

# B-A-L Germany Vz.

Reuters: BAM\_p.SG

Bloomberg: 1691581D GR EQU

## Auf dem Weg zur Vollvermietung

Die Zahlen zum abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 lagen durchweg im Rahmen unserer Erwartungen. Auf Basis der guten Vorjahreszahlen haben sich immobiliespezifische Performance-Kennzahlen wie Leerstandsquote und Durchschnittsmiete im Jahr 2023 weiter verbessert, so dass unsere Finanzprognosen nach unserer Einschätzung gut untermauert sind. Vor dem Hintergrund des steigenden Zinsumfelds verringert sich allerdings unser aus einem Economic-Profit-Wertschöpfungsmodell abgeleitetes Kursziel auf EUR 2,12 von zuletzt EUR 2,58 je Aktie. Unterstützt wird unser Kursziel durch das Angebot eines Investors, den kompletten Immobilienbestand des Unternehmens zu einem rechnerischen Gesamtwert in Höhe von aktuell 2,04 je Aktie zu übernehmen. Angesichts eines von uns auf Sicht von 24 Monaten erwarteten Kurspotenzials von 123,5% bestätigen wir unser Buy-Rating für die Vorzugsaktien der B-A-L Germany.

### Umsatz und Ergebnis 2022 im Überblick

Sowohl Umsätze als auch Vorsteuerergebnis lagen im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 mit EUR 0,300 Mio. bzw. EUR -0,005 Mio. im Rahmen unserer Erwartungen (EUR 0,305 Mio. bzw. EUR 0,035 Mio.). Auffällig waren zum einen eine deutliche Verringerung der Leerstandsquote, die um 3 Prozentpunkte auf 6% abgebaut werden konnte, zum anderen deutlich geringere Modernisierungsaufwendungen von nur noch EUR 3,92 (2021: EUR 14,88) je qm; dies ist insbesondere auf die Entscheidung des Vorstands zurückzuführen, die während der Corona-Pandemie niedrigen Handwerkerkosten auszunutzen und Renovierungsmaßnahmen zeitlich vorzuziehen. Die auf der Website veröffentlichten immobiliespezifischen Performancekennzahlen belegen aus unserer Sicht ebenfalls, dass sich B-A-L Germany in die richtige Richtung bewegt. So wurde die Leerstandsquote zuletzt auf 4% weiter in die Nähe der von uns als realistisch angesetzten Vollvermietungsquote von 3% reduziert und auch die Nettomieteinnahmen, die 2022 mit durchschnittlich EUR 4,88 je qm erstmals seit dem Börsengang unter der EUR-5-Marke lagen, konnten im bisherigen Jahresverlauf auf EUR 5,04 wieder auf das durchschnittliche Niveau der Jahre 2019-21 erhöht werden.

TABELLE 1: ECKDATEN, 2022 VS. ERWARTUNGEN

		Ist	Erwartet	Δ
Umsatz	EUR Mio.	0,300	0,305	-1,5%
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,005</b>	<b>0,035</b>	n/a
in %	%	-1,5%	11,2%	n/a
Nettoergebnis	EUR Mio.	-0,011	0,029	n/a
EPS	EUR	-0,01	0,01	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN. SPHERE CAPITAL

**Rating:** Buy **Risiko:** Niedrig  
**Kurs:** EUR 0,95  
**Kursziel:** EUR 2,12 (bislang: EUR 2,58)

WKN / ISIN: A2NBN9 / DE000A2NBN90

Indizes: -

Transparenzlevel: Direct Market Wien, Freiverkehr Stuttgart

Gewichtete Anzahl Aktien (Vz.): 2,0 Mio.

Marktkapitalisierung (Vz.): EUR 1,9 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 1.000 Stück

HV/2023: 20.09.2023

GuV (EUR Mio.)	2021	2022	2023e	2024e
Umsatz	0,296	0,300	0,378	0,427
EBITDA	0,083	0,065	0,118	0,151
EBIT	0,024	0,008	0,060	0,092
EBT	0,015	-0,005	0,041	0,070
EAT	0,009	-0,011	0,033	0,061

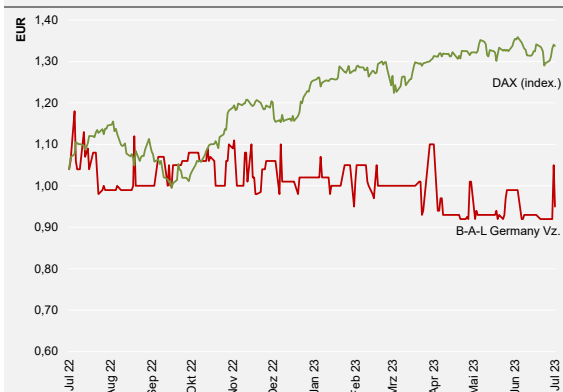
% der Umsätze	2021	2022	2023e	2024e
EBITDA	28,1%	21,6%	31,3%	35,3%
EBIT	8,1%	2,5%	16,0%	21,6%
EBT	5,1%	-1,6%	10,8%	16,5%
EAT	3,2%	-3,6%	8,7%	14,3%

Je Aktie (EUR)	2021	2022	2023e	2024e
EPS	0,00	-0,01	0,02	0,03
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	1,12	1,12	1,13	1,16
Cashflow	0,03	0,01	0,07	0,08

Bilanz (%)	2021	2022	2023e	2024e
EK-Quote	84,6%	71,0%	68,3%	68,7%
Gearing	-2%	2%	-1%	-1%

Multiple (x)	2021	2022	2023e	2024e
KGV	n/a	n/a	57,9	31,2
EV/Umsatz	6,74	6,49	4,96	4,40
EV/EBIT	82,8	n/a	31,0	20,4
KBV	0,9	0,9	0,8	0,8

Guidance (EUR Mio.)	2023e	2024e
Umsatz	n/a	n/a
Nettoergebnis	n/a	n/a



Quelle: Unternehmensangaben, Sphene Capital Prognosen

**Peter Thilo Hasler, CEFA**

+ 49 (89) 74443558 / +49 (152) 31764553

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

### Angebot zum Komplettverkauf des Immobilienbestands

Angabe gemäß liegt B-A-L Germany ein Kaufangebot über den kompletten Immobilienbestand des Unternehmens zu einem rechnerischen Gesamtwert in Höhe von EUR 4,973 Mio. vor. Abzüglich der Nettoverbindlichkeiten in Höhe von aktuell knapp EUR 0,9 Mio. entspricht dies einem Wert in Höhe von EUR 2,04 je Aktie.

**Ausgehend von einer fortgesetzten wirtschaftlichen Erholung, weiter rückläufigen Arbeitslosenzahlen und einer anhaltenden Zuwanderung etwa aus der Ukraine ist die Wohnimmobiliennachfrage in Ostdeutschland in den vergangenen Jahren deutlich gestiegen. Weil gleichzeitig die Neubauaktivitäten aufgrund deutlich gestiegener Baukosten und Finanzierungszinsen auf dem niedrigen Niveau der Vorjahre stagnierten, dürften die Leerstandsquoten in den Großstädten Leipzig und Dresden nach unserer Einschätzung auf unter 2% bzw. 6% gesunken sein. Der dadurch ausgelöste Trend zur Abwanderung ins Umland insbesondere unter den einkommenschwächeren Haushalten hält folglich an, so dass sich in den Agglomerationsgürteln außerhalb der Großstädte – in den Regionen also, in denen B-A-L Germany ihre Immobilienbestände hat – aus unserer Sicht prozentual noch höhere Mietpreissteigerungsraten einstellen dürften.**

### 2023 weiterhin deutlich steigende Mieten zu beobachten

In den vergangenen Jahren sind die Quadratmeterpreise in Ostdeutschland zum Teil signifikant angestiegen, in Berlin (2013-23) um durchschnittlich 9,7% pro Jahr.

TABELLE 2: DURCHSCHNITTMIETEN IN AUSGEWÄHLTEN OSTDEUTSCHEN STÄDTEN (MIETSPIEGEL), 2013 VS. 2023

EUR/QM	06/2023	2022	2020	2018	2013	CAGR 2013-23	EUR/QM	06/2023	2022	2020	2018	2013	CAGR 2013-23
Bautzen	6,09	5,96	6,04	5,63	6,59	-0,8%	Jena	9,48	11,48	10,60	10,25	9,51	0,0%
Berlin	25,45	18,44	16,24	13,93	10,08	9,7%	Leipzig	9,72	8,86	7,70	8,60	5,61	5,7%
Brandenburg	7,67	6,67	6,66	5,85	5,16	4,0%	Magdeburg	7,27	6,79	6,49	6,74	5,66	2,5%
Chemnitz	5,65	5,65	5,90	5,42	5,41	0,4%	Meißen	6,81	7,11	6,68	6,84	6,32	0,7%
Cottbus	7,11	6,66	6,33	5,95	7,13	0,0%	Pirna	7,04	6,47	5,43	7,39	5,32	2,8%
Dessau	6,28	7,15	7,23	6,95	5,97	0,5%	Plauen	5,47	5,48	5,27	5,07	4,68	1,6%
Dresden	9,56	8,59	8,51	8,58	6,48	4,0%	Potsdam	13,31	12,92	11,44	10,37	8,17	5,0%
Eisenach	7,49	7,84	7,28	7,74	5,76	2,7%	Rostock	9,66	8,00	7,77	7,77	6,54	4,0%
Erfurt	8,45	7,72	8,19	7,50	6,65	2,4%	Schwerin	8,79	8,13	8,52	7,33	5,89	4,1%
Gera	6,14	6,04	6,13	5,70	5,32	1,4%	Stralsund	8,00	7,44	8,21	7,63	6,04	2,9%
Görlitz	6,14	7,13	6,46	5,39	5,62	0,9%	Weimar	10,12	9,44	8,86	8,27	6,46	4,6%
Greifswald	9,50	8,27	10,19	9,23	7,74	2,1%	Zittau	5,05	6,46	5,85	5,95	4,81	0,5%
Halle	7,29	7,97	7,10	7,46	6,89	0,6%	Zwickau	6,09	6,19	5,67	6,23	5,05	1,9%

QUELLE: WOHNUNGSBÖRSE, IMMOWELT, SPHENE CAPITAL

Anm.: Graue Markierungen betreffen Städte in Sachsen

### B-A-L Germany von Mietpreisbremse nicht betroffen

In ausgewählten Städten hatte dies die Einführung der sogenannten Mietpreisbremse zur Folge, wonach der Mietpreis bei einer Neuvermietung die ortsübliche Vergleichsmiete um maximal 10% nicht übersteigen darf. Bestehende Mietverhältnisse oder die Vermietung von neu gebauten oder modernisierten Wohnräumen sind von der

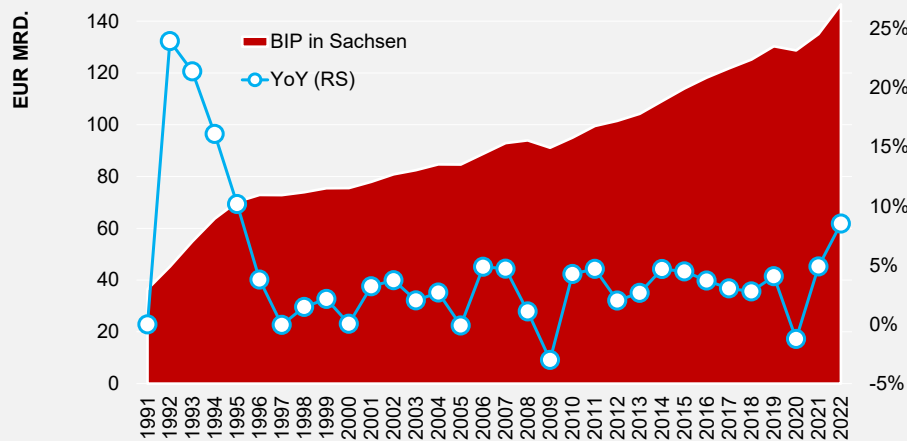
Mietpreisbremse jedoch nicht betroffen. Auch die von B-A-L Germany adressierten Städte sind von der Mietpreisbremse nicht betroffen.

