

GBC Research Anno

DN Deutsche Nachhaltigkeit AG



Deutsche
Nachhaltigkeit

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 15

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“

DN Deutsche Nachhaltigkeit AG ^{*5a,11}

Neuausrichtung des Geschäftsmodells auf Impact Investing

Branche: Finance (Investment company)

Fokus: Impact Investing

Gründung: 2012

Mitarbeiter: 4 (11.06.2025)

Firmensitz: Frankfurt am Main

Vorstand: Ole Nixdorff,
Dr. Andreas Rickert

Die DN Deutsche Nachhaltigkeit investiert in Impact-Unternehmen mit hohen Wachstumschancen in Zukunftsbranchen wie AI, Mobilität, zirkuläre Ökonomie, Ernährung, Gesundheit und Energie und begleitet diese bei Börsengängen. Dabei ist die Deutsche Nachhaltigkeit einer der führenden Anbieter bei der Beratung von Börsengängen und Kapitalmarkttransaktionen und verbindet ESG-Unternehmen mit internationalen institutionellen Investoren. Die Deutsche Nachhaltigkeit verfolgt somit eine nachhaltige und börsenrelevante Strategie und berät ihre Portfoliopartner bankenunabhängig zu allen Instrumenten des Kapitalmarktes.

in Mio. €	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023	GJ 2024
Umsatz	0,50	0,48	0,10	0,14
Sonstige Erträge	8,32	13,29	71,93	199,13
Erträge aus Wertpapieren/Zinserträge	3,07	3,67	4,38	5,18
Jahresüberschuss	6,72	11,98	19,36	20,19
Gewinn je Aktie	0,15	0,27	0,44	0,46
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00
Eigenkapital	233,49	245,47	264,83	285,02
Anteile an Unternehmen	141,36	146,94	213,96	280,94
Wertpapiere	56,29	67,44	41,28	15,13

Investment Case

- DN Deutsche Nachhaltigkeit AG hat im vergangenen Jahr das Geschäftsmodell neu ausgerichtet. Der Fokus liegt aktuell auf Beteiligungen aus dem Bereich „Impact Investing“, also auf Unternehmen, die eine positive Auswirkung auf Umwelt und/oder Gesellschaft haben.
- Nach der Veräußerung der Beteiligung an der publiity AG ist die More Impact AG aktuell die wesentliche Beteiligung der DN AG. Diese Beteiligung verfügt über eine neuartige Inhalator-Technologie sowie über Patente zu einer nadellosen Spritze.
- Eine weitere Beteiligung ist die First Move! AG, für die allerdings die Eintragung der Sachkapitalerhöhung aussteht. First Move! AG verfügt über eine automatisierte Parkhaustechnologie, mit der die Nutzung von Parkräumen deutlich optimiert wird.
- Die operative Entwicklung 2024 war vom Bewertungsanstieg der Beteiligung More Impact AG geprägt, dem jedoch Aufwendungen aus der Veräußerung der publiity-Beteiligung gegenüberstehen. Unterm Strich erhöhte sich das Nachsteuerergebnis leicht auf 20,19 Mio. € (VJ: 19,36 Mio. €).
- Im Rahmen der NAV-Bewertung haben wir einen fairen Wert in Höhe von 6,42 € je Aktie ermittelt. Wir vergeben das Rating KAUFEN.

Rating: KAUFEN
Kursziel: 6,42 EUR

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs vom 25.07.25	5,10 EUR
Börsenplatz	XETRA
ISIN	DE000A3DW408
WKN	A3DW40
Aktienzahl (in Mio.)	44,06
MCap (in Mio. EUR)	224,71

Transparenzlevel	Freiverkehr
Marktsegment	Börse Düsseldorf
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	HGB

Aktionärsstruktur

SP1 Equity GmbH	84,5%
Free Float	15,5%

Finanztermine

August 2025	Halbjahreszahlen 2025
November 2025	Eigenkapitalforum

Analysten

Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)
Marcel Goldmann (goldmann@gbc-ag.de)

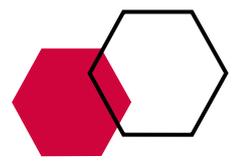
Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
-
** oben aufgeführte Researchstudien können unter
www.gbc-ag.de eingesehen werden

Fertigstellung: 28.07.2025 (11:47 Uhr)
Erste Weitergabe: 28.07.2025 (14:30 Uhr)

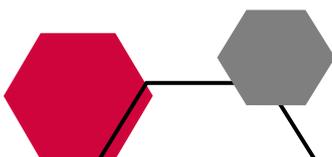
Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2025

