

---

# Übertragungsbericht

---

Bericht der  
**Burda Digital SE**

als Hauptaktionärin der

**New Work SE**

über die

Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der New Work SE  
auf die Burda Digital SE

sowie die

Angemessenheit der festgelegten Barabfindung

gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) der Verordnung über das Statut der Europäischen Gesellschaft  
(SE) i.V.m. § 327c Absatz 2 Satz 1 Aktiengesetz

7. Mai 2025

## INHALTSVERZEICHNIS

<b>INHALTSVERZEICHNIS</b> .....	<b>2</b>
<b>ANLAGENVERZEICHNIS</b> .....	<b>5</b>
<b>DEFINITIONSVERZEICHNIS</b> .....	<b>6</b>
<b>A. EINLEITUNG</b> .....	<b>7</b>
<b>B. BESCHREIBUNG DER NEW WORK UND DES NEW WORK-KONZERNS</b> .....	<b>8</b>
<b>I. Unternehmensgeschichte</b> .....	<b>8</b>
<b>II. Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand</b> .....	<b>9</b>
<b>III. Kapital, Aktionäre, Börsenhandel</b> .....	<b>9</b>
1. Kapital.....	9
2. Aktionäre.....	10
3. Aktienurkunden.....	11
4. Börsenhandel und Handel im Freiverkehr.....	11
<b>IV. Organe und Vertretung</b> .....	<b>11</b>
1. Vorstand .....	11
2. Aufsichtsrat .....	12
<b>V. Struktur, Beteiligungen, Geschäftstätigkeit</b> .....	<b>12</b>
1. Struktur und Beteiligungen.....	12
2. Geschäftstätigkeit.....	12
<b>VI. Geschäftliche Entwicklung und Ertragssituation der New Work-Gruppe</b> .....	<b>13</b>
1. Finanzkennzahlen für die Geschäftsjahre 2022, 2023 und 2024.....	13
2. Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation im Geschäftsjahr 2024.....	14
3. Ausblick auf das Geschäftsjahr 2025.....	15
<b>VII. Mitarbeiter</b> .....	<b>16</b>
<b>C. BESCHREIBUNG DER BURDA DIGITAL ALS HAUPTAKTIONÄRIN</b> .....	<b>17</b>
<b>I. Sitz, Geschäftsjahr, Unternehmensgegenstand und Grundkapital</b> .....	<b>17</b>
<b>II. Aktionärsstruktur</b> .....	<b>17</b>
<b>D. ERLANGUNG DER EIGENSCHAFT ALS HAUPTAKTIONÄR DER NEW WORK</b> .....	<b>18</b>
<b>E. GRÜNDE FÜR DEN AUSSCHLUSS DER MINDERHEITSAKTIONÄRE</b> .....	<b>19</b>

I.	<b>Delisting-Vereinbarung und Änderungsvereinbarung</b> .....	19
II.	<b>Erhöhte Flexibilität</b> .....	20
III.	<b>Einsparung von Kosten</b> .....	20
IV.	<b>Erhöhte Transaktionssicherheit</b> .....	21
F.	<b>VORAUSSETZUNGEN FÜR DEN AUSSCHLUSS DER MINDERHEITSAKTIONÄRE</b> .....	21
I.	<b>Überblick über die gesellschaftsrechtlichen Regelungen</b> .....	21
II.	<b>Beteiligung der Burda Digital am Grundkapital der New Work in Höhe von mehr als 95 %</b> .....	22
III.	<b>Verlangen der Burda Digital gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG und Festlegung der Barabfindung</b> .....	23
IV.	<b>Gewährleistung eines Kreditinstituts gemäß § 327b Abs. 3 AktG</b> .....	23
V.	<b>Übertragungsbericht der Burda Digital</b> .....	24
VI.	<b>Prüfung der Barabfindung</b> .....	24
VII.	<b>Unterlagen für die Hauptversammlung der New Work</b> .....	25
VIII.	<b>Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung der New Work</b> .....	25
IX.	<b>Eintragung in das Handelsregister</b> .....	26
G.	<b>AUSWIRKUNGEN DES AUSSCHLUSSES DER MINDERHEITSAKTIONÄRE</b> .....	27
I.	<b>Übergang des Eigentums an den Aktien der New Work auf die Hauptaktionärin mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses</b> .....	27
II.	<b>Erwerb eines Anspruchs auf angemessene Barabfindung</b> .....	27
III.	<b>Banktechnische Abwicklung der Zahlung der Barabfindung</b> .....	28
IV.	<b>Beendigung der Notierung im Freiverkehr der Wertpapierbörse Hamburg</b> .....	28
V.	<b>Steuerliche Auswirkungen für die Minderheitsaktionäre der New Work</b> .....	29
	1. Allgemeines .....	29
	2. Ermittlung eines Veräußerungsgewinns oder -verlusts .....	29
	3. Steuerliche Behandlung eines Veräußerungsgewinns oder -verlusts .....	30
H.	<b>ERLÄUTERUNGEN ZUR ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG</b> .....	33
I.	<b>Höhe der Barabfindung für New Work-Aktien</b> .....	33
II.	<b>Ermittlung und Festlegung der Barabfindung nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG</b> .....	33
	1. Unternehmenswert.....	34
	2. Börsenkurs von New Work.....	35

3.	Keine Berücksichtigung der Angebotspreise oder sonstiger Vorerwerbe .....	37
4.	Zusammenfassendes Gesamtergebnis .....	37
<b>III.</b>	<b>Prüfung durch sachverständigen Prüfer.....</b>	<b>37</b>
<b>I.</b>	<b>GERICHTLICHE ÜBERPRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG .....</b>	<b>37</b>

## **ANLAGENVERZEICHNIS**

### **Anlage 1**

**Depotbestätigung der Commerzbank AG und Depotbestätigung der Baden-Württembergische Bank**

### **Anlage 2**

**Übertragungsverlangen der Burda Digital SE vom 7. Mai 2025**

### **Anlage 3**

**Gutachtliche Stellungnahme der PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt, vom 5. Mai 2025 zum Unternehmenswert der New Work SE, Hamburg, und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung anlässlich der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO i.V.m. § 327b Abs. 1 AktG zum 23. Juni 2025 als Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung**

### **Anlage 4**

**Gewährleistungserklärung der Landesbank Baden-Württemberg nach Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO i.V.m. § 327b Abs. 3 AktG vom 6. Mai 2025**

## DEFINITIONSVERZEICHNIS

Abgeltungsteuer.....	30	Hauptaktionärin .....	7
AktG .....	7	HBMH KG .....	17
Baker Tilly .....	8	HGB.....	12
Bedingtes Kapital 2023 .....	10	IDW S 1 .....	34
Beteiligungsunternehmen .....	12	Inländische Zahlstelle .....	30
Bewertungsgutachter .....	8	Kapitalertragsteuer .....	31
Bewertungsstichtag.....	33	Minderheitsaktionäre .....	7
Burda Digital .....	7	Mitunternehmerschaft.....	31
Burda Digital-Satzung .....	17	Negativerklärung .....	26
Burda GmbH .....	17	New Work .....	9
BVerfG .....	35	New Work-Hauptversammlung 2023.....	9
Clearstream.....	11	New Work-Satzung .....	9
Delisting .....	11	PWC .....	8
Delisting-Vereinbarung .....	18	Schuldverschreibungen.....	10
Genehmigtes Kapital 2023 .....	10	SE-VO .....	7
Gesellschaft .....	7	Squeeze-out .....	7
Gutachtliche Stellungnahme.....	8	Teileinkünfteverfahren .....	31
Hauptaktionär .....	7	Wesentliche Beteiligung.....	30

## A. EINLEITUNG

Nach Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE) („**SE-VO**“) i.V.m. § 327a Abs. 1 Aktiengesetz („**AktG**“)<sup>1</sup> kann die Hauptversammlung einer Europäischen Aktiengesellschaft (Societas Europaea – SE) mit Sitz in Deutschland auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft in Höhe von mindestens 95 % des Grundkapitals gehören („**Hauptaktionär**“), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre („**Minderheitsaktionäre**“) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen (Ausschluss von Minderheitsaktionären oder „**Squeeze-out**“).

Das Grundkapital der New Work SE, einer nach deutschem Recht gegründeten Europäischen Aktiengesellschaft (Societas Europaea – SE) mit Sitz in Hamburg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 148078 („**New Work**“ oder „**Gesellschaft**“), beträgt EUR 5.620.435,00. Es ist eingeteilt in 5.620.435 auf den Namen lautende Stückaktien mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von EUR 1,00 je Aktie. Jede New Work-Aktie gewährt eine Stimme.

Die Burda Digital SE, eine im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 240850 eingetragene Europäische Aktiengesellschaft nach deutschem Recht mit Sitz in München („**Burda Digital**“ oder „**Hauptaktionärin**“), hält gegenwärtig unmittelbar 5.455.626 Aktien der New Work. Depotbestätigungen der Baden-Württembergische Bank über 1.284.017 New Work-Aktien und der Commerzbank AG über 4.171.609 New Work-Aktien sind als **Anlage 1** beigelegt. Die New Work hält bei Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts keine eigenen Aktien. Die Burda Digital hält unmittelbar rund 97,07 %<sup>2</sup> des Grundkapitals der New Work und ist damit Hauptaktionärin im Sinne des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG.

Mit Schreiben vom 7. Mai 2025 hat die Burda Digital ein förmliches Verlangen im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an den Vorstand der New Work gerichtet, die Hauptversammlung von New Work über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Burda Digital gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen und die Höhe der angemessenen Barabfindung mit EUR 105,65 je New Work-Aktie festgelegt. Dieses Übertragungsverlangen der Burda Digital ist dem Vorstand von New Work am 7. Mai 2025 übermittelt worden und ist diesem Übertragungsbericht in Kopie als **Anlage 2** beigelegt.

Der Beschluss zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin Burda Digital soll auf der ordentlichen Hauptversammlung der New Work am 23. Juni 2025 gefasst werden. Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre wird mit Eintragung dieses Beschlusses im Handelsregister der New Work wirksam.

---

<sup>1</sup> Zur Erleichterung der Lesbarkeit wird im Folgenden bei der Bezugnahme auf Vorschriften des Aktiengesetzes auf den Zusatz „Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO“ verzichtet.

<sup>2</sup> Die prozentualen Angaben in diesem Übertragungsbericht sind, soweit notwendig, kaufmännisch gerundet.

Nach Wirksamwerden des Squeeze-out erhalten die Minderheitsaktionäre eine angemessene Barabfindung, die von der Burda Digital auf der Grundlage einer von der Pricewaterhouse-Coopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt, („**Bewertungsgutachter**“ oder „**PwC**“), als neutralem Gutachter im Auftrag der Burda Digital durchgeführten Unternehmensbewertung von New Work mit EUR 105,65 je New Work-Aktie festgelegt wurde. Die gutachtliche Stellungnahme des Bewertungsgutachters vom 5. Mai 2025 zur Bewertung von New Work („**Gutachtliche Stellungnahme**“), die sich die Burda Digital inhaltlich in vollem Umfang zu eigen macht, ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 3** vollständig beigelegt und bildet damit einen integralen Bestandteil dieses Übertragungsberichts.

Die Burda Digital hat am 6. Mai 2025 eine Erklärung der Landesbank Baden-Württemberg, Stuttgart, erhalten, mit der die Landesbank Baden-Württemberg gemäß § 327b Abs. 3 AktG die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Burda Digital übernommen hat, den Minderheitsaktionären von New Work nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen Aktien zu zahlen. Diese Gewährleistungserklärung hat die Burda Digital dem Vorstand von New Work am 7. Mai 2025 – und damit vor der Einberufung der Hauptversammlung – übermittelt. Die Gewährleistungserklärung der Landesbank Baden-Württemberg ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 4** beigelegt.

Zur Unterrichtung der Hauptversammlung der New Work über den geplanten Ausschluss der Minderheitsaktionäre erstattet die Burda Digital gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG hiermit einen schriftlichen Bericht, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Burda Digital gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden.

Die Angemessenheit der Barabfindung wurde durch die Baker Tilly GmbH & Co. KG, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, Zweigniederlassung Hamburg, („**Baker Tilly**“) geprüft, die das Landgericht Hamburg auf Antrag der Burda Digital mit Beschluss vom 12. Februar 2025 als sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung ausgewählt und bestellt hat. Baker Tilly erstattet gemäß §§ 327c Abs. 2 Satz 2 und 4, 293e AktG einen gesonderten schriftlichen Prüfungsbericht. Dieser wird von der Einberufung der Hauptversammlung an auf der Internetseite der New Work zugänglich sein.

## **B. BESCHREIBUNG DER NEW WORK UND DES NEW WORK-KONZERNS**

### **I. Unternehmensgeschichte**

Die New Work wurde 2003 als berufliches Netzwerk gegründet und 2006 in die Rechtsform einer Aktiengesellschaft unter der Firma OPEN Business Club AG umgewandelt. Die Aktien der Gesellschaft wurden im Dezember 2006 zum Börsenhandel an der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen. 2007 wurde die Gesellschaft in XING AG umbenannt, 2017 folgte die Umwandlung in

eine SE. 2019 wurden alle Geschäftsaktivitäten der XING-Gruppe unter der New Work zusammengeführt, die daraufhin in New Work SE umfirmiert wurde.

## **II. Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand**

Die New Work ist eine nach deutschem Recht gegründete Europäische Aktiengesellschaft (Societas Europaea – SE) mit Sitz in Hamburg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 148078 und mit Geschäftsanschrift Am Strandkai 1, 20457 Hamburg.

Gemäß Ziffer 2 der Satzung der New Work vom 24. Mai 2023 (die „**New Work-Satzung**“) ist Gegenstand des Unternehmens der Betrieb eines Onlinedienstes, internetbasierte Geschäftsvermittlung, Informations- und Weiterbildungsveranstaltungen und sonstige internetbasierte Dienstleistungen, soweit diese keiner behördlichen Erlaubnis bedürfen. Die Gesellschaft kann alle Geschäfte betreiben, die dem Gegenstand des Unternehmens unmittelbar oder mittelbar zu dienen geeignet sind. Sie darf zu diesem Zweck im In- und Ausland Zweigniederlassungen errichten, andere Unternehmen gleicher oder verwandter Art gründen, erwerben, veräußern oder sich an diesen beteiligen und deren Geschäftsführung übernehmen oder sich auf die Verwaltung der Beteiligung beschränken. Sie kann ihren Betrieb ganz oder teilweise in verbundene Unternehmen ausgliedern.

Das Geschäftsjahr der New Work entspricht nach Ziffer 3 der New Work-Satzung dem Kalenderjahr.

## **III. Kapital, Aktionäre, Börsenhandel**

### **1. Kapital**

#### **1.1 Grundkapital**

Das eingetragene Grundkapital der New Work beträgt EUR 5.620.435,00 und ist eingeteilt in 5.620.435 auf den Namen lautende nennwertlose Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 1,00 je New Work-Aktie. Jede Aktie gewährt eine Stimme. Es bestehen keine unterschiedlichen Aktiengattungen.

#### **1.2 Genehmigtes Kapital 2023**

Die ordentliche Hauptversammlung der New Work vom 24. Mai 2023 (die „**New Work-Hauptversammlung 2023**“) hat den Vorstand ermächtigt, bis zum 23. Mai 2028 das Grundkapital der New Work mit Zustimmung des Aufsichtsrats durch einmalige oder mehrmalige Ausgabe von neuen, auf den Namen lautenden Stammaktien ohne Nennbetrag (Stückaktien) gegen Bar- und/oder Sacheinlagen um bis zu EUR 1.124.087,00 zu erhöhen, wobei das Bezugsrecht der

Aktionäre unter bestimmten Voraussetzungen ausgeschlossen werden kann (das „**Genehmigte Kapital 2023**“).

Ziffer 5.3 der New Work-Satzung zufolge ist der Vorstand in Bezug auf das Genehmigte Kapital 2023 ermächtigt, über den Inhalt der Aktienrechte, die Einzelheiten der Kapitalerhöhung sowie die Bedingungen der Aktienaussgabe, insbesondere den Ausgabebetrag, mit Zustimmung des Aufsichtsrats zu entscheiden.

### 1.3 Bedingtes Kapital 2023

Die New Work-Hauptversammlung 2023 hat beschlossen, das Grundkapital der New Work um bis zu EUR 1.124.087,00 bedingt zu erhöhen (das „**Bedingte Kapital 2023**“). Das Bedingte Kapital dient der Gewährung von Aktien an Inhaber bzw. Gläubiger von Wandel- und/oder Optionsschuldverschreibungen, Genussrechten und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombination dieser Instrumente) (zusammen die „**Schuldverschreibungen**“).

Ziffer 5.4 der New Work-Satzung sieht in Bezug auf die Schuldverschreibungen vor, dass die Ausgabe der neuen, auf den Namen lautenden Stückaktien aus dem Bedingten Kapital 2023 nur zu einem Wandlungs- bzw. Optionspreis erfolgen darf, welcher den Vorgaben der von der New Work-Hauptversammlung 2023 unter Tagesordnungspunkt 8 beschlossenen Ermächtigung entspricht und die neuen Aktien, die aus dem Bedingten Kapital 2023 ausgegeben werden, von dem Beginn des Geschäftsjahres an, in dem sie durch Ausübung von Options- bzw. Wandlungsrechten oder durch die Erfüllung von Wandlungs- oder Optionspflichten bzw. Andienungsrechten des Emittenten entstehen, am Gewinn teilnehmen.

Ausweislich Ziffer 5.4 der New Work-Satzung ist der Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrats ermächtigt, die weiteren Einzelheiten der Durchführung der bedingten Kapitalerhöhung in Bezug auf das Bedingte Kapital 2023 festzusetzen.

Die New Work hat zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts von dem Ermächtigungsbeschluss der New Work-Hauptversammlung 2023, bis zum 23. Mai 2028 selbst oder durch von der New Work abhängige oder in Mehrheitsbesitz der New Work stehende Unternehmen Wandel- oder Optionsschuldverschreibungen, Genussrechte und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombination dieser Instrumente) auszugeben, aufgrund derer neue Aktien aus dem Bedingten Kapital 2023 auszugeben sein könnten, bislang keinen Gebrauch gemacht.

Für Einzelheiten zum Genehmigten Kapital 2023 und zum Bedingten Kapital 2023 wird auf die Ermächtigungsbeschlüsse und die jeweiligen Regelungen in der New Work-Satzung verwiesen.

## 2. Aktionäre

Die Burda Digital hält zum Tag der Unterzeichnung dieses Berichts unmittelbar 5.455.626 auf den Namen lautende Stückaktien der New Work. Dies entspricht 97,07 % des Grundkapitals der New Work. Die restlichen 164.809 New Work-Aktien befinden sich im Streubesitz.

### **3. Aktienurkunden**

Gemäß Ziffer 6.1 der New Work-Satzung ist der Anspruch der Aktionäre auf Einzel- oder Mehrfachverbriefung ihrer Anteile ausgeschlossen. Die Aktien der New Work sind in einer bei der Clearstream Banking AG, Frankfurt a.M., („**Clearstream**“) hinterlegten Globalurkunde verbrieft.

### **4. Börsenhandel und Handel im Freiverkehr**

Die New Work war von Dezember 2006 bis zum Widerruf der Zulassung der New Work-Aktien zum Handel im regulierten Markt (Delisting) am 26. August 2024 unter der ISIN DE000NWRK013 im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet.