**Sachsens Bruttoinlandsprodukt auf neuem Höchststand**

Das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt in Sachsen erhöhte sich im vergangenen Jahr um +8,5% gegenüber 2021 (Gesamtdeutschland: +2,8% YoY) auf EUR 146,5 Mrd. Dies entspricht dem höchsten Anstieg seit den wiedervereinigungsgetriebenen 10,2% des Jahres 1995.

Damit setzte sich die wirtschaftliche Erholung in Sachsen weiter fort. Seit 1997 hat sich das Bruttoinlandsprodukt mehr als verdoppelt, seit 1991, dem ersten Jahr nach der Wiedervereinigung, mehr als vervierfacht. Pro Jahr entspricht dies einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von +4,6%.

ABBILDUNG 1: BRUTTOINLANDSPRODUKT IN SACHSEN, 1991-17



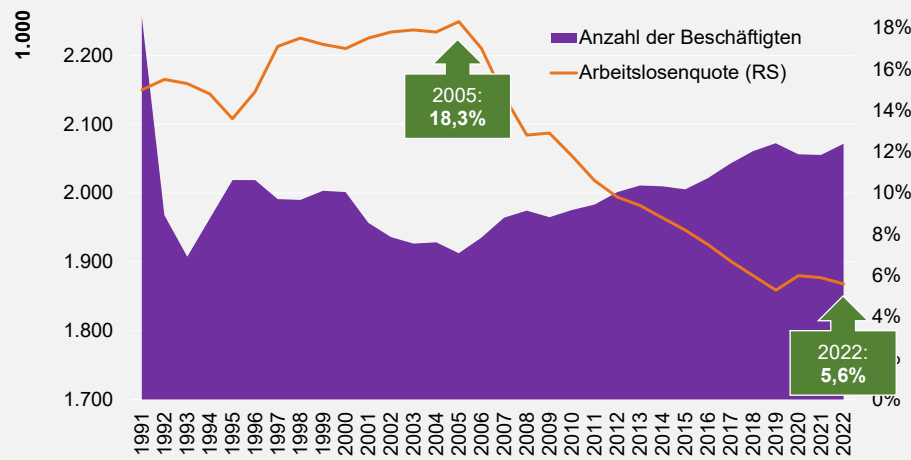
Im laufenden Jahr zeichnet sich ein weiteres Wachstum ab. Daten des Statistisches Landesamtes des Freistaates Sachsen zufolge konnte die sächsische Industrie im ersten Quartal 2023 einen Gesamtumsatz von rund EUR 21,0 Mrd. erzielen, 22,0% mehr als im Vorjahresquartal.

QUELLE: STATISTISCHES BUNDESAMT, SPHENE CAPITAL

**Weiterhin rückläufige Arbeitslosenquote**

In Sachsen gibt es etwa 149.000 kleine und mittlere Unternehmen (KMU) mit bis zu 249 Beschäftigten. An den Unternehmen Sachsens haben sie einen Anteil von 99,8%. Durch den Aufbau einer kleinteiligeren Wirtschaftsstruktur haben sich die Arbeitslosenquoten innerhalb von wenigen Jahren von zweistelligen Beträgen auf mittlere einstellige Prozentwerte verringert.

ABBILDUNG 2: ARBEITSLOSENQUOTE UND ANZAHL DER BESCHÄFTIGTEN IN SACHSEN, 1991-22



Einer Analyse des Bundesverbands der Deutschen Industrie zufolge belief sich das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf nach der Wiedervereinigung auf ein Drittel des westdeutschen Niveaus, 2021 lag es bei 76,8%. Während sich das Pro-Kopf-Einkommen mehr als verdoppelt hat, ist die Produktivität um das Vierfache gestiegen.

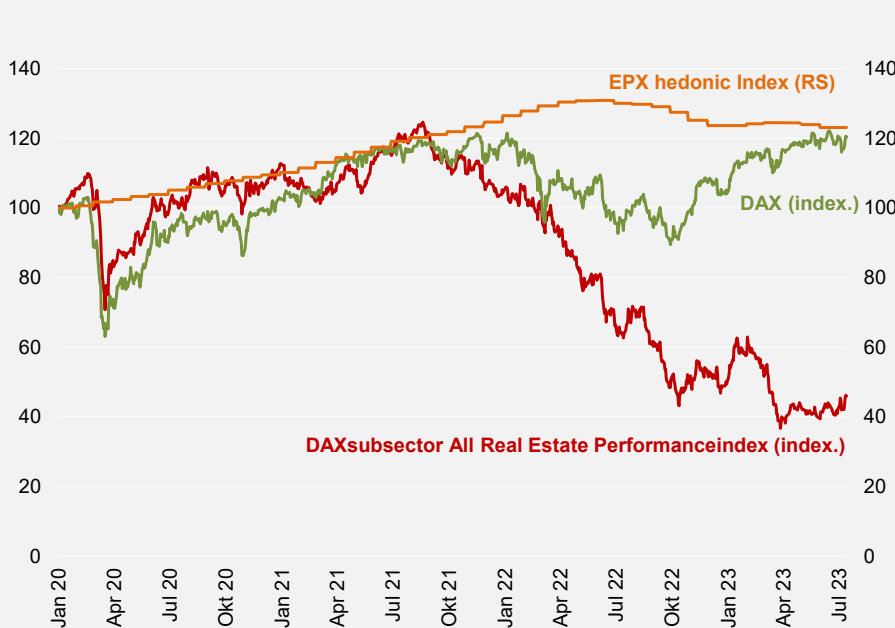
QUELLE: STATISTISCHES BUNDESAMT, SPHENE CAPITAL

Im zweiten Quartal 2023 haben sie die Kurse deutscher Immobilienunternehmen leicht erholt. Ungeachtet dessen bleibt der DAXsubsector All Real Estate Performanceindex nach dem Auslaufen der Null- bzw. Negativzinsphase der schwächste Branchenindex der Deutschen Börse. So hat der Branchenindex in den vergangenen drei Jahren 54,6% seines Wertes eingebüßt, dagegen konnte der DAX im gleichen Zeitraum 26,8% zulegen.

**Immobiliensektor hat in den letzten drei Jahren erheblich underperfornt**

Egal, welchen Zeitraum man anlegt: Der DAX-Immobilienindex hat sich in den vergangenen drei Jahren schlechter entwickelt als der DAX. In den vergangenen zwölf Monaten etwa war der DAXsubsector All Real Estate Performanceindex mit einem Wertverlust von -32,3% (DAX -4,0%) der am schlechtesten performende Branchenindex der Deutsche Börse AG. Auf Sicht von drei Jahren, in denen der DAX 35,1% zulegen konnte, steht immer noch ein Verlust von -26,4% zu Buche. Abgesehen von Sondersituationen bei Einzelwerten (Eyemaxx, Corestate und Adler Group) war im Wesentlichen die durch den allgemeinen Zinsanstieg ausgelöste Abwertung der Bilanzwerte bei den nach IFRS bilanzierenden Immobilienkonzernen ursächlich für die schwache Entwicklung dieses im Grunde defensiven Sektors.

ABBILDUNG 3: PERFORMANCE DES IMMOBILIENINDIZES VS. DAX, 01/2020-07/2023



Performance des DAXsubsector All Real Estate Performanceindex:

- 1 Jahr: -26,7%
- 2 Jahre: -61,7%
- 3 Jahre: -54,6%

Der EPX hedonic basiert auf Transaktionsdaten privater Immobilienfinanzierungen, die über die Europace-Plattform abgewickelt werden. Der EPX wurde im Jahr 2005 gemeinsam mit dem Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung BBR entwickelt und wird seitdem monatlich erhoben. Ziel dieser hedonischen Regressionsanalyse ist es, den reinen Preiseffekt pro betrachteter Periode herauszustellen.

QUELLE: CAPITALIQ, SPHENE CAPITAL

**Nur sechs Einzelwerte mit positiver Performance über einen Zeitraum von drei Jahren**

Bezogen auf die einzelnen Werte befanden sich im DAXsubsector All Real Estate Performanceindex lediglich sechs Titel, die in den vergangenen drei Jahren eine positive Kursperformance aufgewiesen haben:

**TABELLE 3: PERFORMANCE DEUTSCHER IMMOBILIENAKTIEN (DAXSUBSECTOR ALL REAL ESTATE PERFORMANCEINDEX) UND B-A-L GERMANY**

Unternehmen	Schlusskurs (14.07.2023, EUR)	Marktkapitalisierung (EUR Mio.)	-3 Monate (%)	-1 Jahr (%)	-3 Jahre (%)
Deutsche Wohnen SE	21,28	8.520,0	8,7%	-3,1%	-47,1%
CPI PROPERTY GROUP S.A.	0,91	8.100,0	0,6%	0,6%	27,3%
LEG Immobilien SE	59,90	4.440,0	13,1%	-23,9%	-46,9%
Aroundtown SA	1,28	1.970,0	0,1%	-56,0%	-75,5%
TAG Immobilien AG	9,49	1.670,0	30,9%	2,4%	-54,6%
Deutsche EuroShop AG	20,95	1.600,0	10,4%	-7,0%	64,6%
Vonovia SE	19,40	1.580,0	4,6%	-31,4%	-62,5%
Grand City Properties S.A.	7,42	1.310,0	5,2%	-43,3%	-64,1%
alstria office REIT-AG	5,10	910,7	-12,7%	-52,9%	-61,0%
ADLER Real Estate AG	8,28	906,0	4,8%	20,0%	-33,8%
PATRIZIA SE	10,26	884,2	11,4%	-9,2%	-54,3%
GATEWAY R.EST.AG O.N.	3,34	623,8	3,1%	-32,9%	-1,8%
HAMBORNER REIT AG NA O.N.	6,36	517,3	-12,6%	-23,8%	-26,6%
DIC Asset AG	4,49	375,2	-34,6%	-56,2%	-61,4%
WCM AG	2,40	361,2	-24,1%	-43,7%	-25,5%
publity AG	20,40	303,6	-15,4%	-25,8%	-40,5%
Instone Real Estate Group	5,81	273,0	-25,3%	-43,2%	-71,5%
Deutsche Konsum REIT-AG	6,28	220,8	-19,9%	-40,5%	-61,2%
Deutsche Real Estate AG	10,40	214,0	-3,7%	-14,1%	13,0%
DEMIRE Deutsche Mittelstand Real Estate AG	1,66	178,9	-16,2%	-51,3%	-61,8%
FCR Immobilien AG	13,20	128,8	-10,8%	-25,0%	17,9%
ADLER Group S.A.	0,62	94,5	-23,9%	-84,2%	-97,4%
Eyemaxx Real Estate AG	0,01	82,3	450,0%	-68,6%	-99,8%
Fair Value REIT-AG	5,00	70,6	-16,0%	-24,2%	-30,1%
Accentro Real Estate AG	1,95	63,3	23,4%	-53,8%	-79,7%
TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG	1,94	47,7	-7,6%	-19,8%	-24,2%
Noratis AG	9,30	44,8	-5,1%	-40,0%	-52,9%
GWB Immobilien AG	0,01	39,4	42,9%	100,0%	400,0%
Deutsche Grundstücksauktionen AG	15,40	24,6	-7,8%	-24,9%	43,9%
RCM Beteiligungs AG	1,70	22,3	-2,9%	-16,7%	-19,1%
Corestate Capital Holding S.A.	0,47	16,0	1,0%	-56,2%	-97,3%
ERWE Immobilien AG	0,31	7,6	-73,7%	-85,9%	-90,6%
<b>B-A-L Germany AG</b>	<b>0,95</b>	<b>1,9</b>	<b>-13,6%</b>	<b>-8,7%</b>	<b>-14,4%</b>