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 16



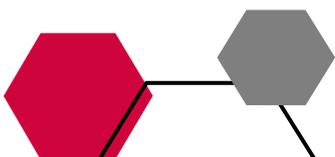
EXECUTIVE SUMMARY

- Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat die DN Deutsche Nachhaltigkeit AG (DN AG) eine Neuausrichtung ihres Geschäftsmodells vorgenommen. Aktuell wird der Fokus der Gesellschaft mit dem Begriff „Impact Investing“ beschrieben. Das bedeutet, dass künftig Beteiligungen an Unternehmen eingegangen werden, die neben Renditeaspekten auch positive soziale oder ökologische Auswirkungen haben. Als mögliche Zukunftsbranchen hat die DN Deutsche Nachhaltigkeit AG die Bereiche KI, Mobilität, zirkuläre Ökonomie, Ernährung, Gesundheit und Energie ausgemacht.
- Die neue Unternehmensstrategie spiegelt sich auch in einer grundlegenden Änderung des Beteiligungsportfolios wider. Bis zum Geschäftsjahr 2024 war die publity AG, die im Bereich der Immobilieninvestments tätig ist, die wesentliche Beteiligung der Gesellschaft. Im Zuge der neuen Strategie wurde sie an die Olek Capital GmbH veräußert. Derzeit umfasst das Portfolio die First Move! AG, die More Impact AG und die EasyMotionSkin Tec AG und damit drei wesentliche Beteiligungen.
- Die börsennotierte Beteiligung More Impact AG ist ein High-Tech-Medical-Hub, der über eine Inhalator-Technologie verfügt. Mit dieser können Raucher von einer schrittweisen Nikotinentwöhnung profitieren. Eine weitere Technologie ist die nadellose Spritze „Speedinject“, die Patienten mit Nadelphobie oder chronischem Injektionsbedarf helfen kann. Die Anteile an der First Move! AG wurden zwar schon auf die DN AG übertragen, die Eintragung der Sachkapitalerhöhung steht jedoch noch aus. Die First Move! AG verfügt über eine patentierte automatisierte Parkhaustechnologie, die die Nutzung von Parkräumen deutlich optimiert. Schließlich stellt die EasyMotionSkin Tec AG als dritte wesentliche Beteiligung Hightech-Anzüge mit integrierten EMS-Geräten für die Fitness- und Gesundheitsbranche her.
- Die operative Entwicklung des abgelaufenen Geschäftsjahres 2024 war von der Umsetzung der neuen Strategie geprägt. Einerseits weist die Gesellschaft Gesamterträge in Höhe von 204,45 Mio. € (VJ.: 76,41 Mio. €) aus, die insbesondere aus einem Bewertungsanstieg der Beteiligung More Impact AG resultieren. Demgegenüber stehen jedoch deutlich höhere sonstige betriebliche Aufwendungen, die im Zusammenhang mit dem Verkauf von publity unter dem Buchwert stehen dürften. Das Nachsteuerergebnis in Höhe von 20,19 Mio. € (VJ.: 19,36 Mio. €), das maßgeblich aus Bewertungserträgen stammt, lag auf dem Vorjahresniveau.
- Wir haben den fairen Wert der Deutsche Nachhaltigkeit AG im Rahmen eines NAV-Ansatzes ermittelt. Der Net Asset Value (NAV) bzw. Substanzwert stellt das wirtschaftliche Eigenkapital dar, das sich aus den Marktwerten der Vermögenswerte abzüglich des Fremdkapitals ergibt. Die Anteile an verbundenen Unternehmen, die ausschließlich auf die More Impact AG entfallen, stellen mit 280,93 Mio. € dabei den mit Abstand größten Aktivposten der Gesellschaft dar. Zuzüglich weiterer Vermögensgegenstände (Beteiligung an EasyMotion, eigene Anleihen) sowie abzüglich der zinstragenden Verbindlichkeiten und der Overheadkosten haben wir einen fairen Unternehmenswert in Höhe von 282,62 Mio. € ermittelt. Je Aktie entspricht dies 6,42 €. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs von 5,10 € vergeben wir das Rating „KAUFEN“.



INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	3
Unternehmen.....	5
Geschäftsmodell	5
Beteiligungsportfolio.....	5
Markt und Marktumfeld.....	8
Weltweiter MedTech-Markt.....	8
Markt für automatisierte Parkplatzlösungen	8
Marktumfeld für Impact Investing	9
Geschäftsentwicklung 2024.....	10
Entwicklung der Gesamterträge 2024	10
Ergebnisentwicklung 2024	11
Bilanzkennzahlen zum 31.12.2024	12
Bewertung	14
Anhang.....	15



UNTERNEHMEN

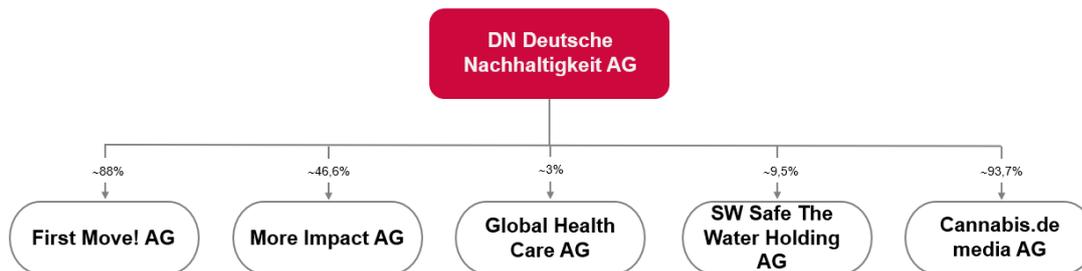
Geschäftsmodell

Die DN Deutsche Nachhaltigkeit AG (kurz: DN AG) ehemals NEON Equity AG, hat im abgelaufenen Geschäftsjahr ihr Geschäftsmodell neu ausgerichtet. Der Fokus der Gesellschaft wird aktuell als „Impact Investing“ beschrieben. Das bedeutet, dass künftig vornehmlich Beteiligungen an Unternehmen eingegangen werden, die in Zukunftsbranchen tätig sind. Als mögliche Zukunftsbranchen hat die DN AG die Bereiche KI, Mobilität, zirkuläre Ökonomie, Ernährung, Gesundheit und Energie ausgemacht. Im Rahmen des Geschäftsmodells sollen Unternehmen, die dem neu definierten Investitionsfokus entsprechen, an den Kapitalmarkt begleitet werden und es sollen Investitionen in diese Unternehmen getätigt werden.