Die Frankfurter Wertpapierbörse hat die Zulassung der New Work-Aktien zum Handel im regulierten Markt auf Antrag von New Work mit Wirkung zum Ablauf des 26. August 2024 widerrufen („**Delisting**“). Seitdem werden die New Work-Aktien nicht mehr im regulierten Markt einer Wertpapierbörse und auch nicht mit Zustimmung oder auf Veranlassung der Gesellschaft im Freiverkehr einer Börse gehandelt. Infolge des Delisting wurde die Einbeziehung der New Work-Aktie in den Freiverkehr an den Börsen Stuttgart, Hannover, Düsseldorf, München, Berlin (sowie die Zulassung im Teilbereich „Berlin Second Regulated Market“) und über Tradegate Exchange sowie in den elektronischen Handelssystemen QUOTRIX, gettex und LS Exchange beendet. Die New Work-Aktien werden ohne Antrag oder Veranlassung der Gesellschaft derzeit noch im Freiverkehr an der Wertpapierbörse Hamburg gehandelt.

## **IV. Organe und Vertretung**

Neben der Hauptversammlung sind die Organe der New Work deren Vorstand und Aufsichtsrat.

### **1. Vorstand**

Die New Work hat ein dualistisches Leitungssystem. Der Vorstand der New Work besteht gemäß Ziffer 8.1 der New Work-Satzung aus einer oder mehreren Personen. Die Anzahl der Mitglieder des Vorstands bestimmt der Aufsichtsrat. Auch wenn das Grundkapital mehr als EUR 3.000.000 beträgt, kann der Aufsichtsrat bestimmen, dass der Vorstand nur aus einer Person besteht. Mitglieder des Vorstands sind gegenwärtig Frau Petra von Strombeck (Vorsitzende) und Herr Henning Rönneberg (CFO/COO).

Ist nur ein Vorstandsmitglied bestellt, vertritt dieses die Gesellschaft allein. Sind mehrere Vorstandsmitglieder bestellt, so wird die Gesellschaft durch zwei Vorstandsmitglieder gemeinsam oder durch ein Vorstandsmitglied in Gemeinschaft mit einem Prokuristen vertreten.

## 2. Aufsichtsrat

Der Aufsichtsrat der New Work besteht nach Ziffer 10.1 der New Work-Satzung aus sechs Mitgliedern. Mitglieder des Aufsichtsrats sind derzeit: Herr Tom Bureau (Vorsitzender), Herr Dr. Johannes Meier (stellvertretender Vorsitzender), Frau Dr. Katharina Herrmann, Herr Dr. Jörg Lübcke, Herr Jean-Paul Schmetz und Frau Anette Weber.

## V. Struktur, Beteiligungen, Geschäftstätigkeit

### 1. Struktur und Beteiligungen

Die New Work SE ist die Konzernobergesellschaft der New Work-Gruppe. Der New Work-Gruppe gehörten zum 31. Dezember 2024 insgesamt sieben Tochterunternehmen an, darunter fünf aktive Gesellschaften. Zwei Tochtergesellschaften, die NEW WORK XING, Schweiz, und die Prescreen GmbH befinden sich in Liquidation.

Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts hat die New Work folgende Beteiligungen gemäß § 271 Abs. 1 des Handelsgesetzbuchs („HGB“) („Beteiligungsunternehmen“):

Nr.	Gesellschaft	Sitz	Anteil in %
1.	NEW WORK AUSTRIA XING kununu onlyfy GmbH	Wien, Österreich	100
2.	NEW WORK XING AG i.L.	Zürich, Schweiz	100
3.	New Work Networking Spain S.L.	Barcelona, Spanien	100
4.	New Work Networking Portugal Unipessoal Lda.	Porto, Portugal	100
5.	InterNations GmbH	München	100
6.	kununu GmbH	Hamburg	100
7.	Prescreen GmbH i.L.	Berlin	100

Zwischen der New Work und der InterNations GmbH besteht ein Ergebnisabführungsvertrag.

### 2. Geschäftstätigkeit

Die New Work-Gruppe bietet mit ihren Hauptmarken XING und kununu im deutschsprachigen Raum ein digitales Job-Netzwerk für Berufstätige sowie eine Bewertungsplattform für Unternehmen. Die strategische Ausrichtung der New Work basiert laut Angaben der Gesellschaft auf langfristigen bzw. nachhaltigen Trends und Entwicklungen des Arbeitsmarkts in der Region Deutschland, Österreich und Schweiz (D-A-CH), wobei der Schwerpunkt der Aktivitäten in Deutschland liegt. Der Fokus der Geschäftstätigkeit der New Work-Gruppe liegt in der Verbesserung der Art und Weise, wie Menschen ihre Karriere gestalten und Unternehmen Talente finden. Unter dem

Dach der New Work-Gruppe will die New Work zudem die beiden wichtigen Segmente B2C und B2B über die Marktplätze kununu und XING zusammenführen.

Mitglieder und Besucher der Plattformen kununu und XING will New Work dabei unterstützen, den für sie passenden Job bzw. den passenden Arbeitgeber zu finden. Die Marke kununu ist eine zentrale und führende digitale Bewertungsplattform im D-A-CH-Raum, die genaue Einblicke in mittlerweile über 400.000 Unternehmen liefert durch Bereitstellung von Informationen über die Arbeitskultur, das Betriebsklima und die Mitarbeiterzufriedenheit anhand von insgesamt 13 Kriterien. Im Zusammenspiel mit XING, wo kununu-Bewertungen immer häufiger auf dem Job-Markt eingesetzt werden, präsentiert die New Work-Gruppe ein umfassendes Angebot, das sämtliche Bedürfnisse aller Teilnehmer auf dem Arbeitsmarkt, Job-Suchende wie Job-Vergebende, bedient.

## **2.1 Segmente**

Das Geschäft von New Work ist in drei operativen Geschäftssegmenten gebündelt:

Das Segment „HR Solutions & Talent Access“ umfasst Recruiting- sowie Employer-Branding-Produkte, die es Arbeitgebern erleichtern, sich auf dem Arbeitsmarkt zu positionieren und gezielt Talente anzusprechen. Im Kernsegment HR Solutions & Talent Access werden alle Produkte für Arbeitgeber, die Zugang zu Talenten suchen, und alle Produkte für Arbeitnehmer, über die dieser Talentzugang erreicht wird, zusammengefasst. Die Monetarisierung erfolgt über die Entwicklung, die Vermarktung und den Vertrieb digitaler Employer-Branding- und Recruiting-Lösungen.

Das Geschäftssegment „B2C“ umfasst das Geschäft mit den Produkten von „B2C Premium Memberships“ und „InterNations“. Hierbei handelt es sich im Wesentlichen um kostenpflichtige Mitgliedschaften. Die Monetarisierung über kostenpflichtige Mitgliedschaften steht jedoch durch die Fokussierung auf den breiten Talentzugang und der Monetarisierung über B2B-Angebote nicht im strategischen Fokus der New Work.

Im Geschäftssegment „B2B Marketing Solutions“ erzielt New Work Umsatzerlöse mit der Vermarktung von Werbeflächen auf der XING-Plattform.

## **VI. Geschäftliche Entwicklung und Ertragssituation der New Work-Gruppe**

Der folgende Abschnitt gibt einen Überblick über die wichtigsten Eckdaten der geschäftlichen Entwicklung und Ergebnissituation der New Work-Gruppe. Weitere Informationen hierzu finden sich in der Gutachtlichen Stellungnahme, auf die verwiesen wird.

### **1. Finanzkennzahlen für die Geschäftsjahre 2022, 2023 und 2024**

Die nachfolgend dargestellten Finanzangaben sind ohne Anpassungen den geprüften Konzernabschlüssen der New Work für die am 31. Dezember 2024, 31. Dezember 2023 und 31. Dezember 2022 endenden Geschäftsjahre entnommen. Die Konzernabschlüsse wurden gemäß IFRS und den

gemäß § 315a HGB ergänzend zu berücksichtigenden handelsrechtlichen Vorschriften erstellt. Soweit nicht anders angegeben, sind die Werte kaufmännisch gerundet.

<b>Kennzahlen New Work-Gruppe (in Mio. EUR)</b>	<b>Geschäftsjahr 2022</b>	<b>Geschäftsjahr 2023</b>	<b>Geschäftsjahr 2024</b>
Umsatz	313,4	305,6	263,4
Konzern-Gesamtergebnis <sup>3</sup>	46,1	36,9	- 7,1
EBITDA	104,1	92,9	34,4
Cashflow <sup>4</sup>	79,2	62,0	11,1
Bilanzsumme zum 31.12.	377,0	348,5	269,7
Eigenkapital zum 31.12.	146,1	145,2	132,5
Ergebnis je Aktie (in EUR)	8,20	6,56	- 1,26
Dividende / Aktie (in EUR)	6,72	1,00	1,00

## **2. Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation im Geschäftsjahr 2024**

### **2.1 Vermögenslage**

Die Bilanzsumme gemäß Konzernabschluss zum 31. Dezember 2024 ging von EUR 348,5 Mio. zum 31. Dezember 2023 um EUR 78,8 Mio. (-22,6 %) auf EUR 269,7 Mio. zurück. Dies liegt insbesondere am Rückgang der langfristigen Vermögenswerte um EUR 75,8 Mio. auf EUR 136,1 Mio. Die Verminderung ist im Wesentlichen auf den Verkauf von Wertpapieren (EUR 17,2 Mio.), um EUR 31,2 Mio. gesunkene Vermögenswerte aus Mietverhältnissen durch Untervermietung und Neubewertung des Leasingvertrags der Firmenzentrale sowie Wertminderung selbst erstellter Software (EUR 10,7 Mio.) in Folge der strategischen Neuausrichtung von XING zurückzuführen. Die Eigenkapitalquote gemäß Konzernabschluss lag zum 31. Dezember 2024 bei 49,1 % (Vorjahr: 41,7 %).

### **2.2 Ertragslage**

Die New Work-Gruppe erzielte im Geschäftsjahr 2024 Umsatzerlöse in Höhe von EUR 263,4 Mio. (i. Vj. EUR 305,6 Mio.). Nach Abzug aller Aufwendungen ergibt sich ein operatives Betriebsergebnis (EBITDA) von EUR 34,4 Mio. Dies entspricht einem Rückgang von 63 % gegenüber 2023 (EUR 92,9 Mio.). Im Vergleich zum Vorjahr ist das EBITDA 2024 allerdings mit rund EUR 27,2 Mio. einmaligen Restrukturierungsaufwendungen belastet. Ohne diese einmaligen Effekte liegt das im Konzernabschluss der New Work ausgewiesene sogenannte Pro-Forma-EBITDA im Geschäftsjahr 2024 mit EUR 61,6 Mio. rund 37 % unter dem Pro-Forma-EBITDA

<sup>3</sup> Ergebnis aus fortgeführten Geschäftsbereichen.

<sup>4</sup> Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit aus fortgeführten Geschäftsbereichen.

des Vorjahres in Höhe von EUR 97,1 Mio. Diese Entwicklung ist im Wesentlichen auf den rückläufigen Umsatz zurückzuführen.

Das Konzernergebnis nach Steuern für das Geschäftsjahr 2024 (aus fortgeführte Geschäftsbereichen) liegt, ausgelöst durch die negative Umsatzentwicklung im Jahr 2024 von EUR -42,2 Mio. gegenüber 2023 sowie durch einmalige Restrukturierungsaufwendungen und die Wertminderung des Geschäfts- oder Firmenwerts, mit EUR -7,1 Mio. unter dem Ergebnis des Vorjahres (2023: EUR 36,9 Mio.). Entsprechend liegt auch das Ergebnis je Aktie mit EUR -1,26 unter dem Wert von EUR 6,56 im entsprechenden Vorjahreszeitraum.

### **2.3 Finanzlage**

Die New Work-Gruppe finanziert sich ausschließlich aus Eigenmitteln. Bank- oder Darlehensverbindlichkeiten bestehen nicht. Die kurzfristigen Verbindlichkeiten werden zum Bilanzstichtag 31. Dezember 2024 durch die kurzfristigen Vermögenswerte und die zur Veräußerung verfügbaren finanziellen Vermögenswerte (einschließlich liquider Mittel) zu 110 % gedeckt. Die liquiden Mittel lagen mit EUR 92,2 Mio. zum 31. Dezember 2024 annähernd auf dem Niveau des Vorjahres (EUR 93,1 Mio.). Aus der laufenden Geschäftstätigkeit erwirtschaftete die New Work-Gruppe im Geschäftsjahr 2024 einen Cashflow in Höhe von EUR 11,1 Mio. (Vorjahr: EUR 62,0 Mio.).

### **2.4 Dividende**

Der Jahresabschluss der New Work weist zum 31. Dezember 2024 einen Bilanzgewinn von EUR 23.207.155,04 aus. Vorstand und Aufsichtsrat der New Work schlagen der Hauptversammlung am 23. Juni 2025 die Ausschüttung einer Dividende in Höhe von EUR 1,00 je Aktie vor.

## **3. Ausblick auf das Geschäftsjahr 2025**

Die New Work erwartet für das Geschäftsjahr 2025 einen weiteren Umsatz- und Ergebnisrückgang. Der prognostizierte Umsatzrückgang im Konzern ist im Wesentlichen auf den geplanten Umsatzrückgang bei XING-Premium-Mitgliedschaften aufgrund der Repositionierung von XING zu einem Jobs-Netzwerk sowie des leichten Umsatzrückgangs im Segment HR Solutions & Talent Access aufgrund der erwarteten schwachen Arbeitsmarktlage zurückzuführen. Für die kommenden Jahre rechnet das Management der New Work mit einer positiven Geschäftsentwicklung. Für die Einzelheiten zur Unternehmensplanung verweisen wir auf die Gutachtliche Stellungnahme.

Die New Work prüft derzeit angesichts der sehr unterschiedlichen Entwicklungsstadien und Herausforderungen der beiden Geschäftsbereiche kununu und XING in strategischer Sicht verschiedene Konzepte für die Reorganisation des New Work-Konzerns sowie für eine Verselbstständigung und operative Trennung ihrer Geschäftsbereiche kununu und XING, um so größere strategische Handlungsspielräume zu schaffen. Derzeit werden Konzepte mit Unterstützung durch die Burda Digital erarbeitet und evaluiert. Hierzu gehören insbesondere die Definition einer möglichen Zielstruktur der künftigen gesellschaftsrechtlichen und betrieblichen Organisation von

kununu und XING, die Erarbeitung datenschutzkonformer Lösungen für die Übertragung und (gemeinsame) Nutzung von Daten sowie die Planung der gegebenenfalls notwendigen Handlungsschritte für eine Verselbständigung der beiden Geschäftsbereiche. Nach Kenntnis der Burda Digital haben Vorstand und Aufsichtsrat von New Work noch keine Entscheidung für ein bestimmtes Konzept getroffen und dementsprechend auch noch keine Entscheidungen zur Umsetzung konkreter Maßnahmen für eine Trennung der Geschäftsbereiche kununu und XING. Aus Sicht der Burda Digital ist perspektivisch auch die Herauslösung von kununu aus dem New Work-Konzern eine mögliche Option.

## **VII. Mitarbeiter**

Ausweislich ihres Konzernabschlusses für das Geschäftsjahr 2024 beschäftigte die New Work-Gruppe während des Geschäftsjahres 2024 durchschnittlich 1.503 Mitarbeiter (Vorjahr: 1.921), davon 1.138 in Vollzeit und 365 in Teilzeit oder als kaufmännische Aushilfen. Der Personalbestand der New Work-Gruppe betrug zum Stichtag 31. Dezember 2024 1.334 Mitarbeiter (davon 1.003 in Vollzeit und 331 in Teilzeit oder als kaufmännische Aushilfen) gegenüber 1.787 Mitarbeitern zum 31. Dezember 2023. Im Zuge des im Geschäftsjahr 2024 durchgeführten Restrukturierungsprogramms und der Fokussierung auf die Marken XING und kununu wurde die Mitarbeiteranzahl signifikant reduziert.

## C. **BESCHREIBUNG DER BURDA DIGITAL ALS HAUPTAKTIONÄRIN**

### I. **Sitz, Geschäftsjahr, Unternehmensgegenstand und Grundkapital**

Die Burda Digital ist eine nach deutschem Recht gegründete Europäische Aktiengesellschaft (Societas Europaea – SE) mit Sitz in München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 240850 und mit Geschäftsanschrift Arabellastraße 23, 81925 München.

Gem. § 2 der Satzung der Burda Digital (die „**Burda Digital-Satzung**“) ist Gegenstand des Unternehmens der Auf- und Ausbau von neuen Geschäftsmodellen im In- und Ausland, insbesondere im Bereich des Verlagswesens mit Fokus auf digitalen Medien, sowie im E-Commerce. Dies umfasst insbesondere den Betrieb von gedruckten und elektronischen Medien, sonstige Betätigungen auf dem Gebiet der Information und Kommunikation, den Handel mit Waren aller Art, soweit sie zum Unternehmensgegenstand gehören, sowie damit in Zusammenhang stehende Vermittlungstätigkeiten. Die Gesellschaft kann Dienstleistungen gegenüber beteiligten und verbundenen Unternehmen erbringen. Nicht vom Unternehmensgegenstand und der Aktivität der Gesellschaft erfasst sind Tätigkeiten, die der vorherigen behördlichen Zulassung oder Genehmigung bedürfen. Die Gesellschaft kann gleichartige oder ähnliche Unternehmen erwerben, sich an solchen beteiligen, deren Vertretung übernehmen und Zweigniederlassungen im In- und Ausland errichten. Die Gesellschaft ist berechtigt, alle Geschäfte einzugehen, die der Förderung des vorgenannten Gegenstands des Unternehmens dienen.

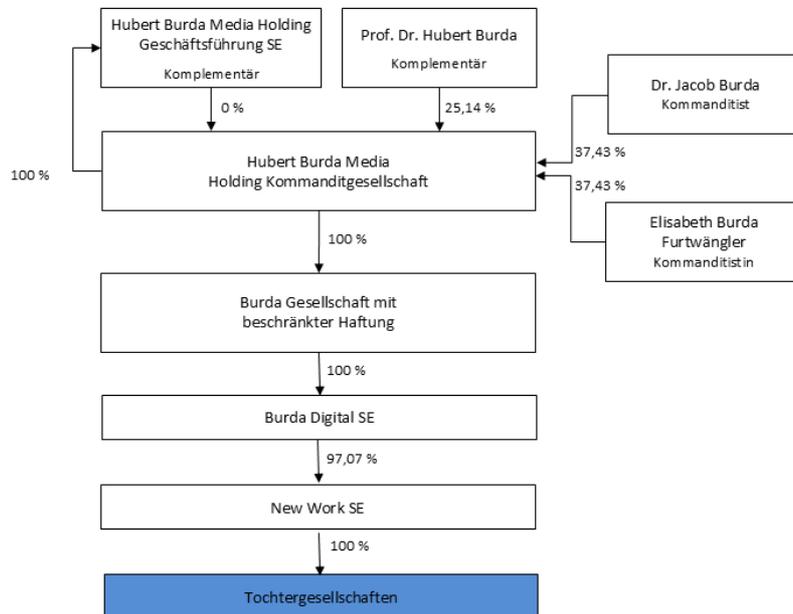
Das Grundkapital der Burda Digital beträgt EUR 120.000 und ist eingeteilt in 120.000 Aktien. Das Geschäftsjahr der Burda Digital entspricht nach § 1 Abs. 4 Satz 1 der Burda Digital-Satzung dem Kalenderjahr.