QUELLE: DEUTSCHE BÖRSE, SPHENE CAPITAL

Wir bewerten den Wert des Eigenkapitals der an der Wiener Börse und im Stuttgarter Freiverkehr notierten B-A-L Germany AG auf der Basis eines Wertschöpfungsmodells (Primärbewertungsmethode). Dabei gehen wir davon aus, dass eine faire Bewertung des Unternehmens frühestens dann erreicht ist, wenn die vom Unternehmen erwirtschaftete Wertschöpfung den mit deren Generierung verbundenen Kapitalkosten entspricht. Unter Zugrundelegung dieses Bewertungsverfahrens ergeben sich für B-A-L Germany auf Basis unserer Kapital- und Ertrags-schätzungen des Jahres 2026e Barwerte des Eigenkapitals von knapp EUR 4,2 Mio. bzw. von EUR 2,12 je Vorzugsaktie.

Die aus Peergroup-Multiples aus nach HGB bilanzierenden Wohnimmobilienbestandshaltern abgeleiteten Kursziele liegen auf Basis der Consensus-Schätzungen und unserer eigenen Prognosen für B-A-L Germany bei Verwendung des Kurs-Buchwert-Verhältnisses zwischen EUR 1,61 (K/BV 2024e) und EUR 1,65 (K/BV 2025e) je Vorzugsaktie.

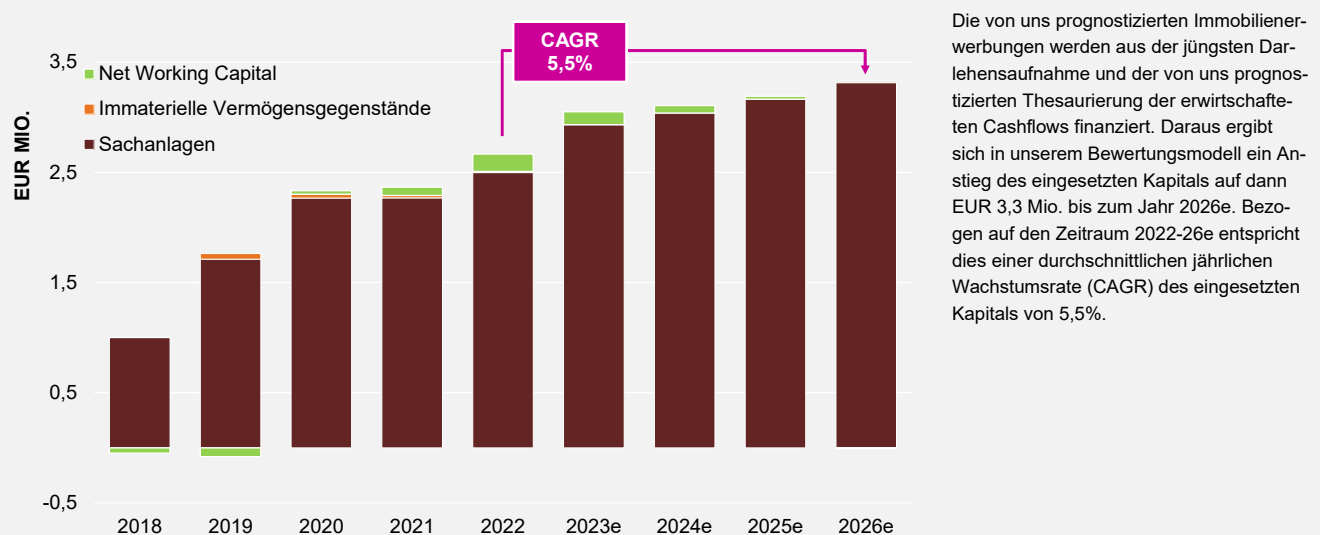
### Verwendung des Wertschöpfung-Multiplikators

Zunächst gilt es zu ermitteln, ob B-A-L Germany überhaupt ein wertschöpfendes Geschäftsmodell betreibt. Hierzu ermitteln wir zunächst die Kosten des eingesetzten Kapitals und vergleichen diese anschließend mit der Rendite auf das eingesetzte Kapital.

### Berechnung des eingesetzten Kapitals

Nachfolgende Abbildung 4 zeigt das von uns aus den Bilanzdaten abgeleitete eingesetzte Kapital von B-A-L Germany für die Jahre 2018 bis 2026e:

ABBILDUNG 4: EINGESETZTES KAPITAL, 2018-2026E

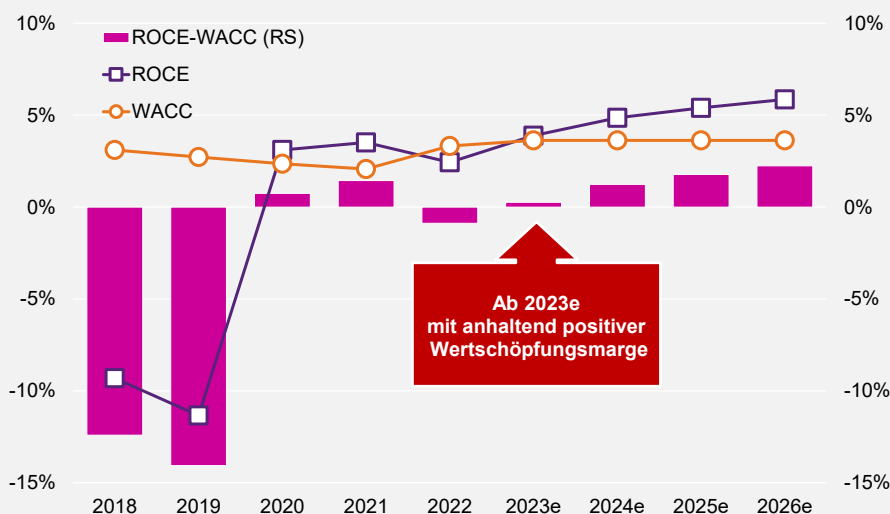


QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Rendite auf das eingesetzte Kapital

In einem zweiten Schritt ermitteln wir die Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE), indem wir das adjustierte operative Ergebnis (NOPLAT) berechnen und durch das eingesetzte Kapital dividieren. Anschließend vergleichen wir die ermittelten ROCE-Werte mit den Kapitalkosten (WACC):

ABBILDUNG 5: RENDITE AUF DAS EINGESETZTE KAPITAL (ROCE), 2018-26E



Erstmals wies B-A-L Germany im Jahr 2020 eine positive Wertschöpfungsmarge auf. Nach einer kurzen Rückkehr in den wertvernichtenden Bereich (2022) gehen wir davon aus, dass B-A-L Germany die Wertschöpfungsmarge bis 2026e auf dann 224 Basispunkte ausbauen wird.

Ab 2023e mit anhaltend positiver Wertschöpfungsmarge

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**B-A-L Germany erstmals 2020 mit positiver Wertschöpfungsmarge**

Aus oben stehender Abbildung 5 wird ersichtlich, dass B-A-L Germany bis einschließlich 2019 eine negative Wertschöpfungsmarge aufwies. Erstmals wurde die Wertschöpfungsmarge im Jahr 2020 positiv. Bis 2026e wird B-A-L Germany nach unseren Prognosen die Wertschöpfungsmarge auf dann 224 Basispunkte ausbauen.

TABELLE 4: ABLEITUNG DES KURSZIELS JE VORZUGSAKTIE AUS DEM WERTSCHÖPFUNGSMODELLS

		2023e	2024e	2025e	2026e
EV/CE	x	0,616	0,605	0,588	0,563
ROCE/WACC	x	1,072	1,341	1,489	1,618
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,291</b>	<b>4,184</b>	<b>4,776</b>	<b>5,391</b>
Barwert	EUR Mio.	3,291	3,863	4,072	4,244
Anzahl Aktien	Mio.	2,000	2,000	2,000	2,000
<b>Kursziel</b>	<b>EUR</b>	<b>1,65</b>	<b>1,93</b>	<b>2,04</b>	<b>2,12</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Bewertung bei positiver Wertschöpfungsmarge**

Wenn ein Unternehmen kein „Wertvernichter“ mehr ist, wird ein Investor für seine Anteile einen Preis verlangen, der dem Wert des eingesetzten Kapitals entspricht. Daraus lässt sich für B-A-L Germany für das Jahr 2024e ein Enterprise Value von EUR 4,164 Mio. ableiten. Zuzüglich der dann prognostizierten Nettofinanzposition von EUR 0,020 Mio. errechnet sich ein Equity Value von EUR 4,184 Mio. Nach Diskontierung ergibt sich ein Barwert des Eigenkapitals von EUR 3,863 Mio. oder EUR 1,93 je Aktie.



