieser Strategie.

In Bezug auf die Mieterklientel zeigt sich, dass die global schwächelnde Tech-Branche auch auf dem deutschen Büromarkt zurückhaltender geworden ist. Sowohl Expansionspläne als auch der aktuelle Flächenbestand sind betroffen. Die Preissensibilität hat zugenommen und es werden vermehrt Untermietflächen aus dieser Branche angeboten. Hingegen verzeichnen Unternehmensberater sowie Steuer- und Anwaltskanzleien weiterhin Wachstum und hier besteht nach wie vor Zahlungsbereitschaft für hochwertige Flächen in zentraler Lage.

Fertigstellungen und Leerstandsquote



Quelle: JLL

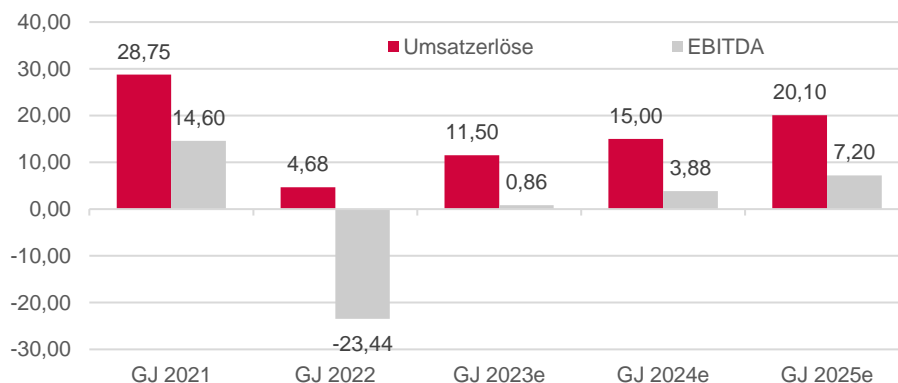
UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

(in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse	28,75	4,68	11,50	15,00	20,10
Sonstige betriebliche Erträge	4,00	0,15	0,00	0,00	0,00
Materialaufwand	-0,87	-0,99	-1,00	-1,30	-1,75
Rohergebnis	31,88	3,84	10,50	13,70	18,35
Personalaufwand	-1,38	-1,46	-1,53	-1,61	-1,69
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-15,90	-25,82	-8,11	-8,21	-9,46
EBITDA	14,60	-23,44	0,86	3,88	7,20
Abschreibungen	-0,45	-0,55	-0,55	-0,56	-0,57
EBIT	14,15	-23,99	0,30	3,32	6,64
Erträge aus Beteiligungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Erträge aus Gewinnabführungsverträgen	0,31	0,04	0,00	0,00	0,00
Erträge aus anderen Wertpapieren und Ausleihungen des Finanzanlagevermögens	7,13	6,26	6,20	6,20	6,20
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,03	0,10	0,00	0,00	0,00
Abschreibungen auf Finanzanlagen	-27,47	-171,38	0,00	0,00	0,00
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-4,84	-5,15	-6,11	-6,11	-6,11
Ergebnis vor Steuern	-10,68	-194,12	0,39	3,41	6,73
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-4,73	1,58	-0,12	-1,02	-2,02
Sonstige Steuern	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss	-15,43	-192,54	0,28	2,39	4,71
Umsatzerlöse	28,75	4,68	11,50	15,00	20,10
EBITDA	14,60	-23,44	0,86	3,88	7,20
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>50,8%</i>	<i>-500,5%</i>	<i>7,5%</i>	<i>25,8%</i>	<i>35,8%</i>
EBIT	14,15	-23,99	0,30	3,32	6,64
<i>EBIT-Marge</i>	<i>49,2%</i>	<i>-512,2%</i>	<i>2,6%</i>	<i>22,1%</i>	<i>33,0%</i>
Nettoergebnis	-15,43	-192,54	0,28	2,39	4,71
<i>Netto-Marge</i>	<i>-53,7%</i>	<i>-4110,9%</i>	<i>2,4%</i>	<i>15,9%</i>	<i>23,4%</i>