### II. **Aktionärsstruktur**

Alleinige Aktionärin der Burda Digital ist die Burda Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in Offenburg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Freiburg i. Br. unter HRB 470356 (die „**Burda GmbH**“). Alleinige Gesellschafterin der Burda GmbH ist die Hubert Burda Media Holding Kommanditgesellschaft mit Sitz in Offenburg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgericht Freiburg i. Br. unter HRA 471250 (die „**HBMH KG**“).

Kommanditisten der HBMH KG sind Dr. Jacob Burda und Elisabeth Furtwängler. Komplementäre der HBMH KG sind die Hubert Burda Media Holding Geschäftsführung SE mit Sitz in Offenburg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Freiburg i. Br. unter HRB 716673, sowie Prof. Dr. Hubert Burda. Die alleinige Aktionärin der Hubert Burda Media Holding Geschäftsführung SE ist die HBMH KG (Einheitsgesellschaft).

Grafisch sieht die Struktur wie folgt aus:



#### D. ERLANGUNG DER EIGENSCHAFT ALS HAUPTAKTIONÄR DER NEW WORK

Die Burda Digital GmbH erwarb 2010 ca. 25,1 % des Grundkapitals der XING AG. Nach weiteren Aktienerwerben erhöhte die Burda Digital GmbH im Jahr 2012 ihre Beteiligung an der Gesellschaft auf ca. 38,89 % und unterbreitete den anderen Aktionären ein Pflichtangebot. Nach Vollzug des Pflichtangebots hielt die Burda Digital GmbH rund 59,2 % der Aktien der Gesellschaft.

Am 3. Juni 2024 schlossen die Burda Digital und die New Work eine Delisting-Vereinbarung („**Delisting-Vereinbarung**“) ab, in der sich die New Work vorbehaltlich der Prüfung der Angebotsunterlage und der Treue- und Sorgfaltspflichten des Vorstands und des Delisting-Ausschusses des Aufsichtsrats verpflichtete, den Widerruf der Zulassung der zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassenen New Work-Aktien (Delisting) zu unterstützen. Zu diesem Zeitpunkt hielt die Burda Digital unmittelbar 74,22 % des Grundkapitals der New Work.

Die Burda Digital veröffentlichte am 15. Juli 2024 die Angebotsunterlage für ihr öffentliches Delisting-Erwerbsangebot an die Aktionäre der New Work zum Erwerb von New Work-Aktien gegen Zahlung einer Bargegenleistung in Höhe von EUR 66,25 je Aktie. Bis zum Ablauf der Annahmefrist am 26. August 2024 wurde das Delisting-Erwerbsangebot für 1.284.017 New

Work-Aktien angenommen. Dies entspricht einem Anteil von ca. 22,85 % des Grundkapitals der New Work. Mit Vollzug des Delisting-Erwerbsangebots am 4. September 2024 wurden die zum Verkauf eingereichten New Work-Aktien auf die Burda Digital übertragen. Nach Vollzug des Delisting-Erwerbsangebots hält die Burda Digital 5.455.626 Aktien der New Work. Das Aktienregister der Gesellschaft weist die Burda Digital als Aktionärin mit diesem Aktienbestand aus.

Die Burda Digital hat seit dem Vollzug des Delisting-Erwerbsangebots weder börslich noch außerbörslich weitere New Work-Aktien erworben oder Vereinbarungen zum Erwerb von New Work-Aktien abgeschlossen.

## **E. GRÜNDE FÜR DEN AUSSCHLUSS DER MINDERHEITSAKTIONÄRE**

Gemäß §§ 327a ff. AktG kann die Hauptversammlung einer SE mit Sitz in Deutschland auf Verlangen des Hauptaktionärs beschließen, die Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung zu übertragen. Die Burda Digital möchte von dieser gesetzlich vorgesehenen Möglichkeit zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre Gebrauch machen. Eine sachliche Rechtfertigung für die Übertragung der Aktien auf die Hauptaktionärin verlangt das Gesetz nicht. Im Folgenden werden die wesentlichen Gründe des geplanten Vorhabens erläutert.

### **I. Delisting-Vereinbarung und Änderungsvereinbarung**

In der Delisting-Vereinbarung zwischen der Burda Digital und der New Work war ursprünglich vereinbart, dass die Burda Digital für die Dauer der Vertragslaufzeit (das heißt, vorbehaltlich einer Kündigung mit sofortiger Wirkung nach Maßgabe der Delisting-Vereinbarung, bis zum Ablauf des 31. August 2025), die New Work nicht zur Durchführung bestimmter Strukturmaßnahmen veranlassen bzw. keine dieser Strukturmaßnahmen durchführen und/oder entsprechende Beschlussfassungen in der Hauptversammlung der New Work unterstützen wird. Diese befristete Verpflichtung in der Delisting-Vereinbarung, bestimmte Maßnahmen nicht durchzuführen, umfasste unter anderem einen aktienrechtlichen Squeeze-out gemäß §§ 327a ff. AktG.

Im Februar 2025 haben die Burda Digital und die New Work durch Abschluss einer Änderungsvereinbarung zur Delisting-Vereinbarung einvernehmlich einzelne auf die Dauer der Vertragslaufzeit der Delisting-Vereinbarung befristete Regelungen der Delisting-Vereinbarung geändert bzw. aufgehoben, darunter die Verpflichtung der Burda Digital zur Nicht-Durchführung eines aktienrechtlichen Squeeze-out gemäß §§ 327a ff. AktG.

Diese Änderung der Delisting-Vereinbarung hat folgenden Hintergrund: Die Annahmequote des Delisting-Erwerbsangebots im Umfang von circa 22,85 % des Grundkapitals der New Work war unerwartet hoch, so dass die Burda Digital seit dem Vollzug des Delisting-Erwerbsangebots 97,07 % des Grundkapitals der New Work hält. Die Burda Digital und die New Work kamen nach Verhandlungen im Februar 2025 überein, einzelne Regelungen der Delisting-Vereinbarung zu

ändern bzw. aufzuheben, welche die Burda Digital verpflichteten, die Strukturmaßnahme des aktienrechtlichen Squeeze-out gemäß §§ 327a ff. AktG während der Dauer der Vertragslaufzeit der Delisting-Vereinbarung auf Ebene der New Work nicht zu veranlassen, durchzuführen oder entsprechende Beschlussfassungen in der Hauptversammlung der New Work zu unterstützen. In Anbetracht der infolge des Vollzugs des Delisting-Erwerbsangebots erreichten Beteiligung der Burda Digital in Höhe von 97,07 % des Grundkapitals der New Work, erkannten Vorstand und Aufsichtsrat der New Work an, dass es gute Gründe für die Erwägung der Burda Digital gibt, ein Verlangen zu stellen, dass die Hauptversammlung der Gesellschaft über die Übertragung der New Work-Aktien der verbleibenden Minderheitsaktionäre der New Work auf die Burda Digital gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt (aktienrechtlicher Squeeze-out). Darüber hinaus wurden beim Abschluss der Änderungsvereinbarung zur Delisting-Vereinbarung unter anderem folgende Aspekte berücksichtigt: Die geänderten wirtschaftlichen und wettbewerblichen Rahmenbedingungen seit Abschluss der Delisting-Vereinbarung, die zum Zeitpunkt des Abschlusses der Änderungsvereinbarung nur noch vergleichsweise kurze Restlaufzeit der Delisting-Vereinbarung und die nur punktuelle Änderung des bestehenden Regelungsgefüges der Delisting-Vereinbarung (d.h. unter Aufrechterhaltung wesentlicher weiterer Regelungsmechanismen im Interesse der New Work, ihrer Aktionäre und sonstiger relevanter Stakeholder bis zum Ablauf der Vertragslaufzeit der Delisting-Vereinbarung).

## **II. Erhöhte Flexibilität**

Nach Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin können Beschlüsse der Hauptversammlung der New Work kurzfristig und ohne aufwendige Vorbereitungen, wie sie für die Durchführung einer Publikumshauptversammlung erforderlich sind, herbeigeführt werden. Insbesondere die langen Vorlaufzeiten und umfangreichen Informationspflichten gegenüber den Minderheitsaktionären entfallen. Dadurch wird es möglich, Maßnahmen, die eine Einbeziehung der Hauptversammlung erfordern, flexibler zu planen und einfacher und schneller umzusetzen. Dies ist insbesondere in dem dynamischen Marktumfeld von New Work von Bedeutung.

## **III. Einsparung von Kosten**

Neben dem Gewinn an Flexibilität führt der Ausschluss der Minderheitsaktionäre auch zu Kostenvorteilen für die New Work. So werden etwa die Kosten für die Einberufung und Durchführung der jährlichen ordentlichen Publikumshauptversammlung sowie die Kosten von etwaigen sich hieran anschließenden Rechtsstreitigkeiten nahezu vollständig entfallen. Neben den Kosten für die Veröffentlichung der Einladung im Bundesanzeiger, die Versendung von Unterlagen an Aktionäre und die Veranstaltung der Hauptversammlung als solcher, betrifft dies insbesondere auch interne und externe Kosten für die rechtliche Vorbereitung und Durchführung der jährlichen ordentlichen Hauptversammlung, etwa im Zusammenhang mit der Vorbereitung von Berichten an die Hauptversammlung oder mit der Aufbereitung der Informationen für Aktionärsfragen. Diese Kosten, sowie außerhalb der Hauptversammlung anfallende Kosten für die Betreuung der

Aktionäre (z.B. durch die Investor Relations-Abteilung), fallen in einer Gesellschaft ohne Minderheitsaktionäre nicht mehr an.

#### **IV. Erhöhte Transaktionssicherheit**

Neben der größeren Flexibilität und der Kostenersparnis schafft der Ausschluss der Minderheitsaktionäre auch erhöhte Transaktionssicherheit. Das Risiko, dass sich Strukturmaßnahmen und Kapitalmaßnahmen, die zu ihrer Wirksamkeit der Eintragung ins Handelsregister bedürfen, insbesondere durch unbegründete Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen von Minderheitsaktionären verzögern, entfällt. Gerichtsverfahren einschließlich verfahrensbeendender Vergleiche mit Minderheitsaktionären können personelle und finanzielle Ressourcen einer Aktiengesellschaft in signifikantem Umfang binden. Durch die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin werden aufwendige gerichtliche Auseinandersetzungen zwischen der New Work und Minderheitsaktionären von vornherein vermieden.

#### **F. VORAUSSETZUNGEN FÜR DEN AUSSCHLUSS DER MINDERHEITSAKTIONÄRE**

##### **I. Überblick über die gesellschaftsrechtlichen Regelungen**

Gemäß § 327a Abs. 1 AktG kann die Hauptversammlung einer SE mit Sitz in Deutschland auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft in Höhe von mindestens 95 Prozent des Grundkapitals gehören, die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen. Da die New Work nennwertlose Stückaktien ausgegeben hat, bestimmt sich der Anteil, den ein Aktionär am Grundkapital halten muss, nach der Zahl der Aktien (§ 327a Abs. 2 AktG i.V.m. § 16 Abs. 2 Satz 1 Alt. 2 AktG).

Für einen Squeeze-out muss der Hauptaktionär gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG das Verlangen an die Gesellschaft richten, dass die Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt.

Nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung fest. Die Barabfindung muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Der Hauptaktionär hat der Hauptversammlung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden. Die Angemessenheit der Barabfindung ist durch einen auf Antrag des Hauptaktionärs vom Gericht ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfer zu prüfen (§ 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG). Dieser berichtet schriftlich über das Ergebnis seiner Prüfung. Der Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung darüber

abzuschließen, ob die vom Hauptaktionär festgelegte Barabfindung angemessen ist (§ 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e Abs. 1 AktG).

Vor Einberufung der Hauptversammlung hat der Hauptaktionär der Gesellschaft gemäß § 327b Abs. 3 AktG die Erklärung eines in der Bundesrepublik Deutschland zum Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstituts zu übermitteln, durch die das Kreditinstitut die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung des Hauptaktionärs übernimmt, den Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen Aktien zu zahlen.

In den Geschäftsräumen der New Work sind von der Einberufung der Hauptversammlung an der Entwurf des Übertragungsbeschlusses, die Jahresabschlüsse und die Lageberichte für die letzten drei Geschäftsjahre der Gesellschaft, der gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG durch den Hauptaktionär erstattete Übertragungsbericht sowie der gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG erstattete Bericht des vom Gericht bestellten Prüfers auszulegen (§ 327c Abs. 3 AktG). Auf Verlangen ist jedem Aktionär unverzüglich und kostenlos eine Abschrift dieser Unterlagen zu erteilen (§ 327c Abs. 4 AktG). Die Verpflichtung zur Auslage und Erteilung von Abschriften nach § 327c Abs. 3 und 4 AktG entfallen gemäß § 327c Abs. 5 AktG, wenn die genannten Unterlagen für denselben Zeitraum über die Internetseite der Gesellschaft zugänglich sind. Die zuvor genannten Unterlagen sind zudem während der Hauptversammlung z.B. über die Internetseite der Gesellschaft zugänglich zu machen (§ 327d Satz 1 AktG).

Die Hauptversammlung der Gesellschaft hat über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung zu beschließen. Für den Übertragungsbeschluss ist die einfache Stimmenmehrheit erforderlich und ausreichend (Art. 57 SE-VO).

Nach zustimmendem Beschluss der Hauptversammlung hat der Vorstand der Gesellschaft den Übertragungsbeschluss zur Eintragung in das Handelsregister der Gesellschaft anzumelden (§ 327e Abs. 1 Satz 1 AktG). Mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister gehen alle Aktien der Minderheitsaktionäre kraft Gesetzes auf den Hauptaktionär über (§ 327e Abs. 3 Satz 1 AktG). Im Gegenzug erhalten die Minderheitsaktionäre den Anspruch auf Zahlung der festgesetzten Barabfindung.

## **II. Beteiligung der Burda Digital am Grundkapital der New Work in Höhe von mehr als 95 %**

Das Grundkapital der New Work beträgt EUR 5.620.435,00 und ist eingeteilt in 5.620.435 nennwertlose auf den Namen lautende Stückaktien (vgl. oben Abschnitt B.III.1). Die New Work hält keine eigenen Aktien. Da New Work nennwertlose Stückaktien ausgegeben hat, bestimmt sich der Anteil, den der Hauptaktionär am Grundkapital halten muss, nach der Zahl der Aktien (§ 327a Abs. 2 AktG i.V.m. § 16 Abs. 2 Satz 1 Alt. 2 AktG).

Die Burda Digital hielt am 7. Mai 2025, dem Tag des konkretisierenden Übertragungsverlangens, und hält bis zum Tag der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts insgesamt 5.455.626

Stückaktien und damit rund 97,07 % des Grundkapitals der New Work und ebenso viele Stimmrechte. Die Burda Digital ist damit Hauptaktionärin der New Work im Sinne des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG. Umtausch- und Bezugsrechte auf Aktien der New Work wären bei der Berechnung der gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG erforderlichen Kapitalmehrheit von 95 % nicht mitzurechnen; solche Rechte bestehen nicht.

### **III. Verlangen der Burda Digital gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG und Festlegung der Barabfindung**

Die Burda Digital hat der New Work gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG erstmals mit Schreiben vom 18. Februar 2025 das Verlangen übermittelt, dass die Hauptversammlung der New Work über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der New Work auf die Burda Digital gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt. Am 19. Februar 2025 veröffentlichte New Work eine Unternehmensmitteilung, in der sie über die erhaltene Absichtserklärung der Burda Digital zur Durchführung eines Squeeze-out informierte. Die Burda Digital hat als Hauptaktionärin mit Schreiben vom 7. Mai 2025 dem Vorstand von New Work ein (zweites) konkretisiertes Verlangen im Sinne des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG übermittelt, die Hauptversammlung von New Work über die Übertragung der auf den Namen lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre von New Work (Minderheitsaktionäre) auf die Burda Digital (Hauptaktionärin) gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß dem Verfahren zum Ausschluss von Minderheitsaktionären nach §§ 327a ff. AktG beschließen zu lassen. Dieses Übertragungsverlangen ist dem Vorstand von New Work am 7. Mai 2025 zugegangen. In diesem Verlangen hat die Burda Digital der New Work einen entsprechenden Beschlussvorschlag übermittelt. Eine Kopie dieses Schreibens ist diesem Übertragungsbericht als Anlage 2 beigelegt. In dem konkretisierten Verlangen hat die Burda Digital als Hauptaktionärin nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG die Höhe der den Minderheitsaktionären zu gewährenden Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre mit EUR 105,65 je Stückaktie der New Work SE festgelegt. Bei der Festlegung der Barabfindung wurde sie von dem Bewertungsgutachter als neutralem Gutachter unterstützt, der den Unternehmenswert von New Work anhand anerkannter Bewertungsgrundsätze ermittelt hat. Die Burda Digital hat sich die von dem Bewertungsgutachter erstellte Unternehmensbewertung vollumfänglich zu eigen gemacht. Die Gutachtliche Stellungnahme des Bewertungsgutachters ist diesem Übertragungsbericht als Anlage 3 beigelegt. Auf die Gutachtliche Stellungnahme wird verwiesen, sie bildet einen integralen Bestandteil dieses Übertragungsberichts. Die Angemessenheit der Barabfindung wird in Abschnitt H dieses Übertragungsberichts unter Verweis auf die Gutachtliche Stellungnahme des Bewertungsgutachters näher erläutert und begründet.

### **IV. Gewährleistung eines Kreditinstituts gemäß § 327b Abs. 3 AktG**

Die Burda Digital hat der New Work gemäß § 327b Abs. 3 AktG die gesetzlich geforderte Gewährleistungserklärung eines in der Bundesrepublik Deutschland zum Geschäftsbetrieb befugten

Kreditinstituts übermittelt. Die Landesbank Baden-Württemberg hat nach Festlegung der Barabfindung durch die Hauptaktionärin eine Gewährleistungserklärung für die Erfüllung der Verpflichtung der Burda Digital abgegeben, den betreffenden Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der New Work unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen Aktien zu zahlen. Sie gibt den betreffenden Minderheitsaktionären einen unmittelbaren, unbedingten und unwiderruflichen Anspruch auf Zahlung der Barabfindung gegen die Landesbank Baden-Württemberg ab Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das für die New Work zuständige Handelsregister.

Die Burda Digital hat dem Vorstand von New Work am 7. Mai 2025 – und damit vor der Einberufung der Hauptversammlung von New Work, auf der über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschlossen werden soll, die Erklärung der Landesbank Baden-Württemberg, ein in Deutschland zum Geschäftsbetrieb befugtes Kreditinstitut, übermittelt, durch die die Landesbank Baden-Württemberg die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Burda Digital übernommen hat, den Minderheitsaktionären von New Work nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der New Work SE unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen New Work-Aktien zu zahlen. Die Gewährleistungserklärung der Landesbank Baden-Württemberg vom 6. Mai 2025 gibt den Minderheitsaktionären einen unmittelbaren, unbedingten und unwiderruflichen Anspruch auf Zahlung der von der Burda Digital festgelegten Barabfindung gegen die Landesbank Baden-Württemberg.