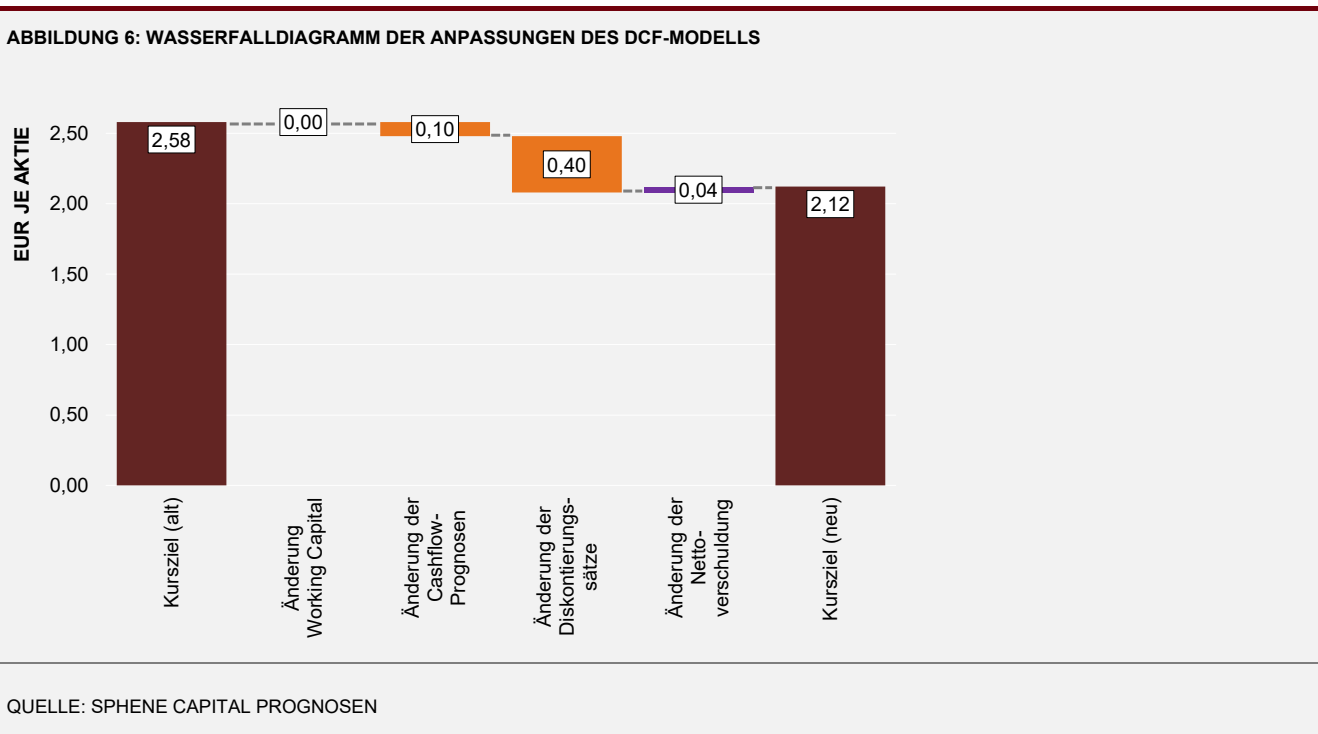
Diesen Wert sollte B-A-L Germany in den kommenden Jahren sukzessive steigern können. Für das Jahr 2026e gehen wir von einem Equity Value von EUR 4,244 Mio. oder EUR 2,12 je Aktie aus.

**Gegenläufige Effekte auf das Kursziel je Aktie**

Bei der Berechnung unseres Kursziels ergeben sich folgende gegenläufige Effekte für den Unternehmenswert von B-A-L Germany:

- ⊖ Die **Änderungen unserer Umsatz- und Gewinnschätzungen** nach der Veröffentlichung des Jahresabschlusses 2022 verringern den Wert je B-A-L Germany-Aktie um rund EUR 0,10.
- ⊖ Die im Vergleich zur letzten Bewertung **höheren Diskontierungssätze** verringern den Wert je Aktie um EUR 0,40.
- ⊕ Eine im Vergleich zur letzten Bewertung geringere **Nettoverschuldung** erhöht den Wert je Aktie um EUR 0,04.

In nachstehender Abbildung 6 wurden die Effekte sichtbar gemacht:



**Multiples bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung**

Aufgrund der operativen Ertragsentwicklung von B-A-L Germany sehen wir in einem langfristig ausgelegten Wertschöpfungsmodell die überlegene Bewertungsmethodik. Auf der Basis unserer Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals von EUR 2,12 je Aktie wären die Vorzugsaktien von B-A-L Germany mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 5: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER B-A-L GERMANY-VORZUGSAKTIE

		Bewertung zum aktuellen Kurs				Bewertung zum Kursziel			
		2023e	2024e	2025e	2026e	2023e	2024e	2025e	2026e
KGV	x	57,9x	31,2x	23,6x	18,9x	n/a	69,5x	52,6x	42,2x
EV/Umsatz	x	5,0x	4,4x	4,1x	3,8x	11,1x	9,9x	9,3x	8,6x
EV/EBIT	x	31,0x	20,4x	16,6x	13,9x	69,8x	45,7x	37,3x	31,3x
KBV	x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	1,9x	1,8x	1,8x	1,7x
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### K/BV bei Immobilienunternehmen im Normalfall der relevante Multiplikator

Typischerweise werden börsennotierte Immobilienbestandshalter anhand des Kurs-Buchwert- bzw. des Kurs-Net-Asset-Value-Verhältnisses (K/BV bzw. P/NAV) bewertet. Dies hat im Wesentlichen vier Gründe:

- ⑤ **Erstens**, weil anhand substanzbasierter Kennzahlen auch jene Immobilienunternehmen bewertet werden, deren Cashflows aufgrund von Leerständen nicht die vollvermieteten Werte des Immobilienbestands widerspiegeln.
- ⑤ **Zweitens**, weil marktwertorientierte Kennzahlen den tatsächlichen Immobilienwert besser widerspiegeln, wenn etwa Mietpreisregulierungen eine laufende Anpassung der Cashflows verbieten.
- ⑤ **Drittens**, weil eine Peergroup-Bewertung weniger aufwändig ist als eine DCF-Bewertung, da keine expliziten Schätzungen von Diskontierungsraten oder Cashflows (to Equity oder to the Firm) erforderlich sind.
- ⑤ **Viertens**, weil Immobilien, nur weil sie im Bestand eines Immobilienunternehmens sind, keinen nennenswert höheren Wert haben sollten, als wenn sie isoliert betrachtet werden würden.

Bei profitablen Immobilienunternehmen schwanken die K/BV- oder P/NAV-Multiples im Zyklusdurchschnitt typischerweise um den Wert eins: Multiplikatoren von 1,3 und mehr werden für gewöhnlich als überbewertet angesehen, Werte von unter 0,7 als unterbewertet.

### Voraussetzungen für die Verwendung substanzbasierter Peergroup-Multiples

Um durch den Einsatz substanzbasierter Peergroup-Multiples den Wert eines Unternehmens bestimmen zu können, müssen zwei Voraussetzungen gegeben sein:

- ⑤ **Erstens:** In der Summe entsprechen die Buchwerte der Bestandsimmobilien ihren Marktwerten.
- ⑤ **Zweitens:** Es gibt eine ausreichende Anzahl börsennotierter Vergleichsunternehmen.

### Warum das Kurs-Buchwert-Verhältnis bei B-A-L Germany nicht zielführend ist

Erste Voraussetzung für die Funktionsweise des Kurs-Buchwert-Verhältnisses ist, dass der Buchwert den Marktwert der Bestandsimmobilien widerspiegelt. Dies ist für gewöhnlich der Fall, wenn die Immobilienbestände nach der „Mark-to-Market-Regel“ bewertet werden. Diese ist unter der IAS-Bilanzierungspraxis gewährleistet, die eine

Für die Bilanzierung von Sachanlagevermögen gilt nach HGB das gemilderte Niederstwertprinzip, wonach der Anschaffungspreis um planmäßige Abschreibungen vermindert werden muss.

Bilanzierung von Vermögenswerten zu aktuellen Marktpreisen fordert. Dabei hat eine jährliche Überprüfung der Werthaltigkeit der Bestandsimmobilien durch einen unabhängigen Immobilienbewerter zu erfolgen.

Eine jährliche Überprüfung der Immobilienwerte ist für nach HGB bilanzierende Unternehmen jedoch nicht vorgesehen. Hier gilt das gemilderte Niederstwertprinzip, das verlangt, den jeweils niedrigeren Wert aus Anschaffungs-/Herstellungskosten und Wert am Bilanzstichtag zu verwenden. Eine Anpassung des Immobilienwertes an aktuelle Preisentwicklungen ist hierbei nicht vorgesehen. Immobilienunternehmen wie B-A-L Germany, deren Geschäftsmodell es ist, Immobilien explizit unter dem Marktpreis einzukaufen, werden dementsprechend „bestraft“, da sich die eigentliche Wertschöpfung des Geschäftsmodells nicht in den Buchwerten in der Bilanz widerspiegelt.

### Über die Vergleichbarkeit der Geschäftsmodelle

Zweite Voraussetzung für die Funktionsweise von Peergroup-Multiples ist die Existenz von Vergleichsunternehmen. Auch wenn sich Immobilienunternehmen ausschließlich mit Immobilien beschäftigen, sind ihre Geschäftsmodelle nicht miteinander vergleichbar. So müssen unter anderem die Wertschöpfung (Immobilienentwicklung, Immobilienhandel oder Immobilienbestandshaltung), die Assetklasse (Wohn-, Logistik- oder Gewerbeimmobilien), die Gesellschaftsform (REIT oder REOC) und die regionale oder internationale Positionierung berücksichtigt werden. In nachstehender Tabelle 6 haben wir die Eckdaten der in Deutschland börsennotierten Immobilienunternehmen zusammengefasst:

### Nur fünf, nach HGB bilanzierende Wohnimmobilienunternehmen

Aus nachstehender Tabelle 6 wird ersichtlich, dass es neben B-A-L Germany nur fünf börsennotierte Immobilienunternehmen gibt, die ebenfalls (zumindest in Teilen) auf Wohnimmobilien spezialisiert sind und ihren Jahresabschluss nach HGB aufstellen. Von diesen

- ⑤ ist zwar die 1913 gegründete **GAG Immobilien AG** räumlich sogar noch stärker fokussiert als B-A-L Germany, nämlich auf Immobilien in der Stadt Köln anstelle des Freistaats Sachsen, allerdings mit 42.000 Wohnungen und knapp 3,0 Mio. m<sup>2</sup> Wohn- und Gewerbefläche auch signifikant größer.
- ⑤ ist **Noratis AG** kein reiner Bestandshalter, sondern ein Immobilienhändler, der nach erfolgter Modernisierung und Aufwertung die Immobilien verkauft, was typischerweise erhebliche Schwankungen in den Umsatz- und Ertragskennzahlen zur Folge hat.
- ⑤ ist **RCM Beteiligungs AG** zwar wie B-A-L Germany in Sachsen bzw. Dresden tätig, jedoch wesentlich stärker von Verkaufserlösen abhängig und damit im Grunde als Immobilienhändler einzustufen, mit entsprechenden Konsequenzen auf die Ertragsentwicklung. Daneben geht die RCM Beteiligungs AG Beteiligungen ein, die nicht notwendigerweise im Immobilienbereich tätig sind.
- ⑤ bewirtschaftet **Sedlmayr Grund und Immobilien KGaA**, die ehemalige Gabriel Sedlmayr Spaten-Franziskaner Bräu KGaA, zwar Bestände an Wohn- und Gewerbeimmobilien in München und Stuttgart, ist jedoch mit 3.805 Wohnungen und einer vermietbaren Wohn-/Nutzfläche von rund 475.000 qm signifikant größer als B-A-L Germany.

- ☉ bewirtschaftet **Stinag Stuttgart Invest AG**, die ehemalige Stuttgart Hofbräu AG, zwar ein Immobilienportefeuille in Stuttgart, hat jedoch einen klaren Schwerpunkt auf Gewerbeimmobilien (Hotels, Büros sowie Senioren- und Pflegeheime).