Quelle: GBC AG, publity AG

Entwicklung des Umsatzes und des EBITDA (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Geschäftsentwicklung im GJ 2022

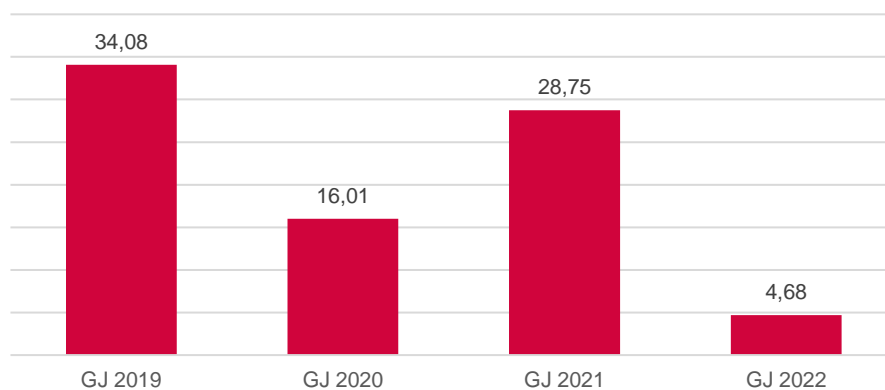
GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022
Umsatzerlöse	16,01	28,75	4,68
EBITDA	6,02	14,60	-23,44
EBITDA-Marge	37,6%	50,8%	-500,5%
EBIT	5,87	14,15	-23,99
EBIT-Marge	36,7%	49,2%	-512,2%
Jahresüberschuss	12,07	-15,43	-192,54
EPS in €	0,81	-1,04	-12,94

Quelle: publity AG, GBC AG

Umsatzentwicklung

Im Geschäftsjahr 2022 verzeichnete die publity AG, aufgrund verschiedener Herausforderungen, darunter die Zinswende und den Krieg gegen die Ukraine, einen deutlichen Rückgang im Umsatz gegenüber dem Vorjahr. Die Umsätze fielen um 83,7% auf 4,68 Mio. € (VJ: 28,75 Mio. €), trotz der ursprünglichen Planung, Umsatzerlöse über dem Vorjahresniveau zu erzielen.

Entwicklung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: publity AG, GBC AG

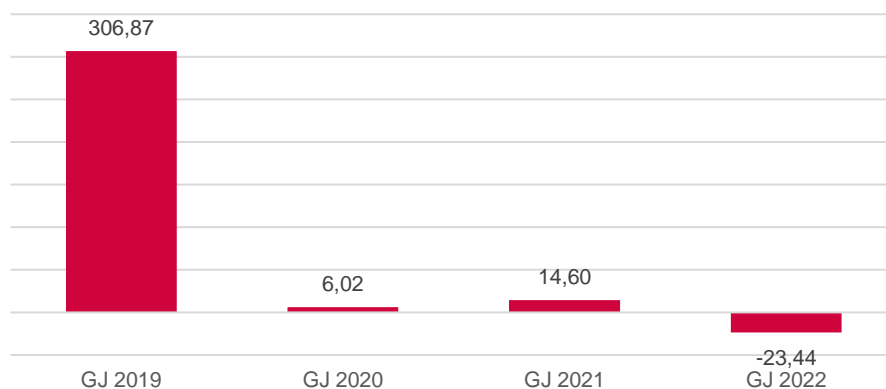
Diese deutliche Verminderung der Umsätze ist auf geringere variable Einnahmen aus dem Asset-Management-Geschäft zurückzuführen. Dieses Geschäft basiert vorrangig auf Umsätzen mit verbundenen Unternehmen (insbesondere der PREOS Global Office Real Estate & Technology AG) und den Umsatz aus der Verwaltung von Immobilienportfolios für institutionelle Anleger. Die Einnahmen umfassen die Findergebühr beim Kauf, die fortlaufenden Managementgebühren und eine Erfolgsbeteiligung (Exit-Fee) bei einem Weiterverkauf. Da es im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 weniger Transaktionen gab, wurden auch weniger Finders- bzw. Exit-Fees vereinnahmt. Durch die Rückabwicklung des GORE-Deals wurden auch Sachverhalte aus dem ersten Halbjahr 2022 nicht abgerechnet. Der gescheiterter Deal führt zu Sonderkosten durch Beratungsgebühren, Due-Diligence-Kosten und verlorene Investitionen in Vorbereitungen zur Integration. Hierdurch fielen die Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2022 geringer aus als ursprünglich im ersten Halbjahr 2022 (9,95 Mio. €) kommuniziert wurde.