Im Verhältnis zu jedem Minderheitsaktionär sind Einwendungen und Einreden der Landesbank Baden-Württemberg aus deren Verhältnis zur Burda Digital ausgeschlossen. Im Einklang mit den von der Rechtsprechung bestätigten gesetzlichen Vorgaben beschränkt sich die Gewährleistungserklärung auf die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung. Hieraus folgt, dass für den Fall, dass die Barabfindung nachträglich im Rahmen eines Spruchverfahrens erhöht werden sollte, der Differenzbetrag im Vergleich zu der von der Burda Digital festgelegten Barabfindung nicht von der Gewährleistungserklärung umfasst ist. Die Gewährleistungserklärung der Landesbank Baden-Württemberg ist diesem Übertragungsbericht in Kopie als Anlage 4 beigefügt.

## **V. Übertragungsbericht der Burda Digital**

Mit dem vorliegenden Bericht erstattet die Burda Digital als Hauptaktionärin den Übertragungsbericht gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG. In diesem Übertragungsbericht werden insbesondere – wie gesetzlich vorgesehen – die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet.

## **VI. Prüfung der Barabfindung**

Auf Antrag der Burda Digital hat das Landgericht Hamburg Baker Tilly als sachverständigen Prüfer ausgewählt und mit Beschluss vom 12. Februar 2025 bestellt (§§ 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 i.V.m. 293c Abs. 1 Satz 3 bis 5, 293d AktG). Baker Tilly wird über das Ergebnis der Prüfung der

Angemessenheit der Barabfindung nach Maßgabe des § 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. § 293e AktG gesondert Bericht erstatten. Der Bericht von Baker Tilly wird – ebenso wie dieser Übertragungsbericht und weitere Unterlagen – entsprechend den aktienrechtlichen Bestimmungen zugänglich sein (siehe sogleich Ziffer VII).

## **VII. Unterlagen für die Hauptversammlung der New Work**

Von der Einberufung der Hauptversammlung an werden auf der Internetseite der New Work unter

<https://new-work.se/de/hv>

die nachfolgend bezeichneten Unterlagen zugänglich sein:

- der Entwurf des Übertragungsbeschlusses;
- die Jahresabschlüsse, Konzernjahresabschlüsse und Lageberichte der New Work jeweils für die Geschäftsjahre 2022, 2023 und 2024,
- der schriftliche Bericht der Burda Digital vom 7. Mai 2025 als Hauptaktionärin der New Work über die Voraussetzungen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der New Work auf die Burda Digital sowie die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gem. § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG einschließlich der Gutachtlichen Stellungnahme.
- das Übertragungsverlangen der Burda Digital vom 18. Februar 2025;
- das konkretisierte Übertragungsverlangen der Burda Digital vom 7. Mai 2025;
- die Gewährleistung der Landesbank Baden-Württemberg gemäß § 327b Abs. 3 AktG vom 6. Mai 2025;
- der Prüfungsbericht des vom Landgericht Hamburg bestellten Prüfers Baker Tilly über die Angemessenheit der Barabfindung.

Die Unterlagen werden auch in der Hauptversammlung der New Work am 23. Juni 2025 zugänglich gemacht.

## **VIII. Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung der New Work**

Es ist beabsichtigt, dass die Hauptversammlung der New Work am 23. Juni 2025 die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin Burda Digital beschließt.

Der von der Hauptaktionärin übermittelte Entwurf für den Übertragungsbeschluss lautet wie folgt:

*„Die auf den Namen lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der New Work SE mit Sitz in Hamburg werden gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) der Verordnung*

*(EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE) i.V.m. §§ 327a ff. AktG gegen Gewährung einer von der Burda Digital SE mit Sitz in München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 240850 (Hauptaktionärin) zu zahlenden angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 105,65 je auf den Namen lautender Stückaktie auf die Hauptaktionärin übertragen. “*

Der Beschluss der Hauptversammlung zur Übertragung der New Work-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin bedarf der einfachen Stimmenmehrheit (Art. 57 SE-VO). Bei der Beschlussfassung über die Übertragung der New Work-Aktien der Minderheitsaktionäre ist die Hauptaktionärin stimmberechtigt; ein Stimmrechtsausschluss besteht nach den aktienrechtlichen Vorschriften nicht.

## **IX. Eintragung in das Handelsregister**

Nachdem die Hauptversammlung der New Work die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Burda Digital als Hauptaktionärin beschlossen hat, ist der Übertragungsbeschluss durch den Vorstand der New Work gemäß § 327e Abs. 1 Satz 1 AktG zur Eintragung in das Handelsregister der New Work anzumelden.

Bei der Anmeldung hat der Vorstand gemäß § 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 5 Satz 1 AktG die Erklärung abzugeben, dass eine Klage gegen die Wirksamkeit des Übertragungsbeschlusses nicht oder nicht fristgemäß erhoben oder eine solche Klage rechtskräftig abgewiesen oder zurückgenommen worden ist („**Negativerklärung**“). Kann diese Negativerklärung nicht abgegeben werden oder liegt sie nicht vor, darf der Übertragungsbeschluss grundsätzlich nicht eingetragen werden (§ 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 5 Satz 2 AktG).

Trotz fehlender Negativerklärung kann der Übertragungsbeschluss dennoch eingetragen werden, wenn alle klageberechtigten Aktionäre durch notariell beurkundete Verzichtserklärung auf die Klage gegen die Wirksamkeit des Übertragungsbeschlusses verzichten oder wenn zwar Klagen erhoben wurden, das gemäß § 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 6 Satz 7 AktG zuständige Gericht aber durch rechtskräftigen Beschluss festgestellt hat, dass die Erhebung der Klagen der Eintragung nicht entgegensteht. Ein solcher Beschluss (sog. Freigabeentscheidung) ergeht gemäß § 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 6 Satz 3 AktG, wenn (i) die Klage unzulässig oder offensichtlich unbegründet ist, (ii) der Kläger nicht binnen einer Woche nach Zustellung des Antrags durch Urkunden nachgewiesen hat, dass er seit Bekanntmachung der Einberufung einen anteiligen Betrag von mindestens EUR 1.000 hält, oder (iii) das alsbaldige Wirksamwerden des Hauptversammlungsbeschlusses vorrangig erscheint, weil die vom Antragsteller dargelegten wesentlichen Nachteile für die Gesellschaft und ihre Aktionäre nach freier Überzeugung des Gerichts die Nachteile für den Antragsgegner überwiegen, es sei denn, es liegt eine besondere Schwere des Rechtsverstoßes vor.

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister wird der Ausschluss der Minderheitsaktionäre wirksam.

## **G. AUSWIRKUNGEN DES AUSSCHLUSSES DER MINDERHEITSAKTIONÄRE**

### **I. Übergang des Eigentums an den Aktien der New Work auf die Hauptaktionärin mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses**

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der New Work geht gemäß § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG das Eigentum an allen Aktien der Minderheitsaktionäre der New Work kraft Gesetzes auf die Burda Digital als Hauptaktionärin über. Die Minderheitsaktionäre verlieren mithin kraft Gesetzes ihre Rechtsstellung als Aktionär. Eine gesonderte Übertragung der New Work-Aktien ist weder notwendig noch möglich.

Die Burda Digital erwirbt auf diese Weise alle Mitgliedschaftsrechte aus den Aktien der Minderheitsaktionäre, die zwingend mit der Stellung als Aktionär verbunden sind. Dies betrifft insbesondere die Vermögensrechte und die im Zusammenhang mit der Hauptversammlung bestehenden Verwaltungsrechte (Teilnahme-, Stimm-, Rede- und Fragerecht).

Unerheblich für den Zeitpunkt des Übergangs der New Work-Aktien ist die Ausbuchung der Aktien durch das jeweilige depotführende Kreditinstitut. Maßgeblich ist insofern allein die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister, § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG.

Nach dem Übergang des Eigentums an den New Work-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Burda Digital verbriefen die bei der Clearstream hinterlegten Globalurkunden, soweit sie im Miteigentum der bisherigen Minderheitsaktionäre stehen, nicht mehr das bisherige Mitgliedschaftsrecht, sondern nur den Anspruch der bisherigen Minderheitsaktionäre gegen die Burda Digital auf Zahlung der angemessenen Barabfindung (§ 327e Abs. 3 Satz 2 AktG).

### **II. Erwerb eines Anspruchs auf angemessene Barabfindung**

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister und dem Übergang der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Burda Digital entsteht der Barabfindungsanspruch der Minderheitsaktionäre gegen die Burda Digital. Jeder Minderheitsaktionär der New Work erhält für je eine auf den Namen lautende Stückaktie der New Work einen Anspruch auf Zahlung von der festgelegten Barabfindung. Die Auszahlung des Barabfindungsbetrags wird durch die Gewährleistungserklärung der Landesbank Baden-Württemberg (siehe Abschnitt F.IV) abgesichert.

Das Registergericht wird gemäß § 10 HGB die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister bekannt machen.

Die Barabfindung ist gemäß § 327b Abs. 2 AktG von der Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister an mit jährlich fünf Prozentpunkten über dem jeweiligen von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Basiszinssatz nach § 247 Bürgerliches Gesetzbuch zu verzinsen. Der zuletzt von der Deutschen Bundesbank veröffentlichte

Basiszinssatz zum 1. Januar 2025 beträgt 2,27 %. Die Geltendmachung eines weiteren Schadens im Falle der nicht rechtzeitigen Zahlung ist nicht ausgeschlossen (§ 327b Abs. 2, 2. Halbsatz AktG).

### **III. Banktechnische Abwicklung der Zahlung der Barabfindung**

Die Zahlung der Barabfindung an die Minderheitsaktionäre erfolgt unverzüglich nach der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der New Work durch Überweisung auf das Konto des jeweiligen Aktionärs bei der depotführenden Bank Zug um Zug gegen Ausbuchung der Aktien. Mit einer Gutschrift auf dem Konto des jeweiligen Aktionärs ist unverzüglich nach der Handelsregistereintragung zu rechnen. Mit der Gutschrift der jeweiligen geschuldeten Barabfindung (gegebenenfalls inklusive gesetzlicher Zinsen) auf dem Konto des jeweils das Depot des Minderheitsaktionärs führenden Instituts bei Clearstream hat Burda Digital ihre Verpflichtung zur Zahlung der Barabfindung gegenüber dem jeweiligen Minderheitsaktionär erfüllt. Es obliegt dem jeweils depotführenden Institut, die jeweils geschuldete Barabfindung dem Konto des jeweiligen Minderheitsaktionärs gutzuschreiben. Mit der Abwicklung der auszahlenden Barabfindung wird die Burda Digital die Landesbank Baden-Württemberg beauftragen. Die Abwicklung wird für die jeweiligen Aktionäre provisions- und spesenfrei durchgeführt. Burda Digital wird den depotführenden Instituten daher einen marktüblichen Betrag für Provisionen und Spesen erstatten.

Weitere Einzelheiten der Abwicklung werden den Minderheitsaktionären unmittelbar nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister gesondert durch öffentliche Bekanntmachung im Bundesanzeiger mitgeteilt.

### **IV. Beendigung der Notierung im Freiverkehr der Wertpapierbörse Hamburg**

Nach dem Delisting von der Frankfurter Wertpapierbörse werden die New Work-Aktien derzeit noch ohne Antrag oder Veranlassung der Gesellschaft im sog. einfachen Freiverkehr der Wertpapierbörse Hamburg gehandelt. Die Burda Digital erwartet, dass die Notierung der New Work-Aktien im Freiverkehr der Wertpapierbörse Hamburg spätestens im zeitlichen Zusammenhang mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister der New Work eingestellt wird; eine frühere Einstellung der Notierung ist aber nicht ausgeschlossen.

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der New Work geht das Eigentum an den New Work-Aktien der Minderheitsaktionäre von New Work kraft Gesetzes auf die Burda Digital in ihrer Eigenschaft als Hauptaktionärin über. Ein eventueller (börslicher oder außerbörslicher) Handel mit New Work-Aktien ab diesem Zeitpunkt wäre ein Handel mit der Inhaberschaft an den Barabfindungsansprüchen der Minderheitsaktionäre.

## **V. Steuerliche Auswirkungen für die Minderheitsaktionäre der New Work**

### **1. Allgemeines**

Die nachfolgenden Ausführungen enthalten eine kurze Zusammenfassung einiger wichtiger deutscher Besteuerungsgrundsätze, die für in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtige Minderheitsaktionäre der New Work im Zusammenhang mit dem Squeeze-out von Bedeutung sein können.

Steuerliche Auswirkungen für im Ausland ansässige und mit ihren Einkünften möglicherweise in Deutschland beschränkt steuerpflichtige Aktionäre der New Work werden nachfolgend nicht erläutert. Sie hängen unter anderem von besonderen Vorschriften des deutschen Steuerrechts, dem Steuerrecht des Staates, in dem der jeweilige Minderheitsaktionär ansässig ist, sowie von den Regelungen eines etwa bestehenden Abkommens zur Vermeidung der Doppelbesteuerung ab.

Die Zusammenfassung beschränkt sich auf die Darstellung einiger besonders wesentlicher Aspekte der Behandlung von Veräußerungsgewinnen und -verlusten für Zwecke der Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer (jeweils einschließlich Solidaritätszuschlag), Gewerbesteuer und Kapitalertragsteuer, und stellt diese in Grundzügen dar, ohne auf alle Besonderheiten einzugehen. Es werden daher nicht sämtliche steuerlichen Aspekte, die für die Minderheitsaktionäre relevant sein können, dargestellt.

Grundlage dieser Zusammenfassung ist das zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Berichts geltende deutsche Steuerrecht. Dieses kann sich – unter Umständen auch rückwirkend – ändern.

Eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit dieser Zusammenfassung wird nicht übernommen. Die steuerlichen Erläuterungen in diesem Bericht ersetzen keine persönliche Steuerberatung. Zu Einzelheiten und Zweifelsfragen sollten die Minderheitsaktionäre einen Steuerberater konsultieren. Nur dieser ist in der Lage, die besonderen steuerlichen Verhältnisse des einzelnen Minderheitsaktionärs angemessen zu bewerten.

### **2. Ermittlung eines Veräußerungsgewinns oder -verlusts**

Für die Minderheitsaktionäre stellt die Übertragung der Aktien auf die Burda Digital gegen Erwerb eines Anspruchs auf Barabfindung steuerlich eine Veräußerung ihrer Aktien dar.

Sie erzielen dabei einen Veräußerungsgewinn, soweit die Barabfindung abzüglich etwaiger damit in Zusammenhang stehender Veräußerungskosten die steuerlichen Anschaffungskosten oder den steuerlichen Buchwert der Aktien beim Minderheitsaktionär übersteigt. Beträgt die Barabfindung abzüglich etwaiger Veräußerungskosten weniger als die Anschaffungskosten oder den Buchwert der Aktien beim Minderheitsaktionär, entsteht ein Veräußerungsverlust.

### 3. Steuerliche Behandlung eines Veräußerungsgewinns oder -verlusts

Die steuerliche Behandlung eines Veräußerungsgewinns oder -verlusts hängt davon ab, ob die Aktien vor der Veräußerung dem Privat- oder dem Betriebsvermögen des betreffenden Minderheitsaktionärs zuzuordnen sind.

#### 3.1 Aktien im Privatvermögen

Der Gewinn aus der Veräußerung von Aktien, die im Privatvermögen gehalten werden, unterliegt der Einkommensteuer.

Die Besteuerung des Veräußerungsgewinns unterscheidet sich abhängig davon, ob der Minderheitsaktionär zu irgendeinem Zeitpunkt innerhalb der letzten fünf Jahre vor der Veräußerung am Kapital der Gesellschaft unmittelbar oder mittelbar zu mindestens 1 % beteiligt war. Bei Beteiligung von mindestens 1 % in diesem Sinne hält der Minderheitsaktionär eine sogenannte „**Wesentliche Beteiligung**“). Eine Wesentliche Beteiligung liegt auch vor, wenn der Minderheitsaktionär diese Voraussetzungen nicht selbst erfüllt, er aber die Aktien unentgeltlich erworben hat und sein unmittelbarer Rechtsvorgänger oder, bei mehrfacher unentgeltlicher Übertragung, einer der Rechtsvorgänger innerhalb der letzten fünf Jahre eine Wesentliche Beteiligung innehatte.

Bei Minderheitsaktionären, die keine Wesentliche Beteiligung halten, wird der Veräußerungsgewinn einheitlich zu einem Steuersatz von 25 % (zuzüglich Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer hierauf) („**Abgeltungsteuer**“) versteuert. Der Minderheitsaktionär kann von dem Veräußerungsgewinn und etwaigen sonstigen Kapitaleinkünften insgesamt einen Sparer-Pauschbetrag in Höhe von bis EUR 1.000 (bzw. EUR 2.000 bei zusammen veranlagten Ehegatten) in Abzug bringen; ein Abzug tatsächlich angefallener Werbungskosten ist ausgeschlossen. Die Abgeltungsteuer auf den Veräußerungsgewinn wird im Wege des Kapitalertragsteuerabzugs durch die auszahlende Stelle (inländisches Kreditinstitut, inländisches Finanzdienstleistungsinstitut, inländisches Wertpapierhandelsunternehmen oder inländische Wertpapierhandelsbank, einschließlich inländischer Zweigstellen ausländischer Institute), die die Aktien verwahrt oder verwaltet oder deren Veräußerung durchführt und die Kapitalerträge auszahlt oder gutschreibt („**Inländische Zahlstelle**“), erhoben. Werden die Aktien seit ihrem Erwerb von der Inländischen Zahlstelle verwahrt oder verwaltet, bemisst sich die Kapitalertragsteuer nach dem Unterschiedsbetrag zwischen den Einnahmen aus der Veräußerung nach Abzug der Aufwendungen, die im unmittelbaren sachlichen Zusammenhang mit der Veräußerung stehen, und den Anschaffungskosten für die Aktien. Hat sich die Inländische Zahlstelle seit dem Erwerb der Aktien geändert und sind die Anschaffungskosten nicht nachgewiesen bzw. ist ein solcher Nachweis nicht zulässig, ist die Kapitalertragsteuer auf 30 % der Einnahmen aus der Veräußerung der Aktien zu erheben. Zusätzlich wird Kirchensteuer einbehalten, es sei denn, der Minderheitsaktionär hat dem Abruf von Daten zu seiner Religionszugehörigkeit widersprochen. Der Steuerabzug durch die Inländische Zahlstelle hat abgeltende Wirkung, d.h. mit dem Steuerabzug ist die Einkommensteuerschuld des Minderheitsaktionärs im Hinblick auf den Veräußerungsgewinn abgegolten; der Minderheitsaktionär muss den Gewinn nicht in der Einkommensteuererklärung angeben. Unterbleibt der Steuerabzug jedoch (z.B. in Ermangelung einer Inländischen Zahlstelle), hat der Aktionär den

Veräußerungsgewinn in seiner Einkommensteuererklärung anzugeben. Anstelle der Abgeltungssteuer kann der Minderheitsaktionär beantragen, dass seine Kapitaleinkünfte (einschließlich des Veräußerungsgewinns) der tariflichen Einkommensteuer unterworfen werden, wenn dies für ihn zu einer niedrigeren Belastung führt (sog. Günstigerprüfung). Veräußerungsverluste aus Aktien dürfen ausschließlich mit Veräußerungsgewinnen aus Aktien, nicht aber mit anderen Einkünften aus Kapitalvermögen, etwa bezogenen Dividenden, und auch nicht mit Einkünften anderer Einkunftsarten verrechnet werden (Verlustverrechnungsbeschränkung). Nicht ausgeglichene Veräußerungsverluste aus Aktien können allein in künftige Veranlagungszeiträume vorgetragen, nicht aber zurückgetragen werden; diese Beträge werden gesondert festgestellt.