Beteiligungsportfolio

Das Beteiligungsportfolio der DN AG umfasst derzeit drei wesentliche Investments, wobei die First Move! AG sowie die im Geschäftsjahr 2023 eingegangene Beteiligung in die More Impact AG (kurz: More Impact) von wesentlicher Bedeutung für die Gesellschaft sind. Gleichzeitig repräsentieren beide Beteiligungen sowie die Minderheitsbeteiligung an der EasyMotionSkin Tec AG den neuen, auf nachhaltige Geschäftsmodelle ausgerichteten Investitionsansatz der Gesellschaft.

Vereinfachte Organisationsstruktur wesentlicher Beteiligungsverhältnisse



Quelle: DN Deutsche Nachhaltigkeit AG; GBC AG

Bis zum Geschäftsjahr 2024 war die pubilty AG, die im Bereich der Immobilieninvestments tätig ist, die wesentliche Hauptbeteiligung der DN AG. Im Zuge der Anpassung der Investitionsstrategie wurde diese im November 2024 vollständig an die Olek Capital GmbH für einen Verkaufspreis von rund 9 Mio. € veräußert. Der Verkaufspreis wurde durch die Rückgabe von Anleihen der NEON Equity AG (DE000A383C76), die sich im Besitz des Käufers befanden, im entsprechenden Gegenwert beglichen.

Darüber hinaus wurde im abgelaufenen Geschäftsjahr 2024 ebenfalls die 33-%ige Beteiligung an der OA 22 GmbH veräußert. Auch diese Gesellschaft war im Immobilienbereich tätig und entsprach nicht mehr dem Investitionsfokus der DN AG. Laut Unternehmensangaben wurde ein Verkaufspreis oberhalb des Buchwerts erzielt, wodurch ein Ergebniseffekt im einstelligen Millionen-Euro-Bereich erreicht wurde. Eine nähere Bezifferung dieses Ergebniseffektes lässt sich aus den vorliegenden Unterlagen nicht herleiten.

First Move! AG

Die DN AG beabsichtigt, 88 % der Aktien der First Move! zu erwerben. AG. Die Aktien sollen im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung von der Großaktionärin SP1 Equity GmbH erworben werden. Als Gegenleistung plant die Gesellschaft, 11,53 Millionen neue Aktien an die SP1 zu gewähren. Bei einem unterstellten Aktienkurs von 6,80 € entspricht dies einem Gesamtwert von 78,40 Mio. €. Zwar sind die Anteile der First Move! AG mit wirtschaftlicher Wirkung auf die DN AG bereits im Februar 2025 übergegangen, die Eintragung der Durchführung der Sachkapitalerhöhung steht jedoch noch aus.

Die First Move! AG verfügt über eine patentierte automatisierte Park- und Parkhaustechnologie, wodurch die Nutzung von Parkräumen deutlich optimiert wird. Durch die Automatisierung entfällt die in regulären Parkhäusern notwendige Infrastruktur wie Rampen, Rangierflächen, Treppenhäuser etc., was zu einer deutlichen Steigerung der Flächeneffizienz führt. Mögliche Kunden der Gesellschaft sind Real Estate Developer, Logistikunternehmen, Parkhausbetreiber oder Immobilieneigentümer. Laut Unternehmensangaben stehen die ersten Projekte in Abu Dhabi sowie in Deutschland kurz vor Vertragsabschluss.

More Impact AG

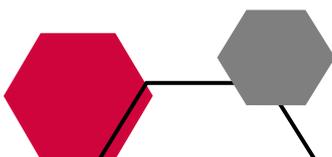
Die More Impact AG (ehemals AEE Gold AG), ein an der Börse notiertes Unternehmen, bezeichnet sich selbst als High-Tech Medical Hub. Der Fokus liegt auf der Entwicklung und Unterstützung von Unternehmen im medizinischen Umfeld. Neben der Vermarktung von Produktinnovationen konzentriert sich die Gesellschaft auch auf strategische Zu- und Verkäufe von Unternehmen. Beispiele dafür sind der Erwerb der BG Braingate Technology GmbH im Juli 2024 und der Erwerb der The Unternehmensberatung GmbH im Dezember 2024, die jeweils im Rahmen von Sachkapitalerhöhungen erfolgten und den Bewertungsansatz der More Impact AG auf rund 270 Mio. € angehoben haben.

Der wesentliche Vermögensgegenstand der BG Braingate Technology GmbH ist ein entwickeltes und angemeldetes Patent für eine Zigarettenpräparationsvorrichtung, womit die Aufnahme von Schadstoffen beim Rauchen vermieden wird. Die gleiche Technologie soll beim Cannabis-Konsum angewendet werden. Die Technologie trägt den Namen Z-Boxx und soll Raucher dabei unterstützen, ihren Nikotinbedarf zu reduzieren, bis hin zur vollständigen Rauchentwöhnung.