Ergebnisentwicklung

Das EBITDA sank im Jahr 2022 auf -23,44 Mio. €, verglichen mit 14,60 Mio. € im Vorjahr. Kostenseitig stiegen vornehmlich die sonstige betriebliche Aufwendungen um 62,4% auf 25,82 Mio. € (VJ: 15,90 Mio. €) an. Diese Entwicklung ist primär auf periodenfremde

Aufwendungen in Höhe von 14,40 Mio. € zurückzuführen für, die insbesondere mit dem nicht-zustande gekommenen Deal mit dem Luxemburger Investor in Zusammenhang stehen.

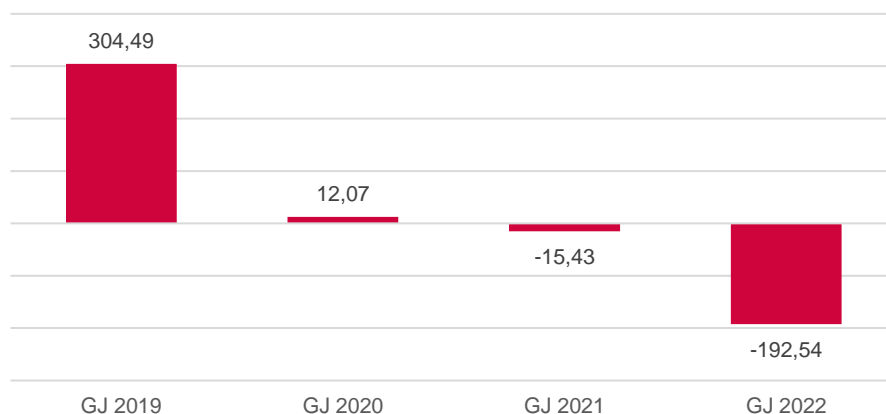
Entwicklung des EBITDA (in Mio. €)



Quelle: publity AG, GBC AG

Die Gesellschaft hatte ursprünglich für das Geschäftsjahr 2022 einen Jahresüberschuss von 6 bis 10 Mio. € geplant. Tatsächlich endete das Jahr mit einem deutlichen Jahresfehlbetrag von 192,54 Mio. € (VJ: 15,43 Mio. €), der hauptsächlich auf Wertberichtigungen der Beteiligungsbuchwerte bei Finanzanlagen in Höhe von 171,38 Mio. € zurückzuführen ist. Die Wertkorrektur lässt sich auf die gegenwärtige Marktverfassung der Immobilienunternehmen zurückführen. Bei der Bewertung wurde der deutlich gefallene Börsenkurs der PREOS als Grundlage genommen. Dieser Ansatz eröffnet gleichzeitig das Potenzial einer Aufwertung, sollte der Kurs steigen.

Entwicklung des Nettoergebnisses (in Mio. €)