Der Gewinn aus der Veräußerung einer Wesentlichen Beteiligung unterliegt nicht der Abgeltungssteuer. Der Gewinn ist nur zu 60 % einkommensteuerpflichtig und unterliegt der Besteuerung mit dem persönlichen progressiven Einkommensteuersatz des betreffenden Minderheitsaktionärs (zuzüglich Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer hierauf). Veräußerungsverluste und Aufwendungen, die im wirtschaftlichen Zusammenhang mit der Barabfindung stehen, können umgekehrt grundsätzlich nur zu 60 % steuerlich geltend gemacht werden („**Teileinkünfteverfahren**“). Soweit eine Inländische Zahlstelle im Hinblick auf den Veräußerungsgewinn einen Steuerabzug („**Kapitalertragsteuer**“ zuzüglich Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer hierauf) vornimmt, hat dieser keine abgeltende Wirkung. Der Minderheitsaktionär muss den Gewinn in seiner Einkommensteuererklärung angeben. Die abgezogene Steuer wird bei der Steuerveranlagung des Minderheitsaktionärs auf dessen Steuerschuld angerechnet bzw. in Höhe eines etwaigen Überhangs erstattet. Der Sparer-Pauschbetrag wird nicht gewährt.

Besonderheiten gelten bei Aktien, die der Minderheitsaktionär oder – bei unentgeltlichem Erwerb – sein Rechtsvorgänger vor dem 1. Januar 2009 erworben hat.

## 3.2 Aktien im Betriebsvermögen

Bei Aktien im Betriebsvermögen richtet sich die steuerliche Behandlung eines Veräußerungsgewinns oder -verlusts danach, ob der Minderheitsaktionär eine Körperschaft, ein Einzelunternehmer oder eine gewerblich tätige oder gewerblich geprägte Personengesellschaft („**Mitunternehmerschaft**“) ist. Diese Unterscheidung hat auch Bedeutung für die Frage, ob der Veräußerungsgewinn dem Kapitalertragsteuerabzug unterliegt (siehe unten Ziffer 3.2.4).

### 3.2.1 Minderheitsaktionär ist eine Körperschaft

Der Gewinn aus der Veräußerung der Aktien ist im Ergebnis grundsätzlich zu 95 % von der Körperschaftsteuer und dem Solidaritätszuschlag sowie der Gewerbesteuer befreit. 5 % des Gewinns gelten pauschal als nicht abzugsfähige Betriebsausgaben und unterliegen daher bei einer nicht steuerbefreiten Körperschaft der Körperschaftsteuer zu einem Steuersatz in Höhe von 15 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag (Gesamtbelastung 15,825 %) und, wenn die Aktien einer in Deutschland gelegenen Betriebsstätte zuzurechnen sind, der Gewerbesteuer. Eine Mindestbeteiligungsgrenze oder eine Mindesthaltezeit ist nicht zu beachten. Veräußerungsverluste und andere

Gewinnminderungen, die im Zusammenhang mit den veräußerten Aktien stehen, dürfen steuerlich nicht als Betriebsausgaben abgezogen werden.

Die Steuerbefreiung gilt jedoch in bestimmten Fällen nicht, z.B. wenn in früheren Jahren eine steuerwirksame Teilwertabschreibung vorgenommen wurde und diese nicht durch eine sog. Wertaufholung ausgeglichen worden ist.

### **3.2.2 Minderheitsaktionär ist eine natürliche Person (Einzelunternehmer)**

Sind die Aktien Betriebsvermögen einer natürlichen Person (Einzelunternehmer), unterliegt der Gewinn der Einkommensteuer. Es gilt das oben beschriebene Teileinkünfteverfahren. Der Veräußerungsgewinn ist zu 60 % einkommensteuerpflichtig und unterliegt dem persönlichen progressiven Einkommensteuertarif des Minderheitsaktionärs (zuzüglich Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer hierauf). Veräußerungsverluste und Aufwendungen, die mit dem Gewinn in wirtschaftlichem Zusammenhang stehen, können zu 60 % berücksichtigt werden.

Gehören die Aktien zum Vermögen einer in Deutschland gelegenen Betriebsstätte eines Gewerbebetriebs des Minderheitsaktionärs, unterliegt der Veräußerungsgewinn auch der Gewerbesteuer, allerdings auch hier nur zu 60 %. Die Gewerbesteuer wird nach einem pauschalierten Verfahren vollständig oder teilweise auf die Einkommensteuer des Aktionärs angerechnet.

### **3.2.3 Minderheitsaktionär ist eine Personengesellschaft (Mitunternehmerschaft)**

Ist der Minderheitsaktionär eine gewerblich tätige oder gewerblich geprägte Personengesellschaft (Mitunternehmerschaft), wird die Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer nicht auf Ebene der Personengesellschaft, sondern auf Ebene ihrer Gesellschafter erhoben. Die Besteuerung richtet sich danach, ob der jeweilige Gesellschafter eine Körperschaft oder eine natürliche Person ist. Ist der Gesellschafter eine Körperschaft, wird der Veräußerungsgewinn nach den auf Körperschaften anwendbaren Grundsätzen besteuert (siehe oben Ziffer 3.2.1). Ist der Gesellschafter eine natürliche Person, finden die für natürliche Personen (Einzelunternehmer) geltenden Grundsätze Anwendung (siehe oben Abschnitt 3.2.2).

Bei Zurechnung der Aktien zu einer inländischen Betriebsstätte eines Gewerbebetriebs der Personengesellschaft unterliegt der Veräußerungsgewinn außerdem der Gewerbesteuer auf Ebene der Personengesellschaft. Soweit er im Gewinnanteil einer natürlichen Person als Gesellschafter der Personengesellschaft enthalten ist, ist er zu 60 %, soweit er im Gewinnanteil einer Körperschaft enthalten ist, ist er in der Regel nur zu 5 % gewerbesteuerpflichtig. Veräußerungsverluste und andere Gewinnminderungen, die im Zusammenhang mit den veräußerten Aktien stehen, bleiben für Zwecke der Gewerbesteuer unberücksichtigt, soweit sie auf den Gewinnanteil einer Körperschaft entfallen, während sie zu 60 % abziehbar sind, soweit sie auf den Gewinnanteil einer natürlichen Person entfallen. Soweit natürliche Personen an der Personengesellschaft beteiligt sind, wird die auf der Ebene der Personengesellschaft anfallende Gewerbesteuer grundsätzlich im Wege eines pauschalierten Anrechnungsverfahrens vollständig oder teilweise auf ihre persönliche Einkommensteuer angerechnet.

### 3.2.4 Kapitalertragsteuer

Veräußerungsgewinne aus Aktien, die von unbeschränkt steuerpflichtigen Körperschaften gehalten werden, unterliegen grundsätzlich nicht dem abgeltenden Kapitalertragsteuerabzug. Dasselbe gilt bei natürlichen Personen oder Personengesellschaften, wenn der Veräußerungsgewinn zu den Betriebseinnahmen eines inländischen Betriebs gehört und der Aktionär dies gegenüber der auszahlenden Stelle nach amtlich vorgeschriebenem Vordruck erklärt und bestimmte weitere Voraussetzungen erfüllt werden. Andernfalls hat eine inländische Zahlstelle bei Veräußerung von nach dem 31. Dezember 2008 erworbenen Aktien Kapitalertragsteuer in Höhe von 25 % (zuzüglich Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer hierauf) einzubehalten. Die einbehaltene Kapitalertragsteuer und der einbehaltene Solidaritätszuschlag haben bei Aktien im Betriebsvermögen keine abgeltende Wirkung; sie werden grundsätzlich auf die Steuerschuld (einschließlich Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer hierauf) angerechnet bzw. in Höhe eines etwaigen Überhangs erstattet.

## H. ERLÄUTERUNGEN ZUR ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG

### I. Höhe der Barabfindung für New Work-Aktien

Die Übertragung der New Work-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin erfolgt gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung. Nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG legt die Hauptaktionärin die angemessene Barabfindung fest. Die Barabfindung muss die Verhältnisse der New Work im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen. Tag der geplanten Hauptversammlung der New Work, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Burda Digital beschließen soll, ist der 23. Juni 2025 („**Bewertungstichtag**“).

Die Burda Digital hat als angemessene Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG einen Betrag von

**EUR 105,65 je auf den Namen lautender Stückaktie der New Work SE**

festgelegt.

### II. Ermittlung und Festlegung der Barabfindung nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG

Die Burda Digital hat zu ihrer Unterstützung bei der Festlegung der zu gewährenden Barabfindung PwC als Bewertungsgutachter beauftragt, die den Minderheitsaktionären der New Work gemäß § 327a Abs. 1 AktG zu gewährende angemessene Barabfindung nach anerkannten betriebswirtschaftlichen Methoden ermittelt.

Der Bewertungsgutachter hat seine Gutachtliche Stellungnahme am 5. Mai 2025 erstattet. Die wesentlichen Ergebnisse zur Bemessung der angemessenen Barabfindung werden im Folgenden

zusammengefasst. Zur näheren Erläuterung und Begründung der im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG angemessenen Barabfindung wird auf die Gutachtliche Stellungnahme verwiesen. Die Burda Digital macht sich die Ausführungen in der Gutachtlichen Stellungnahme inhaltlich in vollem Umfang zu eigen. Die Gutachtliche Stellungnahme ist diesem Übertragungsbericht in vollständiger Fassung als Anlage 3 beigelegt und bildet einen integralen Bestandteil dieses Übertragungsberichts.

Die von der Burda Digital festgelegte angemessene Barabfindung je New Work-Aktie entspricht dem anteiligen Unternehmenswert aufgrund der in der Gutachtlichen Stellungnahme näher beschriebenen Unternehmensbewertung. Der durchschnittliche Börsenkurs der New Work Aktie, den die Burda Digital vorsorglich – und alternativ auch unter Berücksichtigung zwischenzeitlich eingestellter Börsennotierungen – ermittelt und als Untergrenze der Barabfindung herangezogen hat (dazu unter H.II.2.1), ist dabei jedenfalls niedriger als die festgelegte Barabfindung.

Für die Festlegung der Barabfindung durch die Burda Digital waren die folgenden Erwägungen maßgeblich:

## **1. Unternehmenswert**

Zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung ist grundsätzlich eine Unternehmensbewertung zum Bewertungsstichtag vorzunehmen. Der Bewertungsgutachter hat in der Gutachtlichen Stellungnahme in der Funktion eines neutralen Gutachters den objektivierten Unternehmenswert von New Work zum Stichtag 23. Juni 2025 ermittelt. Die Unternehmensbewertung erfolgte anhand des in der Praxis und von der Rechtsprechung anerkannten und gebräuchlichen Ertragswertverfahrens. Die Grundlage der Wertermittlung ist in der Regel die künftige Entwicklung des Unternehmens und die zu erwartenden Erträge, wobei Grundlage der Bewertung sowohl Vergangenheits- und Planzahlen sowie allgemein zugängliche Informationen sind. Für die Ermittlung der künftigen Überschüsse stehen mehrere Bewertungsverfahren zur Verfügung. In der Praxis hat sich das Ertragswertverfahren nach dem Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. " in seiner aktuellen Fassung vom 2. April 2008 („IDW S 1“) durchgesetzt, durch die der nachhaltige Zukunftsertrag eines Unternehmens ermittelt wird, der anschließend auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen ist.

Der Bewertungsgutachter hat den objektivierten Wert je New Work- als neutraler Gutachter auf Basis der Ertragswertmethode ermittelt.

Der Bewertungsgutachter geht für New Work von einem unverschuldeten Betafaktor in Höhe von 1,1 aus und nimmt für die Bewertung der NWSE eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,75 % und einen Basiszinssatz von rund 2,02% p.a. nach persönlichen Steuern an. Die angesetzte Marktrisikoprämie liegt dabei innerhalb der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des Instituts der Wirtschaftsprüfer (FAUB) empfohlenen Bandbreite. Außerdem hat der Bewertungsgutachter im Rahmen der Bestimmung des Ertragswerts von New Work einen Wachstumsabschlag in Höhe von rund 1,3 % nach persönlichen Steuern angesetzt.

Der Bewertungsgutachter kommt in seiner Gutachtlichen Stellungnahme zu dem Schluss, dass der objektivierte Unternehmenswert der New Work nach dem Ertragswertverfahren im Sinne des IDW S 1 zum Bewertungsstichtag 23. Juni 2025 EUR 593,8 Mio. beträgt. Bezogen auf 5.620.435 auf den Namen lautende Stückaktien der New Work entspricht dies einem anteiligen Unternehmenswert je New Work-Aktie in Höhe von EUR 105,65. Die Wertermittlung ist aus Sicht der Burda Digital methodisch und rechnerisch zutreffend.

Der auf Basis des Ertragswertverfahrens ermittelte Unternehmenswert wurde ferner anhand des Multiplikatorverfahrens unter Heranziehung von EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmen plausibilisiert. Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert der NWSE liegt oberhalb der im Rahmen der Multiplikatorbewertung ermittelten Unternehmenswertbandbreite. Dem Liquidationswert der New Work kommt aus den in der Gutachtlichen Stellungnahme dargelegten Gründen in diesem Fall keine Bedeutung zu.

## **2. Börsenkurs von New Work**

Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts („**BVerfG**“) ist ein bestehender Börsenkurs einer Aktie bei der Bemessung der angemessenen Barabfindung, die Aktionären aufgrund von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen zu zahlen ist, als Wertuntergrenze nicht außer Acht zu lassen (BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94). Der Börsenkurs stellt in der Regel die Untergrenze der zu gewährenden Barabfindung dar, wenn er den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Diese ursprünglich für den Unternehmensvertrag entwickelten Grundsätze gelten nach herrschender Auffassung auch für die bei einem Squeeze-out zu gewährende Barabfindung.

Vorliegend ergibt der gewichtete Durchschnittskurs des relevanten Zeitraums einen Wert von höchstens EUR 68,91 je New Work-Aktie. Dieser Wert liegt unterhalb des anteiligen Unternehmenswerts aufgrund der in der Gutachtlichen Stellungnahme dargelegten Unternehmensbewertung. Der relevante Börsenkurs der New Work-Aktie erfordert daher keine Erhöhung der festgelegten Barabfindung.

### **2.1 Dreimonats-Durchschnittskurs**

Die Burda Digital geht – in Übereinstimmung mit der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs (Beschluss vom 12. März 2001, II ZB 15/00 „DAT/Altana“, und Beschluss vom 19. Juli 2010, II ZB 18/09 „Stollwerck“) – davon aus, dass nicht der Börsenkurs zu einem bestimmten Stichtag, sondern der über einen Zeitraum von drei Monaten gebildete durchschnittliche und nach Umsätzen gewichtete Börsenkurs maßgeblich ist. Auf einen abweichenden Zeitraum soll nur bei mangelnder Aussagekraft des ermittelten Börsenkurses zurückgegriffen werden, was bei besonderen Umständen wie einem ungenügenden Handel, Insiderkäufen etc. der Fall sein soll. Enddatum der Referenzperiode ist der Zeitpunkt der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme.

Nach diesen Grundsätzen ist maßgeblicher Referenzzeitraum nach Ansicht der Burda Digital der Zeitraum vom 19. November 2024 bis einschließlich 18. Februar 2025. Am 19. Februar 2025

veröffentliche New Work eine Unternehmensmitteilung, in der sie über die erhaltene Absichtserklärung der Burda Digital zur Durchführung eines Squeeze-out informierte. Ab diesem Zeitpunkt war ein Squeeze-out für die Kapitalmarktteilnehmer hinreichend wahrscheinlich. Die äußere Form einer Unternehmensmitteilung mit Bekanntgabe auf der elektronischen Kommunikationsplattform EQS ist geeignet, die Kapitalmarktteilnehmer verlässlich zu informieren. Daneben hatte der Inhalt der Meldung die notwendige Kursrelevanz, die die Gesellschaft auch zur Veröffentlichung einer Ad-hoc Mitteilung verpflichtet hätte, wenn sie – was wegen des vorangegangenen Delisting und mangels Veranlassung der noch fortbestehenden Freiverkehrs-Einbeziehung nicht der Fall war – zu diesem Zeitpunkt noch der Veröffentlichungspflicht gemäß Art. 17 der EU-Marktmisbrauchsverordnung unterlegen hätte.

## **2.2 Vorsorgliche Berücksichtigung von Freiverkehrskursen**

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Absicht der Burda Digital zur Durchführung eines Squeeze-out am 19. Februar 2025 wurden die New Work-Aktien infolge des Delisting nicht mehr im regulierten Markt, sondern lediglich noch ohne Antrag oder Veranlassung der Gesellschaft im sog. einfachen Freiverkehr der Wertpapierbörse Hamburg gehandelt.

Gegen die Berücksichtigung von Börsenkursen im Freiverkehr spricht nach Auffassung der Burda Digital, unabhängig von der Liquidität des Handels, dass sich – anders als im regulierten Markt mit den damit einhergehenden Publikationspflichten – preisbildende Informationen häufig nicht in den erzielten Börsenpreisen niederschlagen. Gleichwohl hat die Burda Digital vorsorglich auch Börsenkurse im sog. einfachen Freiverkehr ermittelt und unterstellt, dass diese – wie auch Börsenkurse im regulierten Handel – die Untergrenze für die Barabfindung darstellen.

Die BaFin stellt für Aktien, die in den Freiverkehrsegmenten der Börsen gehandelt werden, keinen gewichteten Dreimonats-Durchschnittskurs fest, der in entsprechender Anwendung von § 5 Abs. 3 der Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (WpÜG-AngVO) hätte zugrunde gelegt werden können. Auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters London Stock Exchange Group plc, London (LSEG Data & Analytics, vormals Refinitiv) hat der Bewertungsgutachter für den Dreimonats-Zeitraum 19. November 2024 bis einschließlich 18. Februar 2025 für den Freiverkehrskurs an der Wertpapierbörse Hamburg einen durchschnittlichen umsatzgewichteten Börsenkurs der New Work-Aktie in Höhe von EUR 68,91 ermittelt.

Da dieser Wert unterhalb des anteiligen Unternehmenswerts auf Grundlage der Gutachtlichen Stellungnahme liegt und die Burda Digital entschieden hat, die Barabfindung auf Grundlage des ermittelten Unternehmenswerts je New Work-Aktie festzulegen, kommt es nach Auffassung der Burda Digital im Ergebnis nicht auf eine abschließende Beurteilung der Liquidität des Handels der New Work-Aktien im Freiverkehr an.