Ein weiteres Asset der More Impact AG ist die nadellose Injektionstechnologie Speedinject, die innerhalb der Tochtergesellschaft The Key Unternehmensberatung GmbH entwickelt wurde und für die kürzlich eine Patenterteilung in den USA erfolgt ist. Mittels eines elektromagnetisch angetriebenen Systems können Injektionen nadellos intramuskulär verabreicht werden. Damit eignet sich die Technologie besonders für Patienten mit Nadelphobie oder chronischem Injektionsbedarf. Vor dem Hintergrund des aktuellen Gewichtsreduktionstrends könnte sie insbesondere auf eine hohe Nachfrage stoßen. Die Markteinführung ist für Ende 2025 geplant.

Global Health Care AG (alt: EasyMotionSkin Tec AG)

Die an der Börse München notierte Gesellschaft stellt Hightech-Anzüge mit integrierten EMS-Geräten für die Fitness- und Gesundheitsbranche her. Als Premiumprodukt „Made in Germany“ stellt Global Health Care AG einen Meilenstein in der Digitalisierung des Fitnesssektors dar und erweitert sein Portfolio kontinuierlich um innovative Produktlösungen. Damit positioniert sich das Unternehmen als Vorreiter unter den zukunftsorientierten Technologieanbietern im globalen Gesundheits- und Lifestyle-Segment.



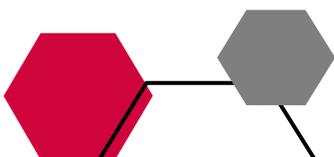
Zum Portfolio der Global Health Care AG gehört auch die Milion Industries, einem Produzenten von elektronisch gesteuerten Trainingsgeräten, die weltweit in Fitnessstudios und Gesundheitseinrichtungen zum Einsatz kommen

SW Save The Water Holding AG

Im Mai 2025 hat die DN AG im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung 9,5 % an der SW Save The Water Holding AG erworben. Die Gesellschaft hat bislang noch keine Umsätze erwirtschaftet, befindet sich jedoch in der Endphase der Entwicklung ihres Kernprodukts „Soapeya“. Dabei handelt es sich um eine Seife, die ohne Wasser auskommt und dennoch eine effektive Reinigung ermöglichen soll. Mit dieser Technologie soll eine Alternative zur herkömmlichen Handhygiene auf den Markt gebracht werden, die insbesondere in Situationen ohne Zugang zu sauberem Wasser zum Einsatz kommen soll. Im Fokus stehen Endverbraucher, Unternehmen, Gesundheitseinrichtungen und Organisationen. In Zusammenarbeit mit Universitäten sollen Formulierungen wasserfreier Hygieneprodukte entwickelt werden. Denkbar wäre eine Ausweitung der Produktpalette um Artikel für die Kosmetik-, Militär-, Outdoor- und Medizinbranche.

Cannabis.de media AG

Seit Dezember 2024 ist die DN AG mit einer Beteiligungsquote von 93,7 % Hauptaktionärin der Cannabis.de Media AG. Die operative Tätigkeit dieser Beteiligung befindet sich derzeit noch im Aufbau. Dabei plant die Gesellschaft, noch im zweiten Halbjahr 2025 eine Beteiligung an einer jungen deutschen Gesellschaft einzugehen, die Patente im Bereich der Herstellung nachhaltiger Stoffe hält.



MARKT UND MARKTUMFELD

Abgeleitet aus den zwei wesentlichen Beteiligungen der DN AG, der More Impact AG und der First Move! AG haben wir im nachfolgenden Marktumfeld die Marktpotenziale im Bereich MedTech sowie für den Bereich der automatisierten Parkplatzlösungen näher beleuchtet.

Weltweiter MedTech-Markt

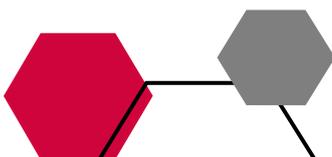
Der weltweite Markt für Medizintechnologie (MedTech) verzeichnet ein dynamisches Wachstum. Laut Fortune Business Insights wird das globale Marktvolumen im Jahr 2023 auf rund 536 Milliarden US-Dollar geschätzt. Prognosen von KPMG zufolge soll dieser Wert bis 2030 bei einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum (CAGR) von über 5 % auf etwa 800 Milliarden US-Dollar ansteigen.

Diese Entwicklung wird von mehreren strukturellen Faktoren angetrieben. An erster Stelle steht der demografische Wandel. Eine alternde Weltbevölkerung führt zu einem höheren Bedarf an medizinischer Versorgung und somit zu einer steigenden Nachfrage nach innovativer Medizintechnik. Gleichzeitig befeuern technologische Fortschritte, etwa im Bereich bildgebender Verfahren, robotergestützter Chirurgie oder KI-gestützter Diagnostik, die Entwicklung neuer Produkte und Dienstleistungen. Auch die zunehmende Digitalisierung des Gesundheitswesens wirkt als starker Wachstumstreiber, wobei insbesondere die Bereiche Telemedizin, personalisierte Medizin und vernetzte Gesundheitslösungen neue Effizienzpotenziale und Anwendungsmöglichkeiten eröffnen dürften. Hinzu kommen die steigende Verbreitung chronischer Erkrankungen sowie der Ausbau der Gesundheitsinfrastruktur in Schwellen- und Entwicklungsländern. Insgesamt präsentiert sich der globale MedTech-Markt somit als zukunftssträchtiger Sektor mit hohem Innovationsgrad und langfristigem Wachstumspotenzial, an dem die DN AG über die Tochtergesellschaft More Impact AG partizipieren dürfte.