Quelle: publity AG, GBC AG

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2022

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

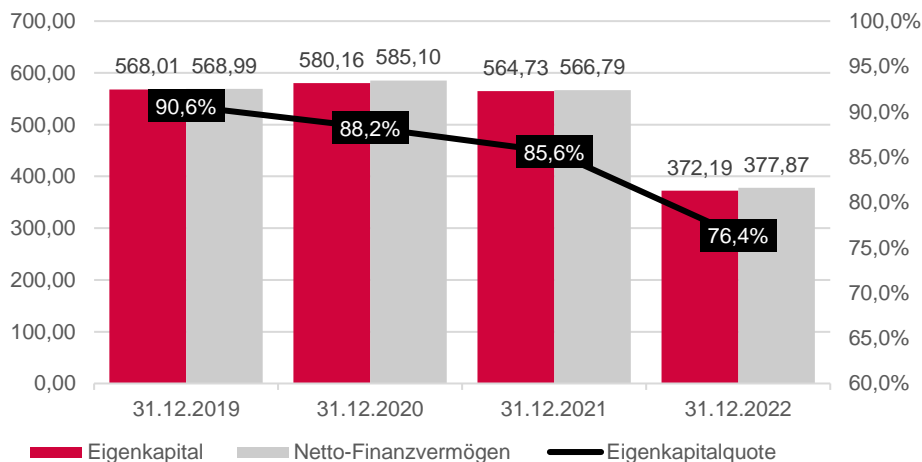
Quelle: publity AG; GBC AG

Die Bilanz der publity zeigt ein für Investmentgesellschaften typisches Bild auf. Sie ist dabei durch einen hohen Bestand an Finanzanlagen gekennzeichnet, wobei die Anteile an PREOS den Hauptanteil ausmachen. Obwohl die Beteiligungsquote bei 94,3% liegt, sind die Anteile an dieser Tochtergesellschaft nicht vollkonsolidiert, sondern als Finanzanlagen erfasst.

Aufgrund der fehlenden Konsolidierung sind die Schulden der Immobiliengesellschaften der GORE und PREOS ebenfalls nicht vollkonsolidiert. Dies führt dazu, dass die publity AG in der Regel eine überdurchschnittlich hohe Eigenkapitalquote aufweist. Die Schwankungen des absoluten Eigenkapitals ergeben sich üblicherweise aus der operativen Geschäftsentwicklung sowie der Auf- bzw. Abwertungen der Finanzanlagen.

Zum 31.12.2022 verringerte sich das Eigenkapital signifikant um 34,1% auf 372,19 Mio. € (31.12.2021: 564,73 Mio. €). Diese Entwicklung resultiert aus dem Jahresfehlbetrag in Höhe von 192,54 Mio. € (VJ: 15,43 Mio. €). Dies führte zu einem Rückgang der Eigenkapitalquote auf 76,4% (31.12.2021: 85,6%). Trotz dieser Veränderungen bleibt das Unternehmen in seiner Bilanzstruktur weiterhin solide.

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



Quelle: publity AG; GBC AG

Das Bilanzvermögen der publity AG wird hauptsächlich durch Anteile an verbundenen Unternehmen geprägt und beläuft sich auf 366,94 Mio. € (31.12.2021: 528,22 Mio. €). Dies entspricht 75,3% (31.12.2021: 80,0%) der gesamten Bilanzsumme. Hier enthalten sind in erster Linie die über Tochtergesellschaften erworbenen Immobilien. Zudem hält die publity AG Anleihen der PREOS Global Office Real Estate & Technology AG im Wert von 83,98 Mio. € (31.12.2021: 97,70 Mio. €). Die kurzfristigen Finanzanlagen fließen in das Netto-Finanzvermögen ein, welches sich auf 377,87 Mio. € (31.12.2021: 566,79 Mio. €) beläuft. Die größte Position im Fremdkapital ist eine Anleihe mit einem Wert von 97,76 Mio. € (31.12.2021: 77,77 Mio. €), die 20,1% der Bilanzsumme entspricht (31.12.2021: 11,8%).

Die Anleihe wurde vom Großaktionär Neon Equity AG um weitere 20 Mio. € aufgestockt. Die Anleihe ist für 2027 fällig und ihre Bedingungen wurden Ende 2022 angepasst. Unter anderem wurde die Laufzeit der Schuldverschreibungen 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 es wurde ein Wahlrecht zur vorzeitigen Rückzahlung eingeführt. Aktuell wird die Anleihe zu 51,0% gehandelt (Tradegate 12.07.23; 10:57 Uhr). Die Verlängerung der publity Anleihe steht unter dem Vorbehalt der Anfechtung von Anleihegläubigern. Eine ursprünglich geplante weitere Anleihe über 100 Mio. € wurde aufgrund des schwachen Marktumfelds nicht emittiert.