TABELLE 6: BÖRSENNOTIERTE IMMOBILIENGESELLSCHAFTEN IN DEUTSCHLAND

Unternehmen	Wohnimmobilien	Gewerbeimmobilien	Sonstige	Bestandshaltung	HGB	IFRS	Land	Segment	Index
Accentro Real Estate AG							GER	Prime Standard	-
Adler Real Estate AG							GER	Prime Standard	-
ADO Properties S.A.							LUX	-	-
Agrob Immobilien AG							GER	-	-
Alstria Office REIT-AG							GER	Prime Standard	-
Aroundtown Property Holdings SA							LUX	Prime Standard	MDAX
<b>B-A-L Germany AG</b>							GER	-	-
BUWOG AG							AUT	-	-
CA Immo AG							AUT	-	-
Consus Real Estate AG							GER	-	-
Corestate Capital Holding S.A.							GER	Prime Standard	-
CPI Property Group S.A.							LUX	General Standard	-
CR Capital Real Estate AG							GER	-	-
Defama Deutsche Fachmarkt AG							GER	-	-
Demire Deutscher Mittelstand Real Estate AG							GER	Prime Standard	-
Deutsche EuroShop AG							GER	Prime Standard	-
Deutsche Grundstücksauktionen AG							GER	-	-
Deutsche Industrie REIT-AG							GER	-	-
Deutsche Konsum REIT-AG							GER	Prime Standard	-
Deutsche Real Estate AG							GER	General Standard	-
Deutsche Wohnen AG							GER	General Standard	SDAX
DIC Asset AG							GER	Prime Standard	SDAX
ERWE Immobilien AG							GER	General Standard	-
Eyemaxx Real Estate AG							GER	General Standard	-
Fair Value REIT AG							GER	General Standard	-
FCR Immobilien AG							GER	General Standard	-
Franconofurt AG							GER	-	-
<b>GAG Immobilien AG Vz.</b>							GER	-	-
Gateway Real Estate AG							GER	Prime Standard	-
German Values Property Group AG							GER	General Standard	-
GIEAG Immobilien AG							GER	-	-
Godewind Immobilien AG							GER	-	-
Grand City Properties S.A.							LUX	Prime Standard	SDAX
GSW Immobilien AG							GER	-	-
GxP German Properties AG							GER	-	-

QUELLE: SPHENE CAPITAL

TABELLE 6: BÖRSENNOTIERTE IMMOBILIENGESELLSCHAFTEN IN DEUTSCHLAND (FORTS.)

Unternehmen	Wohnimmobilien	Gewerbeimmobilien	Sonstige	Bestandshaltung	HGB	IFRS	Land	Segment	Index
Hamborner REIT AG							GER	Prime Standard	SDAX
Hasen-Immobilien AG							GER	-	-
Helma Eigenheimbau AG							GER	-	-
Immofinanz AG							AUT	-	-
InCity Immobilien AG							GER	-	-
Instone Real Estate Group AG							GER	Prime Standard	-
LEG Immobilien AG							GER	Prime Standard	MDAX
<b>Noratis AG</b>							GER	-	-
Patrizia AG							GER	Prime Standard	SDAX
Primag AG							GER	-	-
publity AG							GER	-	-
<b>RCM Beteiligungs AG</b>							GER	-	-
S IMMO AG							AUT	-	-
<b>Sedlmayr Grund und Immobilien KGaA</b>							GER	-	-
Stern Immobilien AG							GER	-	-
<b>Stinag Stuttgart Invest AG</b>							GER	-	-
TAG Immobilien AG							GER	Prime Standard	MDAX
TLG Immobilien AG							GER	-	-
TTL Beteiligungs- und Grundbesitz AG							GER	General Standard	-
VIB Vermögen AG							GER	-	-
Vonovia SE							GER	Prime Standard	DAX
Warimpex AG							AUT	-	-
WCM Beteil.- und Grundbesitz-AG							GER	General Standard	-

QUELLE: SPHENE CAPITAL

**Ermittlung des Kurs-Buchwert-Verhältnisses aus der Peergroup**

In nachfolgender Tabelle 7 haben wir die Kurs-Buchwert-Verhältnisse der Peergroup zusammengefasst:

TABELLE 7: PEERGROUP-MULTIPLES BÖRSENNOTIERTER WOHNIMMOBILIENBESTANDSHALTER

Unternehmen	Kurs (EUR)	K/BV 2023e (x)	K/BV 2024e (x)	K/BV 2025e (x)
GAG Immobilien AG Vz.	61,00	1,27x	1,26x	1,25x
Noratis AG	9,30	0,55x	0,55x	0,54x
RCM Beteiligungs AG	1,70	1,43x	1,41x	1,40x
Sedlmayr Grund und Immobilien KGaA	1.930,00	5,98x	5,92x	5,86x
Stinag Stuttgart Invest AG	14,20	1,40x	1,39x	1,37x
<b>Median</b>		<b>1,40x</b>	<b>1,39x</b>	<b>1,37x</b>
<b>Kursziel B-A-L Germany AG Vz. (EUR)</b>		<b>1,58</b>	<b>1,61</b>	<b>1,65</b>

QUELLE: BLOOMBERG, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Kursziele zwischen EUR 1,58 und EUR 1,65 je Aktie

Aus dem K/BV der kommenden drei Jahre lässt sich für B-A-L Germany ein Kursziel in einer Bandbreite zwischen EUR 1,58 und EUR 1,65 je Aktie ableiten.

Allerdings stufen wir die Ergebnisse nur als begrenzt aussagekräftig ein, da die Geschäftsmodelle der Vergleichsunternehmen mit dem von B-A-L Germany trotz der gewählten Eingrenzung nur zum Teil übereinstimmen. Da auch eine At-Cost-Bewertung nicht sinnvoll ist – B-A-L Germany erwirbt grundsätzlich keine Neubauten – sollte zu einer intrinsischen Unternehmensbewertungsmethode als zielführende Bewertungsmethode gewechselt werden.

### Katalysatoren für die Wertentwicklung

Wir sehen als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Unternehmenswertes von B-A-L Germany auf Sicht der kommenden sechs Monate...

- Ⓢ ...Meldung über Zukäufe in den angestammten Kernlagen, finanziert durch die Aufnahme weiteren Fremdkapitals;
- Ⓢ ...eine weitere Verringerung der Leerstandsquote von aktuell 4% auf 3% per Ende 2023e;

...und auf Sicht der kommenden zwölf bis 24 Monate:

- Ⓢ Meldungen über eine **Erhöhung des Vorzugskapitals**, so dass sich dieses wieder auf dem Niveau des Stammkapitals befindet,
- Ⓢ Tendenziell steigende Durchschnittsmieten;
- Ⓢ Weiteres Leveraging des Eigenkapitals, unter anderem durch die Aufnahme von Bankkrediten,
- Ⓢ Meldungen über einen **Komplettverkauf des Immobilienbestands** zu einem rechnerischen Gesamtwert in Höhe von EUR 4,973 Mio.
- Ⓢ Meldungen über eine **besser als von uns erwartete Ertragsentwicklung**.

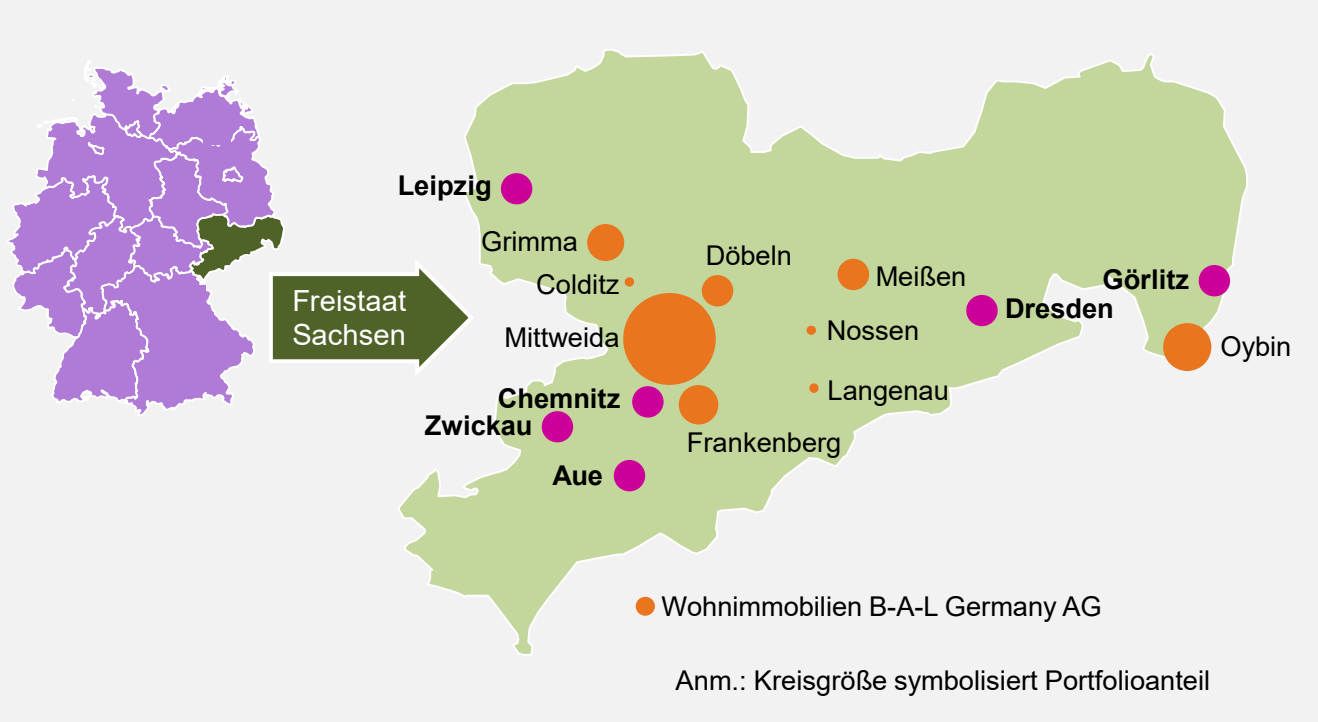
**Downside-Risiken für das Erreichen unseres Unternehmenswertes**

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir insbesondere folgende Schwächen und Downside-Risiken:

- Ⓢ **Verfehlung unserer Umsatz- und Ergebnisprognosen,**
- Ⓢ Mögliche Ertragsbelastungen aus **Einmaleffekten möglicher Maßnahmen zur Kapitalerhöhung,**
- Ⓢ Mögliche **Interessenskonflikte** des Alleinvorstands, etwa beim Einkauf von Immobilien,
- Ⓢ Beendigung der Tätigkeit einzelner Führungspersonen („**Key-Man-Risk**“),
- Ⓢ Regulatorische Eingriffe des Gesetzgebers („**Mietpreisbremse**“).