### **2.3 Keine Hochrechnung auf den Tag der Hauptversammlung**

Eine zusätzliche Hochrechnung des ermittelten Durchschnittskurses der New Work-Aktie im Freiverkehr ist nicht geboten. In der Rechtsprechung wird eine Hochrechnung nur dann für erforderlich gehalten, wenn zwischen dem Ende des dreimonatigen Referenzzeitraums und dem Bewertungsstichtag ein „längerer Zeitraum“ liegt. Hierdurch soll verhindert werden, dass Minderheitsaktionäre von einer positiven Börsenkursentwicklung abgeschnitten werden. Dabei wird ein Zeitraum von bis zu sechs Monaten einhellig nicht als ein längerer Zeitraum angesehen. Zwischen dem Ende der Referenzperiode am 19. Februar 2025 und dem Bewertungsstichtag am 23. Juni 2025 liegen nur rund vier Monate. Zudem wäre eine solche Hochrechnung angesichts des Delisting der New Work-Aktie wenig aussagekräftig und nicht sachgerecht.

### **3. Keine Berücksichtigung der Angebotspreise oder sonstiger Vorerwerbe**

Nach Auffassung der Burda Digital sind historische Vorerwerbspreise grundsätzlich ungeeignet, um im Rahmen einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme die Höhe der Barabfindung der Minderheitsaktionäre zu bestimmen, unabhängig davon, ob die Vorerwerbspreise im Zusammenhang mit einem öffentlichen Erwerbsangebot stehen oder nicht.

### **4. Zusammenfassendes Gesamtergebnis**

Basierend auf dem anteiligen Unternehmenswert aufgrund der in der Gutachtlichen Stellungnahme näher dargestellten Unternehmensbewertung hat die Burda Digital einen Betrag von EUR 105,65 je New Work-Aktie als angemessene Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG festgelegt.

## **III. Prüfung durch sachverständigen Prüfer**

Die Angemessenheit der Barabfindung unterliegt gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG der Prüfung durch den gerichtlich ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfer Baker Tilly. Dieser erstattet über das Ergebnis der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung nach Maßgabe des § 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. § 293e AktG gesondert einen schriftlichen Bericht, der ab Einberufung der Hauptversammlung auf der Internetseite der New Work zugänglich sein wird.

## **I. GERICHTLICHE ÜBERPRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG**

Die ausscheidenden Aktionäre können die Angemessenheit der Barabfindung gerichtlich gemäß § 327f Satz 2 AktG in einem Spruchverfahren nachprüfen lassen. Die Einzelheiten des Spruchverfahrens regelt das Spruchverfahrensgesetz. Der Antrag auf gerichtliche Entscheidung im Spruchverfahren kann nur binnen drei Monaten seit dem Tag gestellt werden, an dem die Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Der Antragsteller muss den Antrag innerhalb der vorgenannten Frist begründen, wobei er

konkrete Einwendungen gegen den als Grundlage für die Barabfindung ermittelten Unternehmenswert vorbringen muss.

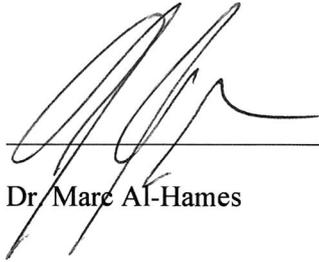
Die Antragsberechtigung im Spruchverfahren hängt nicht davon ab, ob gegen den Übertragungsbeschluss Widerspruch erklärt wird oder nicht. Eine gerichtliche Anfechtung des Übertragungsbeschlusses mit der Begründung, die durch den Hauptaktionär festgelegte Barabfindung sei für die Aktionäre von New Work unangemessen, ist gesetzlich ausgeschlossen (vgl. § 327f Satz 1 AktG).

Die Entscheidung im Spruchverfahren wirkt für und gegen alle Aktionäre, die gemäß §§ 327a ff. AktG aus der New Work ausscheiden. Falls das Gericht im Spruchverfahren eine Erhöhung der Barabfindung festsetzen sollte, kommt diese Erhöhung allen Minderheitsaktionären zugute, selbst wenn sie keinen Antrag auf Durchführung eines Spruchverfahrens gestellt haben.

München, den 7.5.25

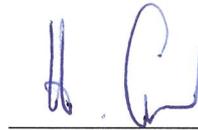
Burda Digital SE

Die geschäftsführenden Direktoren



---

Dr. Marc Al-Hames



---

Heinz Spengler

Unternehmensk. Key Accounts  
Ihr Berater:

██████████



Burda Digital SE  
Arabellastr. 23  
81925 München

07.05.2025

# Baden-Württembergische Bank - Geschäftsverbindung -

für

Burda Digital SE

Bei den hier dargestellten Daten handelt es sich sowohl um eigene Daten der Baden-Württembergischen Bank als auch um von Partnerinstituten mitgeteilte Daten über die weiteren Geschäftsbeziehungen des Kunden außerhalb derjenigen mit der Baden-Württembergischen Bank. Die Baden-Württembergische Bank übernimmt keinerlei Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit und Aktualität der gesamten hier dargestellten Daten sowohl gegenüber dem anfragenden Kunden als auch gegenüber jedem Dritten, an den der Kunde diese Daten zu eigenen Zwecken weitergibt. Die der Berechnung zugrundeliegenden Wertpapierkurse wurden sorgfältig ermittelt. Eine Gewähr für die Richtigkeit können wir jedoch nicht übernehmen.

Baden-Württembergische Bank  
Unselbstständige Anstalt der  
Landesbank Baden-Württemberg  
in Stuttgart  
HRA 12704  
Amtsgericht Stuttgart

Bankleitzahl 600 501 01  
BIC/SWIFT-Code SOLAEST600  
USt.-IdNr. DE 147 800 343  
kontakt@bw-bank.de  
www.bw-bank.de

Vorstand:  
Norwin Graf Leutrum von Ertingen (Sprecher),  
Uwe Adamla, Ann-Kristin Stetefeld



**Avale**

**Gesamtrahmen EUR** [REDACTED]

Inanspruchnahme EUR [REDACTED]

[REDACTED] Obligorahmen  
[REDACTED] [REDACTED] [REDACTED]

bew. Betrag EUR [REDACTED]  
Inanspruchnahme EUR [REDACTED]

**Freistellungen**  
**Risikoaufklärung**  
**Fachberater**

**nicht vorhanden**  
**nicht vorhanden**

Kundenberater

[REDACTED]\*

[REDACTED]  
[REDACTED]

[REDACTED]  
[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

# Depotübersicht

www.commerzbank.de

Burda Digital SE

**Gesamtsaldo** [REDACTED]

**MSB Depot**  
**Depotnummer:** [REDACTED]

Depoteinstandswert -  
 Veränderung EUR [REDACTED]  
 Veränderung in % -

WKN / ISIN Fälligkeit Sperr	Bestand Anteil im Depot Datum letzter Umsatz	Einstandskurs Deviseneinstandskurs Einstandswert	Datum Uhrzeit Börse	Kurs Devisenkurs Votum	Wert in EUR Veränderung in EUR Veränderung in %
<b>NEW WORK SE NA O.N.</b>					
NWRK01 / DE000NWRK013	4.171.609 STK	-	[REDACTED]	-	[REDACTED]
-	[REDACTED]	-	-	-	-
-	18.12.2024	-	-	-	-
[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]

Diese Aufstellung ist keine Depotabstimmung. Die Angaben basieren regelmäßig auf zuletzt veröffentlichten Marktdaten oder auf einer Bewertung durch die Bank und sind indikativ. Wir bitten um Verständnis, dass wir für die Kurs- und Wertangaben kein Obligo übernehmen. Insbesondere ist damit keine Gewähr verbunden, dass eine ausreichende Nachfrage besteht und die Wertpapiere oder sonstigen Vermögenswerte tatsächlich zu den angegebenen Preisen verkauft werden können; dies hängt von den jeweils aktuellen Marktverhältnissen ab.

Die Voten geben die jeweilige Einschätzung der Bank wieder. Sie dienen zu Informationszwecken, können aber eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Es handelt sich dabei nicht um ein Angebot zum Kauf oder Verkauf der jeweiligen Wertpapiere oder Finanzinstrumente.

Aufgrund von Rundungen sind Abweichungen möglich.<sup>1</sup> Enthält fehlende Einstandswerte.

Burda Digital SE, Arabellastr. 23, 81925 München

New Work SE  
– Vorstand –  
Am Strandkai 1  
20457 Hamburg

## Konkretisierendes Verlangen gemäß § 327 a Abs. 1 Satz 1 AktG i.V.m. Art. 9 Abs. 1 lit. c Ziff. ii, Art. 10 SE-VO

Sehr geehrte Frau von Strombeck, sehr geehrter Herr Rönneberg,

die Burda Digital SE mit Sitz in München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 240850, hält derzeit unmittelbar 5.455.626 Aktien der New Work SE. Zum Nachweis des Aktienbesitzes ist jeweils ein Depotauszug der Baden-Württembergischen Bank und der Commerzbank AG als Anlage 1 beigelegt.

Das Grundkapital der New Work SE beträgt EUR 5.620.435,00 und ist eingeteilt in 5.620.435 auf den Namen lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils EUR 1,00. Nach unserer Kenntnis hält die New Work SE keine eigenen Aktien. Die Beteiligung der Burda Digital SE an der New Work SE entspricht somit zum heutigen Tag ca. 97,07 % des Grundkapitals der Gesellschaft. Die Burda Digital SE ist damit Hauptaktionärin der Gesellschaft gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG i.V.m. Art. 9 Abs. 1 lit. c Ziff. ii, Art. 10 SE-VO.

Die Burda Digital SE hat an den Vorstand der New Work SE bereits am 18. Februar 2025 das Verlangen gerichtet, dass die Hauptversammlung der Gesellschaft die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der Gesellschaft auf die Burda Digital SE als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt.

In Bestätigung und Konkretisierung des Verlangens vom 18. Februar 2025 richtet die Burda Digital SE hiermit das Verlangen nach § 327a Abs. 1 AktG i.V.m. Art. 9 Abs. 1 lit. c Ziff. ii, Art. 10 SE-VO an den Vorstand der New Work SE, den Tagesordnungspunkt

„Beschlussfassung gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) der Verordnung über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE) i.V.m. § 327a AktG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der New

Work SE auf die Burda Digital SE als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung“

auf die Tagesordnung der alsbald einzuberufenden und voraussichtlich am 23. Juni 2025 stattfindenden ordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft zu setzen.

Die Burda Digital SE hat die Höhe der an die Minderheitsaktionäre zu zahlenden Barabfindung auf EUR 105,65 je auf den Namen lautender Stückaktie der New Work SE mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von EUR 1,00 festgelegt.

Der Entwurf des Übertragungsbeschlusses, der in der ordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft zur Abstimmung gestellt werden soll, lautet wie folgt:

„Die auf den Namen lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der New Work SE mit Sitz in Hamburg werden gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE) i.V.m. §§ 327a ff. AktG gegen Gewährung einer von der Burda Digital SE mit Sitz in München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 240850 (Hauptaktionärin) zu zahlenden angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 105,65 je auf den Namen lautender Stückaktie auf die Hauptaktionärin übertragen.“

Eine Erklärung der Landesbank Baden-Württemberg, Stuttgart, durch die dieses Kreditinstitut gemäß § 327 b Abs. 3 AktG i.V.m. Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO, die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Burda Digital SE übernimmt, den Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der New Work SE die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen Aktien zu zahlen, ist diesem Schreiben als Anlage 2 beigelegt.

Den von Burda Digital SE erstatteten Übertragungsbericht an die Hauptversammlung der New Work SE, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden, überlassen wir Ihnen als Anlage 3.

Den Bericht des gerichtlich bestellten Prüfers zur Angemessenheit der von der Burda Digital SE festgelegten Barabfindung lassen wir Ihnen gesondert zukommen.

Mit freundlichen Grüßen

[*Unterschriftenseite folgt*]

München, den 7.5.21

Burda Digital SE

Die geschäftsführenden Direktoren



---

Dr. Marc Al-Hames



---

Heinz Spengler

---

# ***Gutachtliche Stellungnahme***

zum Unternehmenswert der

**New Work SE, Hamburg,**

und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung anlässlich der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO i.V.m. §§ 327a ff. AktG zum 23. Juni 2025 als Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung

Auftrag: 0.0154072.1.1

<b>Inhaltsverzeichnis</b>	<b>Seite</b>
A. Auftrag und Auftragsdurchführung .....	8
B. Bewertungsgrundsätze und -methoden .....	10
I. Grundlagen der Bewertung .....	10
1. Börsenkurs .....	10
2. Unternehmensbewertung nach IDW S 1 i. d. F. 2008.....	10
3. Börsenkurs / Unternehmensbewertung nach IDW S 1 i. d. F. 2008.....	12
II. Angemessene Barabfindung gemäß § 327b AktG.....	13
C. Beschreibung des Bewertungsobjekts .....	15
I. Unternehmenszweck.....	15
II. NWSE-Aktie und Aktionärsstruktur .....	15
III. Konzern der NWSE.....	16
IV. Steuerliche Verhältnisse .....	17
D. Wirtschaftliche Grundlagen.....	19
I. Geschäftstätigkeit.....	19
II. Markt und Wettbewerb .....	20
1. Volkswirtschaftliche Indikatoren.....	21
2. Marktbeschreibung .....	23
3. Fazit.....	30
III. Vermögens-, Finanz- und Ertragslage .....	32
1. Vermögens- und Finanzlage.....	33
2. Ertragslage.....	40
IV. Bereinigung der Ertragslage .....	45
V. Wesentliche Erfolgsfaktoren und Risiken des Unternehmenskonzeptes .....	48
E. Ermittlung des Unternehmenswerts.....	51
I. Bewertungsbasis Börsenkurs .....	51
II. Bewertungsbasis IDW S 1 .....	54
1. Vorgehensweise .....	54
2. Planungsprozess .....	56

<b>Inhaltsverzeichnis</b>	<b>Seite</b>
3. Planungsgüte .....	58
4. Wesentliche Prämissen.....	60
III. Erwartete Nettoausschüttungen aus dem betriebsnotwendigen Vermögen .....	62
1. Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT) im Detailplanungszeitraum (Planungsrechnung) .....	62
2. Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT) in der ewigen Rente .....	73
3. Netto-Ausschüttungen nach persönlichen Ertragsteuern .....	74
IV. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes .....	77
1. Allgemeine Vorgehensweise.....	77
2. Basiszinssatz .....	78
3. Risikozuschlag .....	79
4. Wachstumsabschlag.....	87
5. Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes.....	88
V. Ertragswert des operativen Geschäfts .....	88
VI. Wert der gesondert bewerteten Vermögenswerte .....	89
VII. Unternehmenswert auf Ertragswertbasis .....	90
VIII. Liquidationswert .....	90
F. Plausibilisierung des Unternehmenswerts auf Basis von Multiplikatoren .....	92
I. Grundsätzliche Vorgehensweise .....	92
II. Ableitung der Multiplikatoren .....	93
III. Multiplikatorbewertung .....	96
G. Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b AktG.....	98
I. Börsenkurs .....	98
II. Ermittlung der angemessenen Barabfindung .....	98
H. Ergebniszusammenfassung.....	100

## **Anlagen**

Allgemeine Auftragsbedingungen in der Fassung vom 1. Januar 2024

Aus rechentechnischen Gründen können in den Tabellen  
Rundungsdifferenzen in Höhe von  $\pm$  einer Einheit (€, % usw.) auftreten.

## Abkürzungsverzeichnis

%	Prozent
§	Paragraph
AB	aktiebolag (schwedische Rechtsform)
Abs.	Absatz
ACV	Annual Contract Value
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
ATS	XING Applicant Tracking System
B2B	Business to Business
B2C	Business to Customer
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BIP	Bruttoinlandsprodukt
Bloomberg	Bloomberg L.P., New York/New York, USA
Burda Digital	Burda Digital SE, München, Deutschland
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BvR	Aktenzeichen einer Verfassungsbeschwerde zum Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
CAGR	Compound Annual Growth Rate
Capex	Capital Expenditures
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite DAX
CIQ	Datenbank Capital IQ des Informationsdienstleisters Standard & Poor's Global Inc., New York/New York, USA
COVID-19	Coronavirus-Pandemie 2019
CPC	Cost per click
CPM	Cost per mil
DACH	Deutschland, Österreich, Schweiz
DAX	Deutscher Aktienindex

DCF	Discounted Cash Flow
d. h.	das heißt
e.V.	Eingetragener Verein
EBIT	Earnings before interest and taxes (Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	Earnings before interest and taxes, depreciation and amortisation (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen)
EBP	Employer-Branding-Produkte
EBT	Earnings before taxes (Ergebnis vor Steuern)
EMEA	Europa, Naher Osten und Afrika
EStG	Einkommensteuergesetz
EUR	Euro
exkl.	exklusive
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
ff.	fortfolgende
FTE	Full-Time Equivalent
Gesellschaft	New Work SE, Hamburg, Deutschland
GJ	Geschäftsjahr(e)
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
Hauptaktionärin	Burda Digital SE, München, Deutschland
HGB	Handelsgesetzbuch
HR	Human Resources
HRB	Handelsregister, Abteilung B
i. d. F.	in der Fassung
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW S 1	Standard 1 des IDW (Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen) i. d. F. 2008
IFRS	International Financial Reporting Standards
Inc.	Incorporated (Rechtsform)
inkl.	inklusive
i. S. d.	im Sinne des
ISIN	International Securities Identification Number
InterNations	InterNations GmbH, München, Deutschland
IT	Information Technology
IWF	Internationaler Währungsfonds, Washington, D.C., USA
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KI	Künstliche Intelligenz
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen

KPI	Key Performance Indicator
KStG	Körperschaftsteuergesetz
Lda.	Sociedade limitada (portugiesische Rechtsform)
LSEG Data & Analytics	London Stock Exchange Group plc, London, UK (vormals Refinitiv)
Ltd.	Limited (Rechtsform)
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
MSCI	Morgan Stanley Capital International, New York/New York, USA
n/a	not available
New Work XING	New Work XING AG, Zürich, Schweiz
N.V.	naamloze vennootschap (niederländische Rechtsform)
NWSE	New Work SE, Hamburg, Deutschland
NWAT	NEW WORK AUSTRIA XING kununu onlyfy GmbH, Wien, Österreich
p.a.	per annum
plc	Public Limited Company (Rechtsform)
PPA	Purchase Price Allocation (Kaufpreisallokation)
PwC	PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, Deutschland
R <sup>2</sup>	Bestimmtheitsmaß
rd.	rund
Rn.	Randnummer
S&P	Standard and Poors Global Market Intelligence LLC, New York, NY, USA
SaaS	Software as a Service
sbA	Sonstige betriebliche Aufwendungen
SE	Societas Europaea
SE-VO	Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE)
S.L.	Sociedad de responsabilidad limitada (spanische Rechtsform)
sog.	sogenannte(r)
Tax-CAPM	Tax-Adjusted Capital Asset Pricing Model
TEUR	Tausend Euro
Tz.	Textziffer
UK	United Kingdom
USA	United States of America
USD	US Dollar
v.	vom
vgl.	vergleiche
WKN	Wertpapier-Kennnummer

---

WpÜG-AngVO	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz Angebotsverordnung
XMS	XING Marketing Solutions
XTM	XING TalentManager
XTS	XING TalentServices
z. B.	zum Beispiel
ZB	Zivilsenat Beschluss
zzgl.	zuzüglich

## A. Auftrag und Auftragsdurchführung

1. Die Burda Digital SE, München („**Burda Digital**“ oder „**Hauptaktionärin**“), hat uns, die PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main („**PwC**“), mit Schreiben vom 20. Februar 2025 beauftragt, eine gutachtliche Stellungnahme zum objektivierten Unternehmenswert der New Work SE, Hamburg („**NWSE**“ oder „**Gesellschaft**“), sowie zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c ii SE-VO in Verbindung mit § 327b AktG<sup>1</sup> zu erstatten. Bewertungsanlass ist die geplante Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NWSE auf die Burda Digital gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG.
2. Der Beschluss über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre soll auf der ordentlichen Hauptversammlung der NWSE am 23. Juni 2025 gefasst werden. Dieser Tag ist der Bewertungsstichtag.
3. Wir führten unsere Arbeiten in den Monaten Februar 2025 bis Mai 2025 in unseren Büros in Deutschland durch. Hierfür standen uns im Wesentlichen folgende Unterlagen zur Verfügung:
  - Prüfungsberichte zu den testierten und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Konzernabschlüssen nach International Financial Reporting Standards („**IFRS**“) der NWSE für die Geschäftsjahre („**GJ**“) 2023 und GJ 2024 sowie der Geschäftsbericht für das GJ 2022,
  - Mehrjahres-Unternehmensplanung für die GJ 2025 bis GJ 2029, welche am 29. November 2024 vom Aufsichtsrat zur Kenntnis genommen wurde, bestehend aus einer konsolidierten Plan-Gewinn- und Verlustrechnung, einer Planbilanz für das GJ 2025 und einer Investitionsplanung für die GJ 2025 bis GJ 2029 der NWSE sowie ergänzenden Informationen,
  - aktualisierte Hochrechnung (Forecast) der konsolidierten Plan-Gewinn- und Verlustrechnung der NWSE für das GJ 2025 (unter Berücksichtigung der Ergebnisse im Januar 2025), erstellt im März 2025,
  - sonstige für die Bewertung relevante Unterlagen und Informationen sowie Einsichtnahme in die Vorstands- und Aufsichtsratsprotokolle der vergangenen drei Geschäftsjahre.
4. Weitere Auskünfte wurden uns vom Vorstand der NWSE und den von ihm benannten Auskunftspersonen gegeben. Die Vertreter der Burda Digital und der NWSE haben uns gegenüber am

---

<sup>1</sup> Zur Erleichterung der Lesbarkeit wird im Folgenden bei der Bezugnahme auf Vorschriften des Aktiengesetzes auf den Zusatz „Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO“ verzichtet.