Die Bankverbindlichkeiten belaufen sich weiterhin auf 4,24 Mio. € (31.12.2021: 4,24 Mio. €) und die liquiden Mittel betragen 0,54 Mio. € (31.12.2021: 2,16 Mio. €). Das Management sieht die Liquiditätslage als gesichert an.

Der Vorstand der publity AG hat zudem beschlossen, der ordentlichen Hauptversammlung, die am 16. August 2023 stattfindet, eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln vorzuschlagen. Der Vorschlag sieht vor, das Grundkapital von EUR 14.876.456,00 um EUR 1.859.557,00 auf EUR 16.736.013,00 zu erhöhen, indem ein Teilbetrag von EUR 1.859.557,00 aus der Kapitalrücklage umgewandelt wird. Die Kapitalerhöhung soll durch die Ausgabe von 1.859.557 neuen Stückaktien mit einem anteiligen Betrag von je EUR 1,00 erfolgen. Die neuen Aktien sollen im Verhältnis 8:1 als Gratisaktien an die Aktionäre ausgegeben werden, d.h., auf je 8 bestehende Stückaktien entfällt eine neue Stückaktie. Die neuen Aktien gewähren ab dem 1. Januar 2023 einen Anspruch auf Gewinnbeteiligung.

Aufgrund des Fehlens einer veröffentlichten Kapitalflussrechnung können wir keine umfangreiche Liquiditätsanalyse durchführen.

Aktuell Entwicklung der PREOS Global Office Real Estate & Technology AG

Die PREOS Global Office Real Estate & Technology AG (PREOS) hat die Eckdaten ihrer HGB-Rechnungslegung für das Geschäftsjahr 2022 veröffentlicht. Die Ergebnisse zeigen, dass umfangreiche Anpassungen der Wertansätze für die Alpha Investor GmbH und die Beteiligung an der GORE German Office Real Estate AG (GORE) erforderlich sind, insgesamt in Höhe von rund 211 Mio. €. Die Abwertungen bei der Alpha Investor GmbH sind hauptsächlich auf die schwache Marktlage des deutschen Immobilienmarkts zurückzuführen und die entsprechenden Korrekturen der Gutachterwerte für einzelne Objekte. Die Wertanpassungen bei der Beteiligung an GORE resultieren aus einer nicht durchgeführten Sachkapitalerhöhung bei dem Unternehmen, die sich auf den nicht-abgeschlossenen Deal mit dem Luxemburger Investor bezieht. Diese nicht realisierte Kapitalerhöhung führte zu den erforderlichen Anpassungen der Wertansätze für die Beteiligung.

Als Folge dieser Anpassungen erwartet der Vorstand von PREOS für das Geschäftsjahr 2022 einen Jahresfehlbetrag von etwa 214 Mio. €. Das bilanzielle Eigenkapital der AG wird voraussichtlich von 418,0 Mio. € am 31.12.2021 auf 204 Mio. € am 31.12.2022 reduziert, was einer Eigenkapitalquote von ungefähr 43 % entspricht.

Der Aktienkurs von PREOS lag zum 30.12.2022 bei 3,40 € (Xetra), was einer Marktkapitalisierung von 385,79 Mio. € entspricht. Angesichts der Beteiligungsquote der publity AG von 94,3% repräsentiert dies einen Wert von 348,82 Mio. € in ihrer Bilanz. Unsere Neubewertung stützt sich auf das neuerdings kommunizierte Eigenkapital von 204 Mio. €. Gemäß der Beteiligungsquote von 94,3% entspricht dies einem Wert von 192,37 Mio. €. Daher prognostizieren wir für die Netto-Finanzanlagen einen Rückgang um den Betrag, der die Differenz zwischen 348,82 Mio. € und 192,37 Mio. € darstellt, also um 156,45 Mio. €.