B-A-L Germany ist ein Bestandshalter von Wohnimmobilien mit regionaler Ausrichtung auf das Bundesland Sachsen. Dabei erwirbt B-A-L Germany keine Immobilienportefeuilles, sondern hat sich auf den kleinteiligen und damit arbeitsaufwendigen Erwerb von vermieteten Wohnimmobilien – Einzelwohnungen und kleinere Gebäude – in D-Lagen spezialisiert. Während diese Nische für die kapitalkräftigen börsennotierten Immobilienkonzerne nicht attraktiv ist, verfügen Privatpersonen entweder nicht über die erforderlichen finanziellen Mittel, um langfristig mit B-A-L Germany mitbieten zu können, oder nicht über die Kontakte zu den Wohnungsverkäufern, da B-A-L Germany Immobilien in der Regel erwirbt, bevor sie am Markt angeboten werden. Aufgrund dieser geringen Wettbewerbsintensität liegen die von B-A-L Germany bezahlten Einkaufspreise inklusive Kaufnebenkosten und durchgeführten Renovierungsmaßnahmen bei durchschnittlich unter EUR 600 je Quadratmeter. Angesichts durchschnittlicher Quadratmetermieten von EUR 7,00 und allenfalls temporären Leerständen erzielt B-A-L-Germany damit Mietrenditen im deutlich zweistelligen Prozentbereich. Aktuell umfasst das Immobilienportefeuille des Meißener Unternehmens rund 4.521 Quadratmeter.

ABBILDUNG 7: IMMOBILIENSTANDORTE B-A-L GERMANY



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Unternehmensprofil

Mit einer Wohnfläche von 4.521 Quadratmetern (07/2023) ist B-A-L Germany ein Bestandshalter von Wohnimmobilien. Regional liegt der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit im Freistaat Sachsen, insbesondere in den Städten Mittweida, Oybin, Frankenberg, Grimma, Döbeln und Meißen, wo das Unternehmen auch seinen Firmensitz hat. Im Fokus steht der handverlesene, kleinteilige Erwerb von vermieteten Wohnungen oder kleineren Gebäuden zu niedrigen Kaufpreisen, unter anderem aus Notverkäufen, wodurch B-A-L Germany auf sein Portfolio zweistellige Anfangsmietrenditen realisieren kann. Neubauten, Erbbaurechte, der Erwerb von Wohnungen mit Sozialbindung oder die Durchführung umfangreicher Sanierungsmaßnahmen sind dagegen im Geschäftsmodell nicht vorgesehen.



Durch seine Fokussierung auf die strukturschwächeren Regionen Sachsens ist es B-A-L Germany gelungen, aus unserer Sicht bemerkenswert niedrige Einkaufspreise zu bezahlen: Zum Jahresende 2022 lag das nach HGB zu Anschaffungs- und Herstellkosten inklusive Sanierungsaufwendungen bilanzierte Immobilienvermögen bei rund EUR 2,50 Mio. oder EUR 28.000 pro Wohneinheit. Hierdurch kann B-A-L Germany Kaltmieten aufrufen, die selbst in strukturschwachen Regionen eine vollständige Vermietung bei zweistelligen Mietrenditen wahrscheinlich machen.

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Bruttoerlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,170</b>	<b>0,262</b>	<b>0,296</b>	<b>0,300</b>	<b>0,378</b>	<b>0,427</b>	<b>0,454</b>
YoY	%	93,5%	54,5%	12,9%	1,4%	25,9%	13,0%	6,2%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,008	0,041	0,049	0,024	0,023	0,022	0,021
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,178</b>	<b>0,303</b>	<b>0,345</b>	<b>0,324</b>	<b>0,401</b>	<b>0,449</b>	<b>0,474</b>
YoY	%	93,1%	70,5%	14,0%	-6,1%	23,6%	11,9%	5,7%
Materialaufwand	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001
in % der Gesamtleistung	%	-0,3%	0,0%	0,0%	-0,4%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
<b>Rohertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,177</b>	<b>0,303</b>	<b>0,345</b>	<b>0,323</b>	<b>0,399</b>	<b>0,447</b>	<b>0,473</b>
YoY	%	96,4%	71,0%	14,0%	-6,4%	23,7%	12,0%	5,7%
in % der Gesamtleistung	%	99,7%	100,0%	100,0%	99,6%	99,7%	99,7%	99,7%
Personalaufwand	EUR Mio.	-0,010	-0,018	-0,011	-0,011	-0,011	-0,012	-0,012
in % der Bruttoerlöse	%	-5,8%	-6,9%	-3,6%	-3,8%	-3,0%	-2,7%	-2,6%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-0,358	-0,212	-0,251	-0,247	-0,270	-0,285	-0,289
in % der Bruttoerlöse	%	-210,9%	-80,9%	-84,9%	-82,2%	-71,4%	-66,8%	-63,7%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,191</b>	<b>0,072</b>	<b>0,083</b>	<b>0,065</b>	<b>0,118</b>	<b>0,151</b>	<b>0,172</b>
in % der Bruttoerlöse	%	-112,3%	27,6%	28,1%	21,6%	31,3%	35,3%	37,9%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,033	-0,059	-0,059	-0,057	-0,058	-0,059	-0,059
Amortisation	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,224</b>	<b>0,014</b>	<b>0,024</b>	<b>0,008</b>	<b>0,060</b>	<b>0,092</b>	<b>0,113</b>
YoY	%	121,3%	-106,2%	75,0%	-68,6%	697,9%	52,8%	22,4%
YoY	EUR Mio.	-0,123	0,238	0,010	-0,017	0,053	0,032	0,021
in % der Bruttoerlöse	%	-126,1%	4,6%	7,0%	2,3%	15,1%	20,6%	23,8%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	-0,007	-0,007	-0,009	-0,012	-0,020	-0,022	-0,022
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,231</b>	<b>0,007</b>	<b>0,015</b>	<b>-0,005</b>	<b>0,041</b>	<b>0,070</b>	<b>0,091</b>
in % der Bruttoerlöse	%	-130,2%	2,2%	4,4%	-1,5%	10,2%	15,7%	19,2%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	-0,002	-0,004	-0,005
in % des EBT	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%
<b>Nettoergebnis</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,234</b>	<b>0,002</b>	<b>0,009</b>	<b>-0,011</b>	<b>0,033</b>	<b>0,061</b>	<b>0,081</b>
in % der Bruttoerlöse	%	-1,318	0,006	0,028	-0,033	0,082	0,136	0,170
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Anzahl der Aktien	Mio.	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,12</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>0,03</b>	<b>0,04</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Immobilienportefeuille im Überblick

Ort	Straße	Baujahr	Erwerb	Vermietet seit	Jahresmiete (EUR)
Colditz	Ochsenfurter Strasse 6	2006	2018	01.02.2022	225,00
Döbeln	An der alten Gärtnerei 17	1995	2021	01.10.2022	360,00
Döbeln	Hainichener Str. 34	1994	2020	01.08.2020	320,00
Döbeln	Hainichener Straße 5	1910	2019	01.09.2023	265,00
Döbeln	Hainichener Straße 5	1910	2023	01.08.2023	365,00
Döbeln	Roßweiner Str. 12	1908	2022	01.04.2023	600,00
Döbeln	Roßweiner Str. 3	1880	2002	leerstehend	
Döbeln	Staupitzstrasse 17/ 18	1840	1996	01.01.2023	240,00
Döbeln	Staupitzstraße 17/ 18	1840	2019	01.01.2023	210,00
Döbeln	Straße des Friedens 14	1905	2019	01.01.2022	495,00
Döbeln	Straße des Friedens 14	1905	2019	15.02.2023	396,00
Döbeln	Straße des Friedens 14	1905	2019	01.03.2020	391,00
Döbeln	Straße des Friedens 14	1905	2019	15.10.2022	396,00
Döbeln	Straße des Friedens 14	1905	2019	01.03.2020	384,00
Döbeln	Straße des Friedens 14	1905	2019	leerstehend	
Döbeln	Straße des Friedens 14	1905	2019	leerstehend	
Döbeln	Wappenhenschstraße 16	1905	2014	01.01.2020	340,00
Döbeln	Weststraße 19	1995	2019	01.09.2019	460,00
Frankenberg	Am Sachsenpark 11	1998	2018	01.01.2022	331,00
Frankenberg	Am Sachsenpark 13	1998	2019	01.06.2023	230,00
Frankenberg	Am Sachsenpark 19	1996	2014	01.11.2019	221,00
Frankenberg	Am Sachsenpark 19	1996	1996	01.06.2020	335,00
Frankenberg	Sachsenburger Weg 1/ 2	1996	1996	01.01.2023	173,00
Frankenberg	Sachsenburger Weg 5/ 6	1995	2015	01.03.2023	372,00
Frankenberg	Sachsenburger Weg 5/ 6	1995	1995	01.11.2021	372,00
Grimma	Am Bieleborning 75	1995	2018	15.12.2018	510,00
Grimma	Am Bieleborning 75	1995	2018	leerstehend	
Grimma	Am Bieleborning 75	1995	1995	01.12.2020	330,00
Grimma	Obstandstrasse 39	1976	1995	01.12.2018	282,00
Königsbrück	Großenhainer Str. 31a	1995	2012	01.09.2022	306,00
Königsbrück	Großenhainer Str. 31a	1995	2012	01.05.2023	306,00
Langenau	Freistrasse 1	1959	2018	01.08.2022	282,00
Liebschützberg	Gartenweg 1	1992	2022	01.11.2022	190,00
Meissen	Neugasse 20	1900	1998	01.10.2021	245,00
Meissen	Neugasse 20	1900	1998	01.12.2019	315,00
Meissen	Nossener Str. 12	1900	1998	01.04.2023	380,00
Meissen	Poststraße 4	1905	1994	01.04.2022	160,00
Meissen	Poststraße 5	1879	2015	01.05.2023	248,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1994	2019	01.09.2014	160,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1994	2018	01.09.2022	160,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1994	2019	01.09.2022	168,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1994	2015	01.01.2023	315,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1994	2020	01.10.2020	175,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1993	2023	01.01.2023	160,00

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Immobilienportefeuille im Überblick

Ort	Straße	Baujahr	Erwerb	Vermietet seit	Jahresmiete (EUR)
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1993	2016	15.10.2020	160,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1993	2021	01.09.2021	160,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1993	2020	01.10.2020	160,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1993	2020	15.09.2020	160,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1993	2018	30.08.2018	190,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1993	2020	15.10.2020	160,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1994	2017	01.10.2020	175,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1994	2015	01.03.2023	232,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1994	2018	01.11.2022	160,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1994	2010	01.09.2022	160,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1994	2017	01.11.2022	168,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1994	2017	01.10.2022	160,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1994	2017	01.07.2017	160,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1994	2017	01.10.2022	160,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1994	2017	01.10.2021	160,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1994	2017	01.09.2021	160,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1994	1994	01.01.2021	160,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1994	2017	01.09.2021	160,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1994	2019	01.10.2022	278,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1994	2017	01.01.2023	585,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1994	2017	01.09.2022	160,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1994	1994	01.07.2023	185,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1994	2019	01.09.2022	225,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1994	1994	14.09.2022	160,00
Mittweida	Bahnhofstr. 39-43, Feldstr. 1-7	1994	2020	01.01.2023	488,00
Mügelin	Mügelner Str. 3	1933	1997	01.11.2022	708,00
Mühlberg	Boragker Straße 27 b	1967	2023	leerstehend	
Nossen	Lindenstraße 10	1900	2000	01.01.2023	375,00
Nossen	Lommatzscher Str. 38	1982	2023	leerstehend	
Nossen	Lommatzscher Str. 38	1982	1997	01.12.2022	240,00
Nossen	Lommatzscher Str. 38	1982	1997	01.12.2022	240,00
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	2010	leerstehend	
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	2010	01.02.2023	342,00
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	2010	01.02.2023	342,00
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	2010	01.02.2023	342,00
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	2010	01.02.2023	230,00
Oybin	Bürgerallee 2b	1970	2010	01.10.2021	230,00
Riesa	Friedrich-List-Str. 29	1910	2020	01.04.2022	400,00
Rosswein	Herrmannstr. 28c	1996	2019	01.05.2022	468,00
Rosswein	Herrmannstr. 28c	1996	1996	01.03.2020	468,00
Sachsenburg	Schönborner Str. 22-25	1964	2019	01.08.2022	362,00
Sachsenburg	Schönborner Str. 22-25	1964	2022	leerstehend	
Waldheim	Fröbelstraße 3	1995	2019	01.11.2022	212,00
Wermsdorf	OT Calbitz, Kötitzer Straße 3	1970	1995	01.09.2019	313,00