Markt für automatisierte Parkplatzlösungen

Auch der Markt für automatisierte Parkplatzlösungen, der von der Tochtergesellschaft First Move! AG adressiert wird, weist hohe Wachstumsraten auf. Ausgehend von einem weltweiten Marktvolumen von 3,51 Mrd. US-Dollar, das die beachtliche Größe dieses Marktes verdeutlicht, soll bis 2032 ein Anstieg auf 8,37 Mrd. US-Dollar erreicht werden. Dies entspräche einem CAGR von rund 10 % (Quelle: Fortune Business Insights). In anderen Studien lassen sich ähnliche Wachstumsraten erkennen, die insbesondere durch eine zunehmende Nachfrage nach effizienten Parklösungen in Ballungsgebieten getrieben werden.

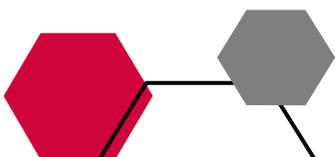
Als wesentlicher Wachstumstreiber wird eine zunehmende Urbanisierung bei einem gleichzeitigen Anstieg der Fahrzeugzulassungen genannt. Immer mehr Fahrzeuge konkurrieren um begrenzten Parkraum. Fortschritte in den Bereichen IoT, Robotik und 5G ermöglichen intelligente Parksysteme, und im Rahmen weltweiter City-Initiativen werden zunehmend automatisierte Parkhäuser integriert, um Verkehrsstaus und die Parkplatzsuche effizienter zu gestalten. (Quelle: marketsandmarkets.com). Schließlich gelten automatisierte Parksysteme als besonders nachhaltig, da sie zu einer Reduktion der Emissionen (weniger Suchverkehr) führen und deutlich weniger Fläche benötigen als konventionelle Parkhäuser.



Marktumfeld für Impact Investing

Im Zuge neuer Beteiligungen könnte die DN AG auch andere Marktsegmente ansprechen. Grundsätzlich werden neue Beteiligungen unter dem Gesichtspunkt des Impact Investing eingegangen, d. h. es werden Investments getätigt, die neben Renditegesichtspunkten auch ökologische oder soziale positive Auswirkungen haben. Solche Investments dürften von einem besonders hohen Wachstum geprägt sein, speziell vor dem Hintergrund der bestehenden regulatorischen Rahmenbedingungen sowie der stärkeren Ausrichtung der Investoren auf nachhaltige Aspekte. Globale Nachhaltigkeitsagenden wie die Sustainable Development Goals (SDG) der Vereinten Nationen erhöhen den Druck zu mehr nachhaltigen Anlageprodukten. Durch die höhere Standardisierung beim Reporting und bei der Impact-Messung lässt sich der Impact-Gedanke zudem besser in die Investmententscheidung einbeziehen.

Angesichts dessen soll das globale Impact-Investing-Volumen bis 2030 auf bis zu 4,5 Billionen US-Dollar ansteigen, was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 18,6 % (2023–2030) entsprechen würde (Quelle: gii.tw). Auch andere konservative Szenarien sehen für diesen Marktbereich ein Volumenwachstum mit zweistelligen Wachstumsraten voraus. Die DN AG ist damit auch aus der Perspektive der übergeordneten Marktbetrachtung in einem allgemein sehr wachstumsstarken Umfeld tätig.



GESCHÄFTSENTWICKLUNG 2024

GuV in Mio. €	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023	GJ 2024
Umsatz	0,50	0,48	0,10	0,14
Sonstige betriebliche Erträge	8,32	13,29	71,93	199,13
Erträge aus Wertpapieren/Zinserträge	3,07	3,67	4,38	5,18
Gesamterträge	11,89	17,45	76,41	204,45
Operative Kosten	4,97	4,50	3,14	182,67
Zinsaufwand	0,16	0,00	0,18	1,55
Jahresüberschuss	6,72	11,98	19,36	20,19

Quelle: DN Deutsche Nachhaltigkeit AG; GBC AG

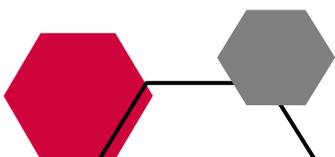
Das Umsatz- und Ergebnisbild der DN AG wird typischerweise von Wertpapiererträgen (Zins- und Dividendenerträge) sowie von sonstigen betrieblichen Erträgen dominiert. Im kleineren Umfang weist die Gesellschaft Beratungserlöse auf, die im Zusammenhang mit erbrachten Beratungsleistungen gegenüber den Beteiligungsgesellschaften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

- **Umsatzerlöse:** in den Umsatzerlösen sind die Beratungsleistungen gegenüber den Portfoliounternehmen enthalten. Die Beratungsleistungen stehen dabei im Zusammenhang mit der kapitalmarktfähigen Entwicklung der Portfoliounternehmen sowie der Kapitalbeschaffung (IPO, Kapitalerhöhung, Anleiheemission).
- **Sonstige betriebliche Erträge:** hier sind unter anderem Erlöse aus den Veräußerungen von gehaltenen Wertpapieren enthalten. Darüber hinaus war dieser GuV-Posten in den vergangenen Jahren insbesondere von Erlösen im Zusammenhang mit der Einbringung neuer Gesellschaften geprägt.
- **Erträge aus Beteiligungen/Wertpapieren/Zinserträgen:** soweit die Emittentin den Portfoliounternehmen Fremdkapital zur Verfügung stellt, werden Zinserträge erwirtschaftet.