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

Die publity AG hat ihre Wachstumsstrategie darauf ausgerichtet, sich verstärkt als grüner Asset Manager zu positionieren. Ihr Ziel ist es, bis 2030 mindestens 50% ESG-konforme Gebäude zu verwalten und langfristig auf 100% zu erhöhen. Die Firma verwaltet bereits heute als Asset Manager die Green Buildings ihrer Kunden, die international mehrfach für hohe ESG-Standards zertifiziert wurden. Die ESG-Strategie für Gewerbeimmobilien beinhaltet Umweltschutzmaßnahmen wie Stromtankstellen für Elektroautos, emissionsarme Heiz- und Kühlsysteme, den Einsatz erneuerbarer Energien und Maßnahmen zur Wasser- und Abfallverminderung. publity plant auch, den CO₂-Fußabdruck intern um 50% zu reduzieren und strebt an, bis 2030 vollständig klimaneutral zu werden. Ein entscheidender Vorteil für das Unternehmen besteht darin, dass das PREOS-Portfolio bereits eine hohe Anzahl an jüngeren Immobilien umfasst. Dies ermöglicht eine leichtere und kostengünstigere Implementierung vieler ESG-Kriterien.

Publity plant, ihr Geschäftsfeld zukünftig um den Bereich "Green Advisory" zu erweitern und das Fachwissen im Hinblick auf die ESG-konforme Sanierung von Bestandsimmobilien an Kunden weiterzugeben. Es ist vorgesehen, eine Beratungsleistung für andere Immobilieneigentümer bzw. -Manager anzubieten, um ihre Immobilien ESG-konform zu gestalten. Allerdings bleibt die Frage, wie schnell diese Konzepte umgesetzt werden können. Insbesondere bei älteren Immobilien können erhebliche Kosten anfallen, wenn alle ESG-Initiativen realisiert werden sollen.

Die Zinswende hat viele Abteilungen für notleidende Kredite (NPLs) in Banken an ihre Kapazitätsgrenzen gebracht. In diesem Kontext könnte es durchaus sein, dass die publity AG in naher Zukunft wieder interessante Möglichkeiten in diesem Segment präsentiert bekommt. Falls es zu attraktiven Angeboten kommt, könnte publity in Betracht ziehen, ihre Engagements in diesem Bereich wieder zu verstärken. Dies würde eine Rückkehr zu einem aktiven Fokus auf dieses Geschäftsfeld bedeuten.

Die neuesten ökonomischen Entwicklungen haben erhebliche Auswirkungen auf den Immobilienmarkt. Eine Veränderung in der Zinspolitik hat zu einer multiplikativen Erhöhung des Kapitaldienstes geführt, was sich in einer 20 bis 40%igen Entwertung aller Renditeimmobilien niederschlägt. Diese Wertminderung findet unabhängig von der tatsächlichen Qualität der Immobilien statt. Die finanzielle Auswirkung einer Zinserhöhung von 1% auf 4%, zusammen mit einem erhöhten Risikoaufschlag, ist wesentlich gravierender als bei vergleichbaren Zinsänderungen in der Vergangenheit.

Die Energiewende stellt eine weitere Herausforderung dar und zwingt zu neuen Investitionsberechnungen bei der Nachvermietung oder beim Verkauf. Diese zusätzlichen Kosten vermindern den Wert älterer Immobilien für potenzielle Käufer.