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Immobilienportefeuille im Überblick

Ort	Straße	Baujahr	Erwerb	Vermietet seit	Jahresmiete (EUR)
Wermsdorf	OT Luppä, Oststr. 3	1980	1995	01.09.2019	313,00
Wermsdorf	OT Luppä, Oststr. 9	1959	2023	leerstehend	

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Bilanz (Aktiva), 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,762</b>	<b>2,309</b>	<b>2,289</b>	<b>2,646</b>	<b>2,931</b>	<b>3,038</b>	<b>3,165</b>
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,051	0,035	0,022	0,010	0,000	0,000	0,000
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	1,711	2,266	2,268	2,498	2,931	3,038	3,165
davon Grundstücke	EUR Mio.	1,677	2,266	2,239	2,498	2,931	3,038	3,165
davon Andere Anlagen	EUR Mio.	0,002	0,001	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
davon Anlagen im Bau	EUR Mio.	0,033	0,000	0,028	0,000	0,000	0,000	0,000
Beteiligungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,000	0,007	0,000	0,138	0,000	0,000	0,000
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,276</b>	<b>0,288</b>	<b>0,343</b>	<b>0,487</b>	<b>0,389</b>	<b>0,350</b>	<b>0,303</b>
Vorräte	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
DIO	d	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,010	0,054	0,128	0,231	0,204	0,161	0,120
DSO	d	21,7	73,9	155,2	277,2	194,0	135,8	95,1
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,263	0,230	0,210	0,158	0,158	0,158	0,158
Liquide Mittel	EUR Mio.	0,002	0,004	0,005	0,097	0,027	0,030	0,025
davon verpfändet	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,015	0,018	0,012	0,010	0,000	0,000	0,000
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,053</b>	<b>2,615</b>	<b>2,644</b>	<b>3,142</b>	<b>3,320</b>	<b>3,387</b>	<b>3,468</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Passiva), 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,627</b>	<b>2,228</b>	<b>2,238</b>	<b>2,231</b>	<b>2,264</b>	<b>2,324</b>	<b>2,405</b>
Grundkapital	EUR Mio.	1,600	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Kapitalrücklage	EUR Mio.	0,360	0,560	0,560	0,560	0,560	0,560	0,560
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Verlustvortrag	EUR Mio.	-0,099	-0,333	-0,332	-0,322	-0,329	-0,296	-0,236
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	-0,234	0,002	0,009	-0,007	0,033	0,061	0,081
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonderposten mit Rücklageanteil	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,012	0,009	0,016	0,013	0,013	0,013	0,013
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,412</b>	<b>0,374</b>	<b>0,387</b>	<b>0,528</b>	<b>0,542</b>	<b>0,548</b>	<b>0,549</b>
Bankschulden	EUR Mio.	0,000	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	0,090	0,022	0,052	0,072	0,087	0,093	0,094
DPO	d	191,1	30,5	62,9	86,9	82,6	78,4	74,5
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,322	0,302	0,285	0,405	0,405	0,405	0,405
Verbindlichkeiten gegenüber assoziierten Unternehmen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,365</b>	<b>0,500</b>	<b>0,500</b>	<b>0,500</b>
Bankschulden	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,365	0,500	0,500	0,500
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,002	0,003	0,004	0,005	0,001	0,001	0,001
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,053</b>	<b>2,615</b>	<b>2,644</b>	<b>3,142</b>	<b>3,320</b>	<b>3,387</b>	<b>3,468</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	%	<b>85,8%</b>	<b>88,3%</b>	<b>86,6%</b>	<b>84,2%</b>	<b>88,3%</b>	<b>89,7%</b>	<b>91,3%</b>
Immaterielles Vermögen	%	2,5%	1,3%	0,8%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Sachanlagevermögen	%	83,4%	86,7%	85,7%	79,5%	88,3%	89,7%	91,3%
Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,3%	0,0%	4,4%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	%	<b>13,4%</b>	<b>11,0%</b>	<b>13,0%</b>	<b>15,5%</b>	<b>11,7%</b>	<b>10,3%</b>	<b>8,7%</b>
Vorräte	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	0,5%	2,1%	4,8%	7,4%	6,1%	4,8%	3,5%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	12,8%	8,8%	7,9%	5,0%	4,8%	4,7%	4,6%
Liquide Mittel	%	0,1%	0,2%	0,2%	3,1%	0,8%	0,9%	0,7%
davon verpfändet	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,7%	0,7%	0,5%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								



## Bilanz (Passiva, normalisiert), 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>79,2%</b>	<b>85,2%</b>	<b>84,6%</b>	<b>71,0%</b>	<b>68,2%</b>	<b>68,6%</b>	<b>69,3%</b>
Grundkapital	%	77,9%	76,5%	75,6%	63,6%	60,2%	59,0%	57,7%
Kapitalrücklage	%	17,5%	21,4%	21,2%	17,8%	16,9%	16,5%	16,1%
Währungsanpassungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verlustvortrag	%	-4,8%	-12,7%	-12,5%	-10,3%	-9,9%	-8,8%	-6,8%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzverlust/-gewinn	%	-11,4%	0,1%	0,4%	-0,2%	1,0%	1,8%	2,3%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionsrückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	0,6%	0,4%	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	%	<b>20,1%</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,6%</b>	<b>16,8%</b>	<b>16,3%</b>	<b>16,2%</b>	<b>15,8%</b>
Bankschulden	%	0,0%	1,9%	1,9%	1,6%	1,5%	1,5%	1,4%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	4,4%	0,9%	2,0%	2,3%	2,6%	2,7%	2,7%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	15,7%	11,6%	10,8%	12,9%	12,2%	12,0%	11,7%
Verbindlichkeiten gegenüber assoziierten Unternehmen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	11,6%	15,1%	14,8%	14,4%
Bankschulden	%	0,0%	0,0%	0,0%	11,6%	15,1%	14,8%	14,4%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Cashflow-Statement, 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-0,234	0,002	0,009	-0,011	0,033	0,061	0,081
Abschreibungen	EUR Mio.	0,033	0,059	0,059	0,057	0,058	0,059	0,059
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	-0,005	-0,044	-0,074	-0,104	0,027	0,043	0,041
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-0,036	0,034	0,020	0,052	0,000	0,000	0,000
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,004	-0,003	0,006	0,002	0,010	0,000	0,000
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	-0,004	-0,002	0,007	-0,003	0,000	0,000	0,000
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,036	-0,068	0,029	0,021	0,014	0,006	0,001
Δ Sonderposten	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,002	0,000	0,001	0,002	-0,004	0,000	0,000
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,204</b>	<b>-0,022</b>	<b>0,058</b>	<b>0,017</b>	<b>0,138</b>	<b>0,168</b>	<b>0,182</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	-0,047	0,015	0,014	0,011	0,010	0,000	0,000
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-0,744	-0,621	-0,053	-0,425	-0,354	-0,165	-0,187
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,791</b>	<b>-0,606</b>	<b>-0,039</b>	<b>-0,414</b>	<b>-0,343</b>	<b>-0,165</b>	<b>-0,187</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,995</b>	<b>-0,628</b>	<b>0,018</b>	<b>-0,397</b>	<b>-0,205</b>	<b>0,004</b>	<b>-0,005</b>
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,300	0,400	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,240	0,200	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	-0,051	0,050	0,000	0,365	0,135	0,000	0,000
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-0,008	-0,020	-0,017	0,120	0,000	0,000	0,000
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,004	0,000	0,000	0,000
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,482</b>	<b>0,630</b>	<b>-0,017</b>	<b>0,489</b>	<b>0,135</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	-0,513	0,002	0,001	0,092	-0,071	0,004	-0,005
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	0,516	0,002	0,004	0,005	0,097	0,027	0,030
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,002</b>	<b>0,004</b>	<b>0,005</b>	<b>0,097</b>	<b>0,027</b>	<b>0,030</b>	<b>0,025</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Auf einen Blick, 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Key Data</b>								
Umsatz	EUR Mio.	0,170	0,262	0,296	0,300	0,378	0,427	0,454
Rohertrag	EUR Mio.	0,177	0,303	0,345	0,323	0,399	0,447	0,473
EBITDA	EUR Mio.	-0,191	0,072	0,083	0,065	0,118	0,151	0,172
EBIT	EUR Mio.	-0,224	0,014	0,024	0,008	0,060	0,092	0,113
EBT	EUR Mio.	-0,231	0,007	0,015	-0,005	0,041	0,070	0,091
Nettoergebnis	EUR Mio.	-0,234	0,002	0,009	-0,011	0,033	0,061	0,081
Anzahl Mitarbeiter		1	1	1	1	1	1	1
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	7,80	1,60	1,46	1,35	1,10		
Kurs Tief	EUR	1,42	0,85	0,94	0,98	0,92		
Kurs Durchschnitt	EUR	3,41	1,18	1,16	1,07	0,98		
Kurs Schlusskurs	EUR	0,95	1,13	1,02	0,95	0,95	0,95	0,95
EPS	EUR	-0,12	0,00	0,00	-0,01	0,02	0,03	0,04
BVPS	EUR	0,81	1,11	1,12	1,12	1,13	1,16	1,20
CFPS	EUR	-0,10	-0,01	0,03	0,01	0,07	0,08	0,09
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Kursziel</b>	<b>EUR</b>							<b>2,12</b>
<b>Performance bis Kursziel</b>	<b>%</b>							<b>123,4%</b>
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>								
EBITDA-Marge	%	-112,3%	27,6%	28,1%	21,6%	31,3%	35,3%	37,9%
EBIT-Marge	%	-131,9%	5,3%	8,1%	2,5%	16,0%	21,6%	24,9%
EBT-Marge	%	-136,2%	2,5%	5,1%	-1,6%	10,8%	16,5%	20,1%
Netto-Marge	%	-137,9%	0,6%	3,2%	-3,6%	8,7%	14,3%	17,8%
FCF-Marge	%	-586,0%	-239,4%	6,1%	-132,3%	-54,3%	0,8%	-1,1%
ROE	%	-14,4%	0,1%	0,4%	-0,5%	1,4%	2,6%	3,3%
NWC/Umsatz	%	-47,0%	12,0%	25,6%	52,9%	31,0%	15,9%	5,7%
Pro-Kopf-Umsatz	EUR	170	262	296	300	378	427	454
Pro-Kopf-EBIT	EUR	-224	14	24	8	60	92	113
Capex/Umsatz	%	438,3%	236,9%	17,9%	141,6%	93,6%	38,6%	41,2%
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	93,5%	54,5%	12,9%	1,4%	25,9%	13,0%	6,2%
Rohertrag	%	96,4%	71,0%	14,0%	-6,4%	23,7%	12,0%	5,7%
EBITDA	%	113,8%	n/a	14,7%	-21,9%	82,2%	27,4%	14,1%
EBIT	%	121,3%	n/a	75,0%	-68,6%	697,9%	52,8%	22,4%
EBT	%	116,9%	n/a	128,2%	n/a	n/a	72,9%	29,4%
Nettoergebnis	%	124,4%	n/a	469,1%	n/a	n/a	85,8%	32,2%
EPS	%	45,8%	n/a	469,1%	n/a	n/a	85,8%	32,2%
CFPS	%	117,2%	-89,2%	n/a	-71,2%	730,3%	22,1%	7,9%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Auf einen Blick II, 2019-25e