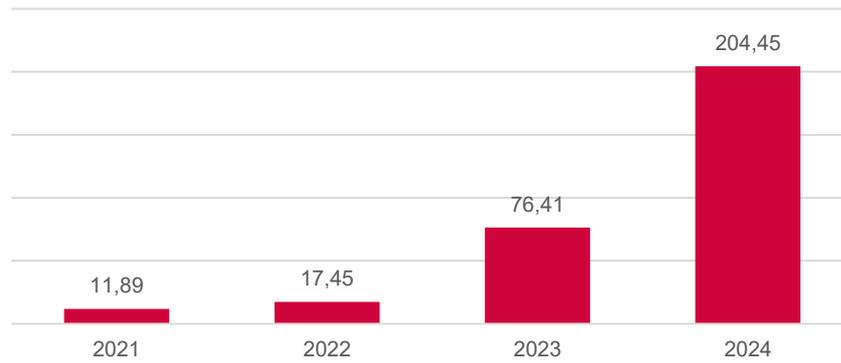
Entwicklung der Gesamterträge 2024

Die DN AG verzeichnet für das abgelaufene Geschäftsjahr 2024 zum zweiten Mal in Folge einen starken Anstieg der Gesamterträge auf 204,45 Mio. € (VJ.: 76,41 Mio. €). Wie bereits im Geschäftsjahr 2023 ist diese positive Entwicklung auf den erneut starken Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge auf 199,13 Mio. € (VJ.: 71,93 Mio. €) zurückzuführen. In unserer Interpretation hängt diese Entwicklung in erster Linie mit einem Bewertungsanstieg der Beteiligung More Impact AG zusammen, deren bilanzieller Wertansatz innerhalb des Geschäftsjahres 2024 auf 280,94 Mio. € (VJ.: 70,41 Mio. €) angestiegen ist, was einem Anstieg von 210,53 Mio. € entspricht. Dies erklären wir uns mit den im zweiten Halbjahr 2024 im Rahmen von Sachkapitalerhöhungen erfolgten Einbringungen der BG Braingate Technology GmbH und der The Key Unternehmensberatung GmbH.

Parallel dazu weist die DN AG Wertpapiererträge in Höhe von 5,02 Mio. € (VJ.: 4,11 Mio. €) aus. Hier dürften noch Zinszahlungen der im Jahr 2024 gehaltenen publicly-Unternehmensanleihe enthalten sein, die zum 31.12.2024 vollständig veräußert wurde.



Entwicklung Gesamterträge (in Mio. €)

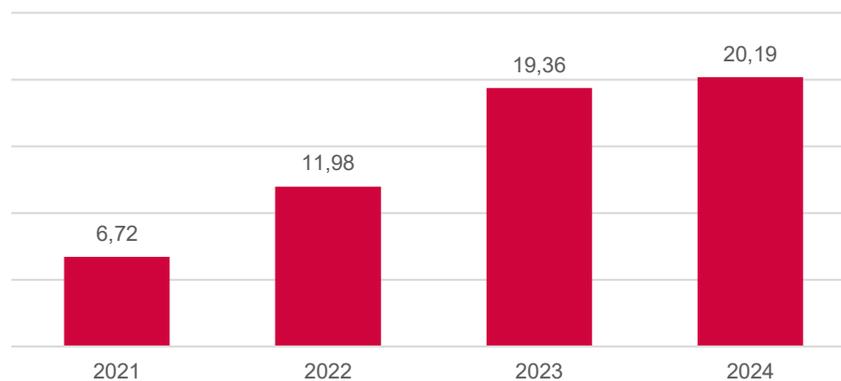


Quelle: DN Deutsche Nachhaltigkeit AG; GBC AG

Ergebnisentwicklung 2024

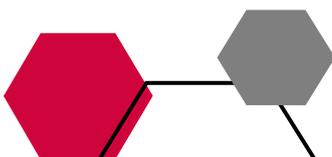
Dem starken Anstieg der Gesamterträge steht ein nahezu ebenso starker Anstieg der Gesamtaufwendungen gegenüber. Letztere waren insbesondere von spürbar erhöhten sonstigen betrieblichen Aufwendungen in Höhe von 182,08 Mio. € (VJ.: 2,51 Mio. €) geprägt. Ende des Geschäftsjahres 2024 hatte die DN AG die Beteiligung an der publity AG für einen Kaufpreis in Höhe von rund 9 Mio. € vollständig veräußert. Ende des Geschäftsjahres 2023 belief sich der aktivierte Buchwert der gehaltenen publity-Aktien mit 142,96 Mio. € deutlich oberhalb des erzielten Kaufpreises, was einen ergebniswirksamen Buchwertverlust nach sich zog. Die Veräußerung zum niedrigeren Kaufpreis erfolgte einerseits vor dem Hintergrund der Fokussierung auf den Bereich Impact Investing. Andererseits stand zum Verkaufszeitpunkt die wichtigste publity-Beteiligung PREOS kurz vor der Eröffnung des Insolvenzverfahrens, was sich entsprechend negativ auf die Kursentwicklung der publity AG ausgewirkt hatte.