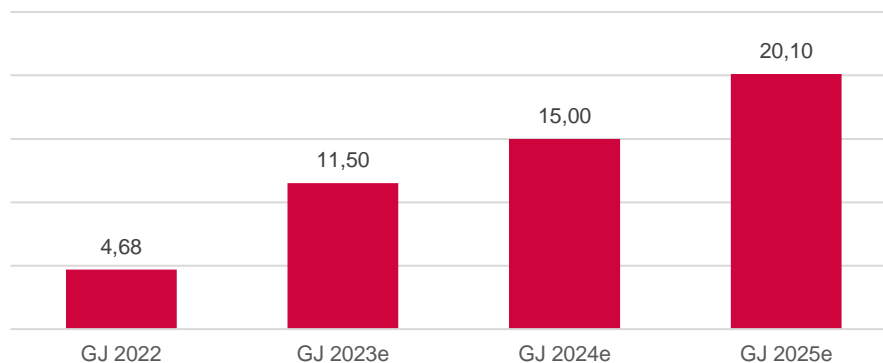
Inflation hat ebenfalls einen erheblichen Einfluss, da sie die laufenden Kosten des Immobilienmanagements sprunghaft steigen lässt. Während die Einnahmen bestenfalls durch eine Anpassung der Mieten an die Inflationsrate ausgeglichen werden können, belastet dieser Anstieg auch die Mieter und erschwert die Weitergabe der Kosten. Zudem verändert die Inflation die Cashflow- und Ertragslage aller Marktteilnehmer.

Die allgemeine Marktstimmung hat sich drastisch verschlechtert, was sich in einem Investitionsrückgang von 80% widerspiegelt. Käufer agieren zunehmend opportunistisch und haben oftmals überhöhte Preisvorstellungen.

Das wirtschaftliche Klima macht sich auch bei den Mietern bemerkbar. Es kommt vermehrt zu Leerständen und es ist schwieriger, höhere Mieten durchzusetzen. Der Optimismus der Makler beschränkt sich im Wesentlichen auf neue, hochwertige Flächen, die für die sogenannte New Work-Bewegung geeignet sind und den Platzbedarf der Mieter halbieren können.

In Bezug auf die sichtbaren Konsequenzen führt die Zinswende und die Entwicklung der Renditen zu einer vorerst nicht liquiditätswirksamen Neubewertung. Allerdings entstehen Liquiditätseffekte als sekundäre Folgen einer Bewertungskorrektur. Der Kapitalmarkt war kurzfristig noch nicht bereit für eine Digitalisierung von Immobilienportfolios. Die Bewertungs- und Liquiditätsrisiken der Zinswende lassen eine kurzfristige Einführung von Immobilien-Token eher unwahrscheinlich erscheinen. ESG-Anforderungen führen zu einer Vermögensentwertung im Bestand. Dies senkt die Exit-Chancen oder erfordert liquiditätswirksame Investitionen.

Umsatzentwicklung in (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

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.

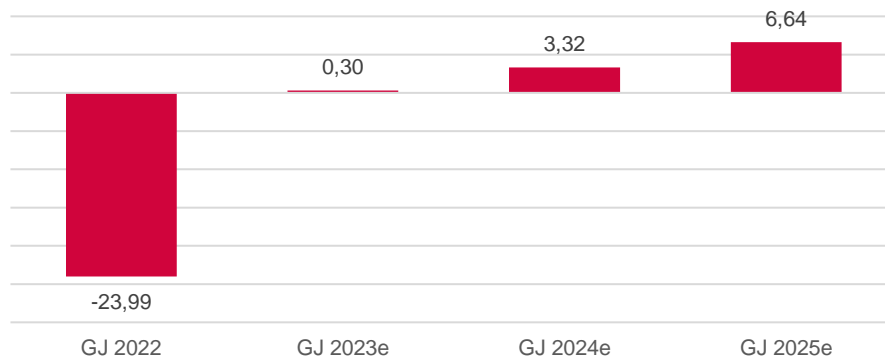
Obwohl wir eine mittelfristige Erholung des Immobilienmarktes antizipieren, liegen unsere Prognosen in dieser Studie, aufgrund der aktuellen Marktlage, auf einem niedrigeren Niveau als in unserem vorherigen Research-Report. So hatten wir bislang für 2023 Umsatzerlöse in Höhe von 25,52 Mio. € prognostiziert.

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. Darüber hinaus ist der Vorstand zuversichtlich, dass das Unternehmen auch zukünftig in der Lage sein wird, ihre Zahlungsverpflichtungen vollständig und rechtzeitig zu erfüllen. Weiterhin reagierte die Gesellschaft mit strengem Kostenmanagement, um den aktuellen Herausforderungen zu begegnen.