5. Mai 2025 schriftlich versichert, dass die Erläuterungen und Auskünfte, die für die Erstattung der gutachtlichen Stellungnahme von Bedeutung sind, vollständig und richtig erteilt wurden.
5. Unsere Untersuchung umfasste insbesondere die Überprüfung der Planungsunterlagen auf ihre Plausibilität. Eigene Prüfungshandlungen im Sinne der §§ 316 ff. HGB haben wir nicht vorgenommen. Diese gehörten nicht zu unserem Auftrag.
  6. Die in der am 2. April 2008 vom Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf, („IDW“) verabschiedeten und derzeit aktuellen Fassung der Stellungnahme „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ („IDW S 1 i. d. F. 2008“) niedergelegten Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen haben wir beachtet. Im Sinne dieser Stellungnahme haben wir den objektivierten Unternehmenswert der NWSE als neutraler Gutachter ermittelt.
  7. Diese gutachtliche Stellungnahme wird ausschließlich für die interne Verwendung durch den Auftraggeber und zum Zwecke der Verwendung im Bericht der Hauptaktionärin über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre erstellt. Die interne Verwendung umfasst auch die Überlassung der gutachtlichen Stellungnahme im Rahmen des Berichts der Hauptaktionärin an die Aktionäre der NWSE im Zusammenhang mit der ordentlichen Hauptversammlung und die Veröffentlichung auf der Website der NWSE sowie die im Rahmen der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung erforderliche Einsichtnahme durch den Prüfer gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG, ferner die Vorlage bei der Anmeldung zum Handelsregister sowie in einem sich der Hauptversammlung etwa anschließenden Gerichtsverfahren. Die gutachtliche Stellungnahme ist darüber hinaus nicht zur Veröffentlichung, zur Vervielfältigung oder zur Verwendung für einen anderen als die genannten Zwecke bestimmt. Ohne unsere vorherige schriftliche Zustimmung darf diese gutachtliche Stellungnahme außerhalb der vorstehenden Zwecke nicht an Dritte weitergegeben werden. Die Einwilligung wird nicht aus unbilligen Gründen untersagt werden.
  8. Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen in der Fassung vom 1. Januar 2024 maßgebend.

## B. Bewertungsgrundsätze und -methoden

### I. Grundlagen der Bewertung

#### 1. Börsenkurs

9. Der BGH hat in zwei jüngeren Beschlüssen vom 21. Februar 2023, II ZB 12/21 und vom 31. Januar 2024, II ZB 5/22, seine Auffassung bestätigt, dass die Bezugnahme auf den Börsenkurs den gesetzlichen Bewertungszielen der Ermittlung einer angemessenen Abfindung grundsätzlich entspricht. Die Angemessenheit ist dabei mit Blick auf den von Rechtsprechung für Abfindungsfälle geforderten „vollen (wirtschaftlichen) Wertausgleich“ zu beurteilen. Hierzu ist unter Berücksichtigung der wirtschaftswissenschaftlichen oder betriebswirtschaftlichen Theorie und der entsprechenden Praxis zu untersuchen, ob der Börsenkurs den „wahren“ Wert abbildet. Für den konkreten Fall ist zu untersuchen, ob davon ausgegangen werden kann, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens (tatsächlich) zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung in den Börsenkursen (tatsächlich) niedergeschlagen hat.

#### 2. Unternehmensbewertung nach IDW S 1 i. d. F. 2008

10. Daneben haben die Grundsätze der Unternehmensbewertung, die in Theorie und Praxis als gesichert gelten, ihren Niederschlag im IDW S 1 i. d. F. 2008 gefunden. Danach bestimmt sich der Wert eines Unternehmens aus dem Nutzen, den dieses aufgrund seiner am Bewertungsstichtag vorhandenen Erfolgsfaktoren einschließlich seiner Innovationskraft, Produkte und Stellung am Markt, inneren Organisation, Mitarbeiter und seines Managements in Zukunft erwirtschaften kann. Unter der Voraussetzung, dass ausschließlich finanzielle Ziele verfolgt werden, wird der Wert eines Unternehmens danach aus seiner Eigenschaft abgeleitet, durch Zusammenwirken aller die Ertragskraft beeinflussenden Faktoren finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.
11. Der Unternehmenswert kann entweder nach dem Ertragswert- oder dem Discounted Cash Flow-Verfahren („Discounted Cash Flow“) ermittelt werden. Beide Bewertungsverfahren sind grundsätzlich gleichwertig und führen bei gleichen Finanzierungsannahmen und damit identischen Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner zu identischen Ergebnissen, da sie auf derselben investitionstheoretischen Grundlage (Kapitalwertkalkül) fußen. Im vorliegenden Fall erfolgte eine Bewertung nach dem Ertragswertverfahren.
12. Bei beiden Bewertungsverfahren wird zunächst der Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens ermittelt. Vermögensgegenstände (einschließlich Schulden), die einzeln übertragen werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe

berührt wird, sind als nicht betriebsnotwendiges Vermögen zu berücksichtigen. Die Summe der Barwerte der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ergibt grundsätzlich den Unternehmenswert.

13. Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar. Die in der Vergangenheit erwiesene Ertragskraft dient im Allgemeinen als Ausgangspunkt für Plausibilitätsüberlegungen. Dabei sind bei der Bewertung nur die Überschüsse zu berücksichtigen, die aus bereits eingeleiteten Maßnahmen resultieren oder aus einem dokumentierten und hinreichend konkretisierten Unternehmenskonzept hervorgehen. Sofern die Ertragsaussichten aus unternehmensbezogenen Gründen bzw. aufgrund veränderter Markt- und Wettbewerbsbedingungen zukünftig andere sein werden, sind die erkennbaren Unterschiede zu berücksichtigen.
14. Bei der Ermittlung von Unternehmenswerten ist unter Berücksichtigung rechtlicher Restriktionen grundsätzlich von der Ausschüttung der finanziellen Überschüsse auszugehen, die aufgrund eines zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts zur Verfügung stehen. Bei der Ermittlung der Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner sind Thesaurierungen sowie deren Verwendung zu berücksichtigen.
15. Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftigen finanziellen Überschüsse mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalisierungszinssatz dient dazu, die sich ergebende Zahlenreihe an einer Entscheidungsalternative zu messen.
16. Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung objektiver Unternehmenswerte anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner erforderlich. Bei gesetzlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen i. S. d. IDW S 1 i. d. F. 2008 werden der Typisierung im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung die steuerlichen Verhältnisse einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person zugrunde gelegt. Hierzu sind sachgerechte Annahmen über die persönliche Besteuerung der Nettoeinnahmen aus dem Bewertungsobjekt und der Alternativrendite zu treffen.
17. Erweist es sich gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, sämtliche betriebsnotwendigen und nicht betriebsnotwendigen Vermögensteile gesondert zu veräußern, so ist der Bewertung der Liquidationswert zugrunde zu legen, sofern dem nicht rechtliche oder tatsächliche Zwänge entgegenstehen. Zur Überprüfung, ob der Liquidationswert den ermittelten Ertragswert übersteigt, wurde der Liquidationswert für die NWSE überschlägig ermittelt und dem von uns nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert gegenübergestellt.
18. Die vorstehend beschriebenen Grundsätze und Bewertungsverfahren gelten in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert und werden in der Rechtsprechung anerkannt.

### **3. Börsenkurs / Unternehmensbewertung nach IDW S 1 i. d. F. 2008**

19. Die Beurteilung, ob im konkreten Fall der Börsenkurs oder der gemäß IDW S 1 i. d. F. 2008 ermittelte objektive Unternehmenswert je Aktie den „wahren“ Wert abbildet, ist zu trennen von der Frage, ob ein Börsenkurs als Wertuntergrenze – auch sog. „Desinvestitionswert“ – für eine Abfindung Relevanz hat.

## II. Angemessene Barabfindung gemäß § 327b AktG

20. Gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft von mindestens 95% des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen. Bei der Bemessung der Barabfindung sind gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung, die über die Übertragung der Aktien auf den Hauptaktionär beschließen soll, zu berücksichtigen.
21. Nach den Erkenntnissen der Betriebswirtschaftslehre, der Rechtsprechung zu gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen (Beschluss des Bundesverfassungsgerichts vom 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 ff.) und der Bewertungspraxis ist der Wert des Unternehmens die richtige Basis zur Ermittlung der Barabfindung nach § 327b AktG. Maßgebend ist danach der Wert des Unternehmens als Ganzes. Damit wird dem von der Rechtsprechung entwickelten Postulat der Abfindung zum vollen Wert entsprochen, d. h. die Abfindung muss dem sog. wahren Wert der Aktien an der Gesellschaft gleichkommen. In diesem Zusammenhang ist der Unternehmenswert der NWSE (inkl. ihrer Tochtergesellschaften) zu ermitteln.
22. Bei der Bemessung der Abfindung für Aktien an einer börsennotierten Gesellschaft darf nach bislang vorherrschender Meinung der Börsenkurs als Wertuntergrenze der Aktie nicht außer Betracht bleiben.<sup>2</sup> Diese Sichtweise auf den Börsenkurs als Untergrenzenfunktion geht auf die bereits genannte DAT/ALTANA Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts vom 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 ff.) zurück. Nach dieser Sichtweise kommt es nur darauf an, ob eine Veräußerung zu diesem Kurs unter Abstraktion von der relevanten Strukturmaßnahme möglich gewesen wäre. Anders als beim „wahren“ Wert ist dagegen das Ausmaß der Informationseffizienz oder eine „richtige“ Informationsbewertung durch den Markt nicht von Relevanz. Ob der Börsenkurs dazu geeignet ist, ist im Einzelfall zu prüfen. Insbesondere, wenn nur wenige Aktien im Streubesitz sind und nur geringe Aktienumsätze getätigt werden, kann aus dem Ergebnis von Einzelumsätzen nicht zwingend auf einen allgemein gültigen Verkehrswert geschlossen werden.
23. Im Gegensatz zum Börsenkurs besteht – im Einklang mit der Rechtsprechung zu gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen – bei der Bemessung der Barabfindung verfassungsrechtlich kein Anspruch auf eine Berücksichtigung von vom Hauptaktionär an andere Aktionäre bezahlten

---

<sup>2</sup>In der Literatur wird teilweise vertreten, dass heute – angesichts der jüngeren Beschlüsse des BGH (dazu oben Tz. 9) – ein aussagekräftiger Börsenkurs allein maßgeblich sei und keine Untergrenze mehr darstelle, vgl. Wasmann, AG 2023, S. 810 ff.; Herfs, AG 2024, S. 653 ff.

Vorerwerbspreisen.<sup>3</sup> Daher können im Vorfeld der Durchführung der Strukturmaßnahme bezahlte Vorerwerbspreise im Sinne des Verkehrswerts der Aktie außer Betracht gelassen werden.

---

<sup>3</sup> Vgl. BVerfG v. 27.04.1999, 1 BvR 1613/94, Rn. 58 ff.

## C. Beschreibung des Bewertungsobjekts

### I. Unternehmenszweck

24. Die NWSE mit Sitz in Hamburg ist eine Europäische Aktiengesellschaft („Societas Europaea“ oder „SE“) nach deutschem Recht, deren Aktien bis zum Delisting mit Wirkung zum Ablauf des 26. August 2024 im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt wurden. Weiterhin wurden die Aktien bis zum Delisting im Freiverkehr an den Regionalbörsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München, Stuttgart und über Tradegate Exchange gehandelt. Derzeit werden die Aktien der NWSE weiterhin an der Börse Hamburg im Freiverkehr gehandelt, ohne dass dieser Handel durch die Gesellschaft beantragt oder veranlasst wurde. Die Gesellschaft ist im Handelsregister beim Amtsgericht Hamburg unter HRB 148078 eingetragen.
25. Gemäß § 2 Abs. 1 der Satzung der NWSE ist der Gegenstand der Gesellschaft der Betrieb eines Onlinedienstes, internetbasierte Geschäftsvermittlung, Informations- und Weiterbildungsveranstaltungen und sonstige internetbasierte Dienstleistungen, soweit diese keiner behördlichen Erlaubnis bedürfen. Die Kernlösungen der NWSE umfassen digitale Lösungen für die Arbeitswelt in der Form mehrerer Online-Plattformen im deutschsprachigen Raum.
26. Das Geschäftsjahr der NWSE beginnt jeweils am 1. Januar eines Jahres und endet am 31. Dezember desselben Jahres.

### II. NWSE-Aktie und Aktionärsstruktur

27. Das gezeichnete Kapital der NWSE lag zum letzten Bilanzstichtag, dem 31. Dezember 2024, und zum Zeitpunkt des Abschlusses der Bewertungsarbeiten, bei 5.620.435 EUR und setzt sich aus 5.620.435 auf den Namen lautenden nennwertlosen Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital in Höhe von 1,00 EUR je NWSE-Aktie zusammen. Jede Aktie gewährt in der Hauptversammlung der NWSE eine Stimme. Die NWSE hält zum Ende der Bewertungsarbeiten keine eigenen Aktien.
28. Die Aktien der NWSE werden im Freiverkehr an der Wertpapierbörse in Hamburg unter der International Securities Identification Number („**ISIN**“) DE000NWRK013 sowie unter der Wertpapier-Kennnummer („**WKN**“) NWRK01 gehandelt, ohne dass NWSE diesem Handel zugestimmt oder diesen veranlasst hat.
29. Zum 19. Februar 2025, dem Tag der Veröffentlichung des vorläufigen Verlangens der Hauptaktionärin auf Durchführung eines aktienrechtlichen Squeeze-Outs, wurden rd. 97,07% der Stimmrechte und des Grundkapitals (5.455.626 Aktien) an der NWSE von der Burda Digital gehalten. Die übrigen rd. 2,93% der Stimmrechte und (164.809) Aktien befanden sich im Streubesitz. Zum

Abschluss der Bewertungsarbeiten stellen sich diese Verhältnisse als unverändert dar. Die aktuell bestehende Aktionärsstruktur der NWSE ist nachfolgend dargestellt.

#### New Work SE | Struktur der Anteilseigner

<b>Anteilseigner</b>	<b>Anzahl der Aktien</b>	<b>Anteil am Grundkapital</b>
Burda Digital SE	5.455.626	97,07%
Streubesitz	164.809	2,93%
<b>Summe</b>	<b>5.620.435</b>	<b>100,00%</b>

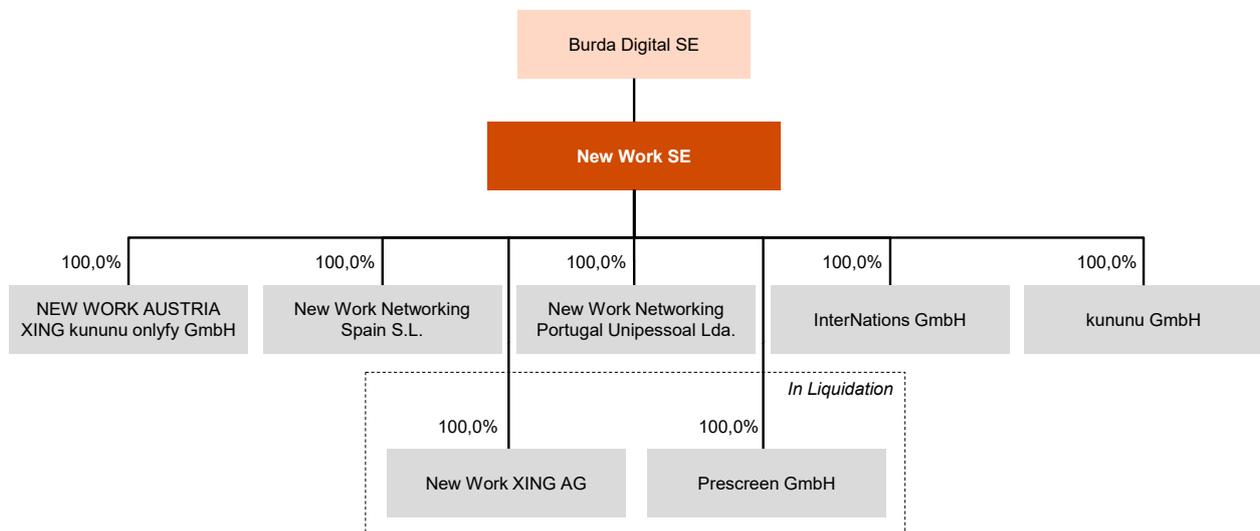
Quelle: NWSE, PwC-Analyse.

- Am 19. Februar 2025 verkündete der Vorstand der NWSE, dass von der Burda Digital als Hauptaktionärin das förmliche Verlangen gemäß §§ 327a ff. AktG übermittelt worden sei, das Verfahren zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NWSE auf die Burda Digital in deren Eigenschaft als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung durchzuführen und zu diesem Zweck die Hauptversammlung der NWSE über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NWSE auf die Burda Digital beschließen zu lassen.