HGB (31.12.)		2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	1,762	2,309	2,289	2,646	2,931	3,038	3,165
Umlaufvermögen	EUR Mio.	0,291	0,306	0,355	0,497	0,389	0,350	0,303
Eigenkapital	EUR Mio.	1,627	2,228	2,238	2,231	2,264	2,324	2,405
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,426	0,386	0,407	0,912	1,056	1,063	1,063
EK-Quote	%	79,2%	85,2%	84,6%	71,0%	68,2%	68,6%	69,3%
Gearing	%	0,1%	-2,0%	-2,0%	2,1%	-1,0%	-0,8%	-1,0%
Working Capital	EUR Mio.	-0,080	0,032	0,076	0,159	0,117	0,068	0,026
Capital Employed	EUR Mio.	1,682	2,333	2,365	2,667	3,048	3,106	3,191
Asset Turnover	x	0,083	0,100	0,112	0,096	0,114	0,126	0,131
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	1.000	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	15,6	3,2	2,9	2,7	2,2	-	-
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	2,8	1,7	1,9	2,0	1,8	-	-
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	6,8	2,4	2,3	2,1	2,0	-	-
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	1,9	2,3	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9
Nettofinanzposition	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	15,6	3,2	2,9	2,7	2,2	-	-
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	2,8	1,7	1,8	2,0	1,8	-	-
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	6,8	2,3	2,3	2,2	1,9	-	-
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	1,9	2,2	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	91,90	12,03	9,72	9,15	5,76	-	-
EV/Umsatz Tief	x	16,74	6,31	6,20	6,69	4,81	-	-
EV/Umsatz Durchschnitt	x	40,19	8,83	7,69	7,29	5,12	-	-
EV/Umsatz Schlusskurs	x	11,21	8,45	6,74	6,49	4,96	4,40	4,13
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	43,5	34,6	42,3	18,4	-	-
EV/EBITDA Tief	x	n/a	22,8	22,1	30,9	15,4	-	-
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	31,9	27,4	n/a	16,4	-	-
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	30,6	24,0	n/a	15,9	12,5	10,9
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	160,7	82,8	257,4	31,1	20,4	16,6
KGV Hoch	x	n/a	1917,8	307,5	n/a	67,1	-	-
KGV Tief	x	n/a	1018,9	198,0	n/a	56,1	-	-
KGV Durchschnitt	x	n/a	1414,4	244,3	n/a	59,7	-	-
KGV Schlusskurs	x	n/a	1354,5	214,8	n/a	57,9	31,2	23,6
KBV Schlusskurs	x	1,2	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
KCF Durchschnitt	x	n/a	n/a	40,3	128,8	14,2	n/a	n/a
FCF-Yield	%	-52,4%	-27,8%	0,9%	-20,9%	-10,8%	0,2%	-0,3%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Studie wurde erstellt durch die



Wettersteinstraße 4 | 82024 Taufkirchen bei München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

#### Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH innerhalb der Rechtsprechung der Bundesrepublik Deutschland erstellt und veröffentlicht. Sie ist nur für Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie dient nur zu allgemeinen Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis zur Verfügung gestellt. Sie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältigt oder an Dritte weitergegeben werden. **Die in dieser Studie behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren nicht geeignet sein, abhängig von dem jeweiligen Anlageziel und geplanten Anlagezeitraum oder der jeweiligen Finanzlage. Diese Studie kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.**

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in Anlagedingen verfügen, die unter Artikel 19(1) der „Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001“ (Verordnung über die Werbung für Finanzprodukte von 2001 im Rahmen des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte von 2000) (die „Verordnung“) fallen, oder (b) Unternehmen mit umfangreichem Vermögen, die unter Artikel 49(2)(A) bis (D) der Verordnung fallen, sowie sonstige Personen, an die das Dokument gemäß Artikel 49(1) der Verordnung rechtmäßig übermittelt werden darf (alle diese Personen werden zusammen als „Relevante Personen“ bezeichnet). Jede Person, bei der es sich nicht um eine Relevante Person handelt, sollte diese Studie und deren Inhalt nicht als Informations- oder Handlungsbasis betrachten.

Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Finanzinstruments des analysierten Unternehmens oder zum Abschluss eines Beratungsvertrags dar. Weder diese Studie noch irgendwelche Bestandteile darin bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitiger Verpflichtungen irgendeiner Art. Sphene Capital GmbH/mit ihr verbundene Unternehmen und die an der Erstellung der Studie beteiligten Mitarbeiter lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab sowie für Schäden, die entweder direkt oder als Folge der Verwendung von Informationen, Meinungen und Schätzungen in dieser Studie entstehen. Weder Sphene Capital GmbH/mit ihr verbundene Unternehmen noch die an der Erstellung der Studie beteiligten Mitarbeiter geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen der Verfasser dieser Studie, die im Zusammenhang mit deren Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH/mit verbundene Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Eine zukünftige Aktualisierung der Analyse und Empfehlung ist terminlich nicht festgelegt und ihr Zeitpunkt grundsätzlich nicht absehbar; sie erfolgt jedoch in der Regel im Anschluss an die Veröffentlichungen entsprechender Finanzberichte. Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in der Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

**Diese Studie wird über die branchenspezifischen Nachrichtenagenturen, Finanzportale und per E-Mail an alle interessierten professionellen Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.**

Zuständige Behörde ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin).

Bei den in dieser Studie genannten Wertpapierkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des dem jeweiligen Veröffentlichungstag vorangehenden Handelstages. Wird das Wertpapier nicht auf XETRA gehandelt, handelt es sich bei den in der Studie genannten Wertpapierkursen um den Schlusskurs des jeweiligen Börsenplatzes des dem Veröffentlichungstag der Studie vorangehenden Handelstages.

#### Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

**Buy:** Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.  
**Hold:** Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.  
**Sell:** Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

#### Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Unter der Risikoeinschätzung versteht Sphene Capital GmbH die geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von Sphene Capital prognostizierten Ergebnis aufgrund von unternehmens- oder marktspezifischen Gegebenheiten um mehr als 20% abweicht:

Risiko	Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit
Sehr hoch	>80%
Hoch	50-80%
Mittel	20-50%
Niedrig	<20%

#### Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958:

Gemäß § 85 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

- Ⓢ an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- Ⓢ in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- Ⓢ die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- Ⓢ in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging,
- Ⓢ mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- Ⓢ und mit diesem verbundene Unternehmen regelmäßig Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handeln,
- Ⓢ oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

**Sphene Capital GmbH verwendet für die Beschreibung der Interessenskonflikte gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 folgende Keys:**

- Key 1:** Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.
- Key 2:** Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.
- Key 3:** Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.
- Key 4:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.
- Key 5:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.
- Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.
- Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder eine ihr nahestehende Person/nahestehendes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
- Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisions-einnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.
- Key 11:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Nettoverkauf- oder -kaufposition, die die Schwelle von 0,5% des gesamten emittierten Aktienkapitals des Unternehmens überschreitet.
- Key 12:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen war bei einer öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Unternehmens federführend oder mitfederführend beteiligt.

**Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):**

Datum/Zeit:	Kursziel/Aktueller Kurs:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
18.07.2023/10:20 Uhr	EUR 2,12/EUR 0,95	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1, 8
19.01.2023/11:10 Uhr	EUR 2,58/EUR 1,02	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1, 8
08.08.2022/06:50 Uhr	EUR 2,30/EUR 0,98	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
18.07.2022/07:45 Uhr	EUR 2,30/EUR 1,06	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8

Ein Überblick über die Anlageempfehlungen der Sphene Capital GmbH ist abrufbar unter <http://www.sphene-capital.de>

**Erklärungen gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958:**

**Informationsquellen**

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenanbietern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

**Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter**

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatorenmodelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen. Die gewählten Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich die auch auf den einzelnen Modellen basierenden Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf oder 24 Monate ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

**Erklärung Compliance**

Sphene Capital GmbH hat intern regelmäßige Vorkehrungen getroffen, um Interessenskonflikten hinsichtlich des analysierten Unternehmens vorzubeugen und mögliche Interessenskonflikte offen zu legen. Alle an der Erstellung dieser Studie beteiligten Mitarbeiter unterliegen den internen Compliance-Regelungen der Sphene Capital GmbH. Die Vergütung der Mitarbeiter ist weder direkt noch indirekt mit der Erstellung dieser Studie verbunden. Verantwortlich für die Einhaltung dieser Vorkehrungen ist Susanne Hasler, [susanne.hasler@sphene-capital.de](mailto:susanne.hasler@sphene-capital.de).

**Informationsquellen**

Teile der für diese Studie erforderlichen Informationen wurden vom Emittenten des analysierten Wertpapiers zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus stützt sich diese Studie auf öffentlich zugängliche und als zuverlässig betrachtete Informationen (wie z.B. Bloomberg, Reuters, VWD-Trader und Presseinformationen). Sphene Capital GmbH hat diese Informationen auf Plausibilität, nicht aber auf Richtigkeit und Vollständigkeit überprüft.

**Erklärung der Ersteller der Studien**

Diese Studie wurde von dem/den auf der Titelseite genannten Research-Analysten erstellt. Die in dieser Studie geäußerten Ansichten spiegeln nicht in jedem Fall die Meinung der Sphene Capital GmbH/einem mit ihr verbundenen Unternehmen wider. Der/die Analyst(en) ist/sind allein für die in diesem Bericht geäußerten Meinungen und Einschätzungen verantwortlich. Der/die Verfasser dieser Studie bestätigen, dass alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen seinen/ihren Ansichten entsprechen. Die Vergütung des/der Verfasser dieser Studie des hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Empfehlungen oder Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen. Die Einschätzungen des/der Verfasser(s) dieser Studie wurden zu keinem Zeitpunkt durch den Emittenten beeinflusst. Teile dieser Studie können dem Emittenten vor der Veröffentlichung zu Informationszwecken zugesendet worden sein, ohne dass im Anschluss jedoch wesentliche Änderungen vorgenommen wurden.

Diese Studie wurde am 18.07.2023 um 09:30 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 0,95.