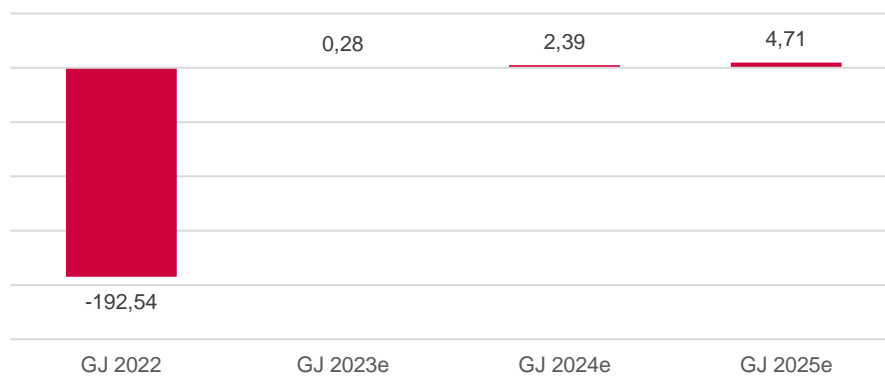
Entwicklung des EBIT (in Mio. €)



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.

Entwicklung des Nettoergebnis (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Insgesamt erwarten wir einen Jahresüberschuss in Höhe 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% (bisher: 5,0%). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 35,8% (bisher: 50,0%) 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%).

Obwohl wir eine mittelfristige Erholung des Immobilienmarktes antizipieren, liegen unsere Prognosen in diesem Bericht aufgrund der aktuellen Marktlage auf einem niedrigeren Niveau als in unserem vorherigen Research-Report.

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% (bisher: 1,5 %).

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% (bisher: 11,7%) (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% (bisher: 11,1%).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 20,00 € (bisher: 46,50 €) ermittelt.

Wir haben die Beteiligungen an verbundenen Unternehmen sowie die Ausleihungen an verbundenen Unternehmen dem Netto-Finanzvermögen zugerechnet. Hier enthalten ist vornehmlich die PREOS-Beteiligung. Der Aktienkurs von PREOS lag zum 30.12.2022 bei 3,40 € (Xetra), was einer Marktkapitalisierung von 385,79 Mio. € entspricht. Angesichts der Beteiligungsquote der publity AG von 94,3% repräsentiert dies einen Wert von 348,82 Mio. € in ihrer Bilanz. Unsere Neubewertung stützt sich auf die aktuelle Ad-hoc-News der PREOS, wonach Abwertungen zu einer Reduktion des Eigenkapitals per 31.12.2022 auf

204 Mio. € (31.12.2021: 418,0 Mio. €) geführt haben. Gemäß der Beteiligungsquote von 94,3% entfällt auf die publity AG ein Wert von 192,37 Mio. €, welcher damit deutlich niedriger als der zum 31.12.2022 in der Bilanz erfasste Wert ist. Für die Ermittlung des fairen Wertes der publity AG beziehen wir ein Netto-Finanzvermögen in Höhe von 224,05 Mio. € (31.12.2024), was auf die Aktienanzahl der publity einem Fair Value von 15,06 € je Aktie entspricht. Zuzüglich dem Wert des operativen Geschäftes auf Basis des DCF-Modells haben wir insgesamt ein Kursziel in Höhe von 20,00 € je Aktie ermittelt und vergeben, vor dem Hintergrund des aktuellen Aktienkurses, das Rating Halten (bisher: KAUFEN).

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)	-221,66	-224,05
Wert des Eigenkapitals	289,58	297,52
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	289,58	297,52
Ausstehende Aktien in Mio.	14,88	14,88
Fairer Wert der Aktie in EUR	19,47	20,00

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%	20,36	20,17	19,99	19,83	19,68
306,6%	20,36	20,17	20,00	19,83	19,68
306,8%	20,37	20,18	20,00	19,84	19,68
307,1%	20,37	20,18	20,00	19,84	19,69
307,3%	20,37	20,18	20,01	19,84	19,69

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



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