Entwicklung Nachsteuerergebnis (in Mio. €)



Quelle: DN Deutsche Nachhaltigkeit AG; GBC AG

Der starke Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen steht weitestgehend dem starken Anstieg der Gesamterträge gegenüber, so dass unterm Strich ein leichter Anstieg des Nachsteuerergebnisses auf 20,19 Mio. € (VJ: 19,36 Mio. €) vorliegt.



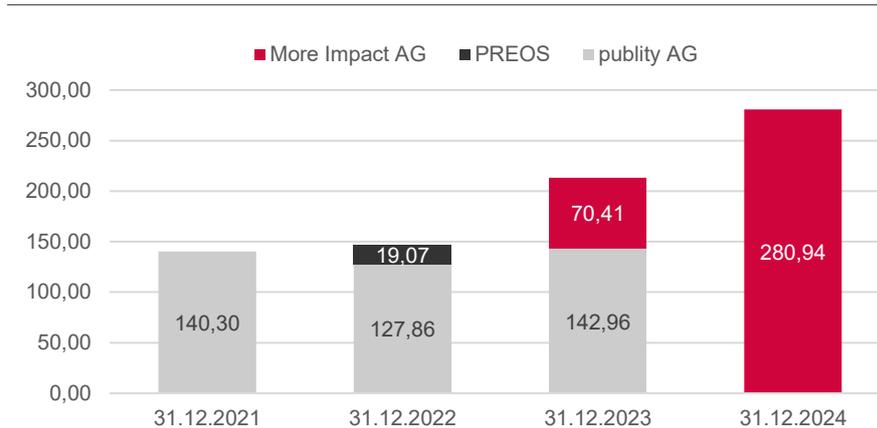
Bilanzkennzahlen zum 31.12.2024

in Mio. €	31.12.21	31.12.22	31.12.23	31.12.24
Eigenkapital	233,49	245,47	264,83	285,02
EK-Quote	99,6%	98,9%	91,4%	91,7%
Anteile an Unternehmen	141,36	146,94	213,96	280,94
Wertpapiere	56,29	67,44	41,28	15,13
Liquide Mittel	7,51	2,56	2,20	3,69

Quelle: DN Deutsche Nachhaltigkeit AG; GBC AG

Der Abwertung der veräußerten Beteiligung an der publity AG in Höhe von 142,96 Mio. € steht die höhere Bewertung der More Impact AG in Höhe von 210,53 Mio. € gegenüber. Somit legt der Bilanzansatz der Anteile an verbundenen Unternehmen auf 280,94 Mio. € (31.12.23: 213,96 Mio. €) deutlich zu. Gemessen an der Bilanzsumme machen die Anteile an verbundenen Unternehmen rund 90 % des Gesamtvermögens der DN AG aus. Der andere nennenswerte Vermögenswert sind die Wertpapiere des Anlagevermögens in Höhe von 15,13 Mio. € (31.12.2023: 41,28 Mio. €). Ende des Geschäftsjahres 2023 belief sich der Wertansatz der gehaltenen publity-Anleihen, die zwischenzeitlich vollständig veräußert wurden, auf 33,26 Millionen Euro. Zum 31.12.2024 setzen sich die gehaltenen Wertpapiere hauptsächlich aus eigenen Anleihen in Höhe von 8,62 Mio. € sowie aus einer Beteiligung an der EasyMotion in Höhe von 5,52 Mio. € zusammen.

Entwicklung der gehaltenen Beteiligungen (in Mio. €)

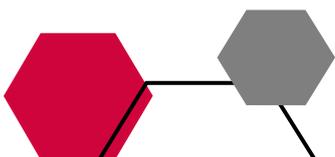


Quelle: DN Deutsche Nachhaltigkeit AG; GBC AG

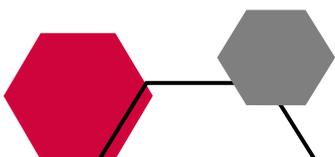
Mit einem Eigenkapital in Höhe von 285,02 Mio. € (31.12.23: 264,83 Mio. €) weist die DN AG naturgemäß eine hohe Eigenkapitalquote in Höhe von 91,7 % (31.12.23: 91,4 %) aus. Die Steigerung des Eigenkapitals resultiert aus dem positiven Nachsteuerergebnis in Höhe von 20,19 Mio. €, das maßgeblich durch den Bewertungsanstieg der More-Impact-Beteiligung geprägt war.

Das Fremdkapital der Gesellschaft setzt sich hauptsächlich aus sonstigen Verbindlichkeiten in Höhe von 21,24 Mio. € zusammen. Laut der Gesellschaft ist darin vor allem das ausstehende Volumen der im vergangenen Geschäftsjahr emittierten 10 %-Unternehmensanleihe (2024/2029) enthalten. Aktuell befindet sich eine neue Unternehmensanleihe (2025/2030) mit einem Kupon von ebenfalls 10 % in der Angebotsphase. Das geplante Emissionsvolumen beläuft sich auf 50 Mio. €.

Die Gesellschaft präsentiert keine Cashflow-Rechnung. Der nahezu unveränderte Bestand liquider Mittel in Höhe von 3,69 Mio. € (31.12.23: 2,20 Mio. €) zeigt, dass



der überwiegende Teil der GuV liquiditätsneutral war. Im Rahmen der Veräußerung der publicity-Anteile erhielt die DN AG vom Käufer Olek Capital GmbH NEON-Anleihen im Wert von rund 9 Mio. €. Sowohl die Abschreibung auf die veräußerten publicity-Anteile als auch die gestiegene Bewertung der More Impact AG waren dabei liquiditätsneutral.



BEWERTUNG

Zur Bewertung der DN Deutsche Nachhaltigkeit AG verwenden wir den NAV-Ansatz. Der Net Asset Value (NAV) bzw. Substanzwert stellt das wirtschaftliche Eigenkapital dar, das sich aus den Marktwerten der Vermögenswerte abzüglich des Fremdkapitals ergibt. Auch wenn die Vermögenswerte der DN AG, speziell die Anteile an verbundenen Unternehmen, nach der HGB-Bilanzierung nicht dem Marktwertprinzip unterliegen, entsprechen die in der Bilanz erfassten Werte dem fairen Wert zum Zeitpunkt der Transaktion (Sachkapitalerhöhung). Wir sehen daher trotz HGB-Bilanzierung den Marktwertansatz gewahrt.

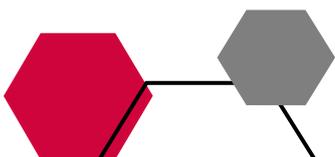
Die Anteile an verbundenen Unternehmen stellen mit 280,93 Mio. € dabei den mit Abstand größten Aktivposten der Gesellschaft dar. Dieser Wert fällt derzeit ausschließlich auf die More Impact AG und leitet sich insbesondere aus den im zweiten Halbjahr 2025 erfolgten Sachkapitalerhöhungen zum Erwerb der BG Braingate Technology GmbH und der The Key Unternehmensberatung GmbH ab. Zuzüglich Wertpapiere des Anlagevermögens in Höhe von 15,13 Mio. €, der sonstigen Vermögensgegenstände in Höhe von 10,82 Mio. € sowie der liquiden Mittel in Höhe von 3,69 Mio. € beläuft sich das Gesamtvermögen der DN AG auf 310,57 Mio. €.

NAV-Bewertung	
Anteile an verbundenen Unternehmen	280,93 Mio. €
Wertpapiere des Anlagevermögens	15,13 Mio. €
Sonstige Vermögensgegenstände	10,82 Mio. €
Liquide Mittel	3,69 Mio. €
Gesamtvermögen	310,57 Mio. €
./. Sonstige Verbindlichkeiten	21,24 Mio. €
./. Bankverbindlichkeiten	3,00 Mio. €
./. Barwert Overheadkosten	3,71 Mio. €
Gesamtverbindlichkeiten	27,95 Mio. €
Gesamt-NAV	282,62 Mio. €
NAV je Aktie	6,42 €

Quelle: DN Deutsche Nachhaltigkeit AG; GBC AG

Die NAV-Ermittlung erfolgt unter Abzug der zinstragenden Verbindlichkeiten, die hauptsächlich auf die ausstehenden Unternehmensanleihen entfallen. Diese sind in den sonstigen Verbindlichkeiten in Höhe von 21,24 Mio. € enthalten. Abzüglich der Bankverbindlichkeiten sowie der von uns abdiskontierten Overheadkosten beläuft sich der von uns ermittelte Gesamt-NAV auf 282,62 Mio. €. Je Aktie entspricht dies 6,42 €. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs von 5,10 € vergeben wir das Rating „KAUFEN“.

Hinweis: Aufgrund der noch ausstehenden Eintragung des Erwerbs der First Move! AG ist diese Beteiligung noch kein Bestandteil unserer NAV-Bewertung. Gemäß dem vorgeschlagenen Transaktionskonzept sollen für den Erwerb der First Move! AG Aktien der DN AG zu einem Kurs von 6,80 € ausgegeben werden. Da dieser Wert nahe an unserem ermittelten fairen Wert liegt, dürfte der Verwässerungseffekt gering sein und damit der Einfluss auf den NAV je Aktie vernachlässigbar.



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 jeweilige Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet. Ist dies der Fall, so ist dies bei der jeweiligen Studie entsprechend der Notationen angegeben.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.
oder
3. Werden die Studien nicht durch die Emittentin beauftragt, erfolgt die Erstellung der Studien auftragsunabhängig. Die Erstellung erfolgt ebenfalls ohne Beeinflussung durch Dritte.
4. Der Researchreport wird weitreichend verfügbar gemacht und allgemein zugänglich veröffentlicht und nicht nur exklusiv an bestimmte Kunden und Investoren verteilt. Somit ist die Researchstudie ebenfalls als „geringfügige Nicht-Monetäre Zuwendung“ einzustufen und somit MiFIDII compliant.

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

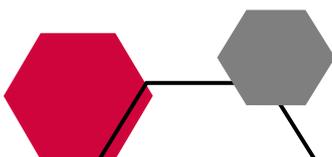
Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 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: <https://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.

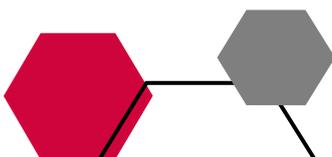
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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 Studienerstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.



- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.
- (11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)
- (12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst
Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

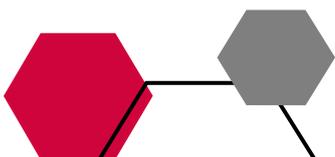
Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENTANALYSEN -

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