### III. Konzern der NWSE

- Die NWSE ist die Konzernobergesellschaft der New Work Gruppe. Zum 31. Dezember 2024 umfasste die New Work Gruppe sieben vollkonsolidierte Tochterunternehmen.
- Die NWSE verfügte zum 31. Dezember 2024 über fünf aktive Beteiligungen, die im Rahmen des Konzernabschlusses der NWSE voll konsolidiert werden. Zwei weitere Beteiligungsgesellschaften befinden sich derzeit in Liquidation.

33. Die zum 31. Dezember 2024 (letzter testierter Konzernabschluss) bestehende Unternehmensstruktur unter Berücksichtigung der unmittelbaren und mittelbaren Beteiligungsverhältnisse stellt sich wie folgt dar:



Quelle: NWSE, PwC-Analyse.

#### IV. Steuerliche Verhältnisse

34. Die NWSE ist eine Kapitalgesellschaft und wird steuerlich beim Finanzamt Hamburg geführt. Die Gesellschaft unterliegt der Gewerbe- und Körperschaftsteuer in Deutschland. Der nominale Steuersatz beläuft sich auf rund 32,28% für die Einkünfte, die in Deutschland steuerpflichtig sind. Die Einkünfte in Österreich werden mit einem nominalen Unternehmensertragsteuersatz von 23,0% versteuert. Die Einkünfte in Spanien und Portugal unterliegen einer Besteuerung von nominal 25,0% bzw. 20,0%. Die NWSE hält zudem eine Beteiligung an der schweizerischen Gesellschaft New Work XING AG, Zürich, Schweiz („**New Work XING**“), die sich aktuell jedoch in Liquidation befindet.
35. Zwischen der NWSE und der InterNations GmbH, München („**InterNations**“), besteht eine steuerliche Organschaft für die Körperschaft- und Gewerbesteuer. Die InterNations GmbH führt auf der Grundlage des seit 1. September 2018 bestehenden Ergebnisabführungsvertrags ihr Ergebnis an die NWSE ab. Für das Geschäftsjahr 2024 resultierte hieraus eine Verlustübernahme durch die NWSE in Höhe von rd. 2,2 Mio. EUR.
36. Die voraussichtlichen körperschaftsteuerlichen bzw. gewerbsteuerlichen Verlustvorträge der NWSE betragen zum 31. Dezember 2024 rd. 19,0 Mio. EUR bzw. rd. 18,6 Mio. EUR. Des Weiteren gibt es zum 31. Dezember 2024 auskunftsgemäß einen steuerlichen Verlustvortrag der Tochtergesellschaft NEW WORK AUSTRIA XING kununu onlyfy GmbH, Wien, Österreich („**NWAT**“),

über rd. 4,1 Mio. EUR, der sich aus der Liquidation der kununu US LLC, Boston, MA, USA, zum Ende des Berichtsjahres 2020 ergab.

## D. Wirtschaftliche Grundlagen

### I. Geschäftstätigkeit

37. Die NWSE bietet digitale Lösungen für die Arbeitswelt und betreibt mehrere Plattformen im deutschsprachigen Raum, namentlich XING, kununu und InterNations. XING stellt ein Netzwerk zur Vernetzung von Arbeitssuchenden und Arbeitgebern dar, während kununu als Plattform für Arbeitgeberbewertungen fungiert und InterNations sich an Expatriates richtet.
38. Die NWSE wurde 2003 als berufliches Netzwerk in der Rechtsform einer GmbH gegründet und 2006 in die Rechtsform einer Aktiengesellschaft unter der Firma OPEN Business Club AG umgewandelt. Die Aktien der Gesellschaft wurden im Dezember 2006 zum Börsenhandel an der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen. 2007 wurde die Gesellschaft in XING AG umbenannt, 2017 folgte die Umwandlung in eine SE. 2019 erfolgte die Umfirmierung in „New Work SE“.
39. Der Hauptsitz des Unternehmens befindet sich in Hamburg. Zum 31. Dezember 2024 beschäftigte die NWSE 1.334 Mitarbeiter, die an dem Standort in Hamburg und an weiteren Standorten in Europa (Berlin, München, Wien, Barcelona, Valencia, Porto) tätig sind.
40. Die NWSE gliedert ihr Angebot in drei Segmente: „HR Solutions & Talent Access“, „B2C“ und „B2B Marketing Solutions“.
41. Das Segment „HR Solutions & Talent Access“ umfasst Recruiting- sowie Employer-Branding-Produkte („EBP“), die es Arbeitgebern erleichtern, sich auf dem Arbeitsmarkt zu positionieren und gezielt Talente anzusprechen. Im Kernsegment HR Solutions & Talent Access werden alle Produkte für Arbeitgeber, die Zugang zu Talenten suchen, und alle Produkte für Arbeitnehmer, über die dieser Talentzugang erreicht wird, zusammengefasst. Die Monetarisierung erfolgt über die Entwicklung, die Vermarktung und den Vertrieb digitaler Employer-Branding- und Recruiting-Lösungen.
42. Das Segment „B2C“ umfasst das Geschäft mit den Produkten von „B2C Premium Memberships“ und „InterNations“. Hierbei handelt es sich im Wesentlichen um kostenpflichtige Mitgliedschaften. Die Monetarisierung über kostenpflichtige Mitgliedschaften (Business to Customer, „B2C“) steht jedoch durch die Fokussierung auf den breiten Talentzugang und die Monetarisierung über Business to Business („B2B“)-Angebote nicht im strategischen Fokus der NWSE.
43. Im Geschäftssegment „B2B Marketing Solutions“ erzielt die NWSE Umsatzerlöse mit der Vermarktung von Werbeflächen auf der XING-Plattform.
44. Die Umsatzerlöse der NWSE im GJ 2024 von 263,4 Mio. EUR wurden zu 87,3% im Inland und zu 12,7% im Ausland generiert. Der wichtigste Absatzmarkt für die NWSE ist die DACH-Region (Deutschland, Österreich, Schweiz), mit Schwerpunkt in Deutschland.

45. In den vergangenen Geschäftsjahren war die Umsatzentwicklung der NWSE rückläufig. Maßgeblich hierfür waren eine konjunkturbedingt geringere Nachfrage im Recruitingmarkt sowie strategische Veränderungen im Produktportfolio, insbesondere im Segment rund um XING. Zudem wirkten sich strukturell steigende Kosten, insbesondere für Personal und Marketing, belastend auf die Ertragslage aus. Trotz dieser Herausforderungen entwickelten sich einzelne Geschäftsfelder, insbesondere im Bereich Employer Branding auf kununu, gut.
46. Für die kommenden Jahre rechnet das Management der NWSE mit einer positiven Geschäftsentwicklung. Wachstumspotenziale werden insbesondere in der Neuausrichtung auf digitale HR-Lösungen, im Ausbau datenbasierter Employer-Branding-Produkte sowie durch neue Angebote im Bereich Active Sourcing (aktives Recruiting, „gefunden werden“) und Passive Sourcing (Stellenanzeigen, „finden“) gesehen. Zusätzliche Impulse werden durch Produktinnovationen, eine stärkere Marktorientierung und Effizienzsteigerungen bei den Ausgaben erwartet. Die strategische Fokussierung auf margenstarke Segmente soll die Grundlage für eine nachhaltige Erholung schaffen.
47. Die NWSE prüft derzeit angesichts der sehr unterschiedlichen Entwicklungsstadien und Herausforderungen der beiden Geschäftsbereiche kununu und XING in strategischer Sicht verschiedene Konzepte für die Reorganisation des New Work-Konzerns sowie für eine Verselbstständigung und operative Trennung ihrer Geschäftsbereiche kununu und XING, um so größere strategische Handlungsspielräume zu schaffen. Derzeit werden Konzepte mit Unterstützung durch die Burda Digital erarbeitet und evaluiert. Hierzu gehörten insbesondere die Definition einer Zielstruktur der künftigen gesellschaftsrechtlichen und betrieblichen Organisation von kununu und XING, die Erarbeitung datenschutzkonformer Lösungen für die Übertragung und gemeinsame Nutzung von Daten sowie die Planung der gegebenenfalls notwendigen Handlungsschritte für eine Verselbstständigung der beiden Geschäftsbereiche. Nach Kenntnis der Burda Digital haben Vorstand und Aufsichtsrat von NWSE noch keine Entscheidung für ein bestimmtes Konzept getroffen und dementsprechend auch noch keine Entscheidungen zur Umsetzung konkreter Maßnahmen für eine Trennung der Geschäftsbereiche kununu und XING. Aus Sicht der Burda Digital ist perspektivisch auch die Herauslösung von kununu aus dem New Work-Konzern eine mögliche Option.

## **II. Markt und Wettbewerb**

48. Im Folgenden haben wir die Markt- und Wettbewerbssituation der NWSE näher analysiert. Zunächst werden die Rahmenbedingungen und Erwartungen für die relevanten Märkte auf Basis der Entwicklung allgemeiner volkswirtschaftlicher Indikatoren dargestellt. Anschließend erfolgt eine Analyse des Arbeitsmarktes innerhalb der DACH-Region sowie der für die NWSE relevanten Marktsegmente Recruiting / Talent-Akquisition (insbesondere Active Sourcing und Passive Sourcing) sowie Employer Branding.

## 1. Volkswirtschaftliche Indikatoren

49. Nachfolgend werden die Erwartungen für die makroökonomische Entwicklung der Absatzmärkte der NWSE anhand geeigneter volkswirtschaftlicher Indikatoren dargestellt. Die gezeigten Daten und Erläuterungen basieren auf der World Economic Outlook Database des Internationalen Währungsfonds, Washington, D.C., USA („IWF“, April 2025). Die Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts („BIP“) der Absatzregionen der NWSE ist ein bedeutender makroökonomischer Indikator für die zukünftige Entwicklung des operativen Geschäfts der NWSE. Nachfolgend wird daher ausgehend von den Jahren 2023 und 2024 die geschätzte Entwicklung des BIP (real) zwischen 2025 und 2030 dargestellt.

### Bruttoinlandsprodukt

Reale Veränderung in % zum Vorjahr

Land bzw. Region	Ist		Prognose					
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Deutschland	(0,3%)	(0,2%)	0,0%	0,9%	1,5%	1,2%	1,0%	0,7%
Österreich	(1,0%)	(1,2%)	(0,3%)	0,8%	1,6%	1,2%	1,1%	0,9%
Schweiz	0,7%	1,3%	0,9%	1,6%	1,2%	1,8%	1,2%	1,8%
Europa	1,3%	1,7%	1,3%	1,5%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%

Quelle: Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook Database, April 2025.

50. Das Wachstum in **Deutschland** wird von einigen Faktoren gebremst, was sich in der negativen Entwicklung der Jahre 2023 und 2024 sowie in den Prognosen bis 2030 widerspiegelt. Die anhaltende Schwäche in der verarbeitenden Industrie stellt eine erhebliche Belastung dar, da dieser Sektor traditionell eine Schlüsselrolle in der deutschen Wirtschaft einnimmt. Zudem wirkt die Haushaltskonsolidierung, die auf die Stabilisierung der öffentlichen Finanzen abzielt, als hemmender Faktor, indem sie staatliche Ausgaben und Investitionen einschränkt. Der teilweise starke Rückgang der Immobilienpreise sowie die gestiegenen Energiepreise beeinflussen zusätzlich das Vermögen der Haushalte und deren Konsumverhalten negativ, was die gesamtwirtschaftliche Nachfrage weiter dämpft. Für den Prognosezeitraum wird eine Lockerung der Fiskalpolitik durch die geplante Reformierung der Schuldenbremse erwartet.
51. In den Jahren 2023 und 2024 zeigte sich in **Österreich** eine deutliche Konjunkturabschwächung, die im Wesentlichen durch einen Rückgang im Baugewerbe und im Handel begründet war, da diese Sektoren unter den stark gestiegenen Finanzierungskosten litten. Darüber hinaus waren die österreichische Exportaktivitäten infolge der wirtschaftlichen Abkühlung rückläufig. Für die kommenden Jahre wird ein moderates Wachstum für Österreich erwartet, was einerseits durch die strukturellen Herausforderungen des Landes, wie bspw. eine überdurchschnittlich hohe Inflation, und andererseits auf die wirtschaftliche Abkühlung in wichtigen Handelspartnerländern, wie bspw. Deutschland, zurückzuführen ist.
52. Auch in der **Schweiz** konnte im Jahr 2023 im Zuge der schwächeren Weltkonjunktur und der gestiegenen Zinsen lediglich ein Wachstum von 0,7% verzeichnet werden. Der Arbeitsmarkt

blieb jedoch stabil. Der Anstieg der Exporte sowie die steigende Konsumnachfrage des Staates und der privaten Haushalte sorgten für eine weitere Erholung des Wirtschaftswachstums im Jahr 2024. Für die kommenden Jahre prognostiziert der IWF eine leichte Erholung der Exporte und sieht Faktoren, wie hohe Investitionen und eine stabile Binnenwirtschaft, die positive Impulse setzen. Die Hauptrisikofaktoren für das BIP-Wachstum der Schweiz bleiben geopolitische Unsicherheiten, der demografische Wandel und die Abhängigkeit von der globalen Nachfrage.

53. In **Europa** hat das Wirtschaftswachstum nach einer Phase der Stagnation wieder eingesetzt. Die Erholung der realen Einkommen und die insgesamt starke Beschäftigungslage tragen zu einer allmählichen Erholung der Binnennachfrage bei. Die Hauptfaktoren für das schwächere Wachstum im Jahr 2025 sind die zunehmende Unsicherheit und die Einführung von Zöllen. Geopolitische Risiken sowie protektionistische Maßnahmen von Handelspartnern könnten das europäische Wachstum auch in den kommenden Jahren weiterhin belasten, sodass die prognostizierten Wachstumsraten von 2026 bis 2030 zwischen 1,3% und 1,6% liegen.
54. Neben dem Wachstum des realen BIP stellen die erwarteten jährlichen Inflationsraten einen weiteren makroökonomischen Indikator für die wirtschaftliche Entwicklung der für die NWSE relevanten Märkte dar. Die Entwicklung der jährlichen Inflationsraten für die Jahre 2023 und 2024 sowie die entsprechenden Prognosen für die Jahre 2025 bis 2030 haben wir für die betreffenden Länder und Regionen in der nachfolgenden Tabelle dargestellt.

#### Inflation

Veränderung des Verbraucherpreisindex in % zum Vorjahr

Land bzw. Region	Ist		Prognose					
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Deutschland	6,0%	2,5%	2,1%	1,9%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%
Österreich	7,7%	2,9%	3,2%	1,7%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%
Schweiz	2,1%	1,1%	0,2%	0,5%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Europa	6,3%	3,6%	3,7%	2,8%	2,5%	2,5%	2,4%	2,5%

Quelle: Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook Database, April 2025.

55. Die Inflationsrate für **Deutschland** lag im Jahr 2023 bei 6,0%, was leicht unterhalb des europäischen Inflationsniveaus lag. Für den Prognosezeitraum wird mit einem weiteren Rückgang der jährlichen Inflationsraten auf Werte zwischen 1,9% und 2,2% gerechnet, womit sich die Inflationsrate wieder dem Inflationsziel der Europäischen Zentralbank von 2,0% annähert.
56. In **Österreich** waren die erhöhten Inflationsraten hauptsächlich auf die Energiepreiskrise zurückzuführen, die für erhöhte Produktionskosten sorgten, die wiederum auf die Verbraucherpreise übertragen wurden. Im Vergleich zu Deutschland ist die Inflationsrate in Österreich volatiler, dennoch wird bis ins Jahr 2030 ein Rückgang der Inflationsrate auf 2,1% erwartet.
57. Die Inflationsrate in der **Schweiz** lag deutlich unter dem europäischen Niveau, was in erster Linie in der starken Nationalwährung begründet liegt. Weiterhin verfolgt die Schweizerische

Nationalbank das klare Ziel der Preisstabilität, sodass frühzeitige Maßnahmen ergriffen wurden, um die Inflation weitgehend einzudämmen. Für den Prognosezeitraum erwartet der IWF für die Schweiz im europäischen Vergleich deutlich niedrigere Inflationsraten, die sich ab dem Jahr 2027 bei 0,7% einpendeln.

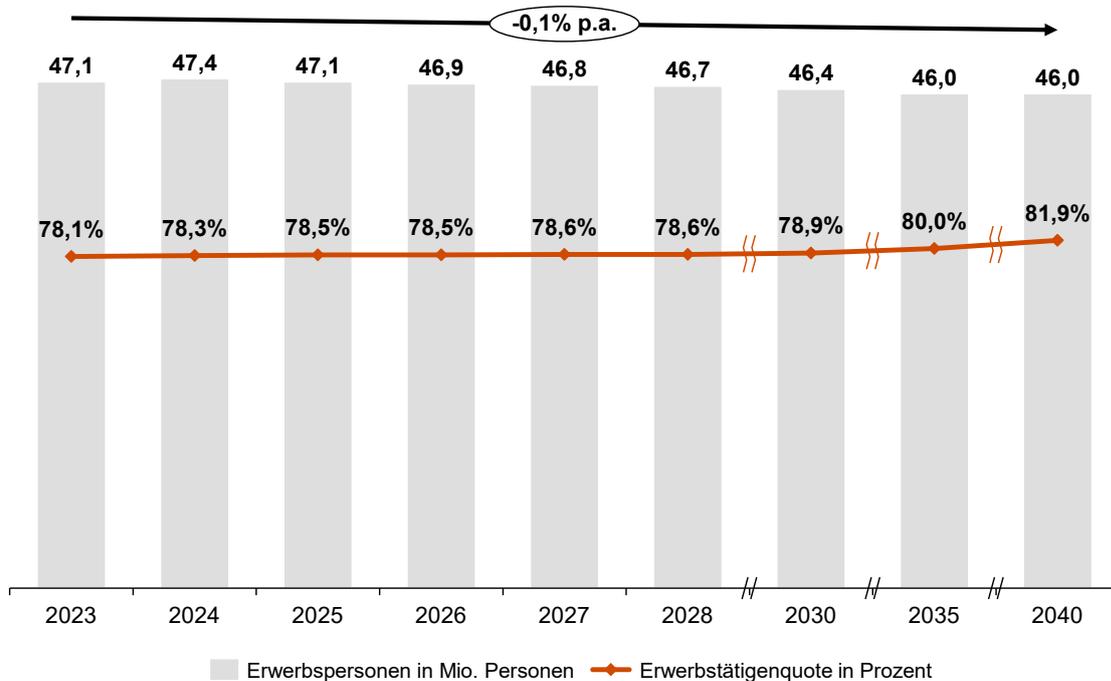
58. In **Europa** ist die Inflation von 2023 auf 2024 ebenfalls stark zurückgegangen. Die vergleichsweise hohen Kreditkosten und strukturellen Herausforderungen in Europa können jedoch weiterhin einen erhöhenden Einfluss auf die Inflationsrate haben, laut Prognose entwickelt sich die Inflation von 3,7% (2025) auf 2,5% (2027 bis 2030) zurück.

## 2. Marktbeschreibung

59. Um die wirtschaftliche Entwicklung der NWSE einschätzen zu können, müssen neben den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen auch branchenspezifische Faktoren und Erwartungen berücksichtigt werden. Daher erfolgt nachstehend eine Analyse der für die NWSE relevanten Märkte innerhalb der DACH-Region, bestehend aus Deutschland, Österreich und der Schweiz. Angesichts der engen Abhängigkeit des Geschäfts der NWSE von der allgemeinen Arbeitsmarktsituation wird zunächst die Entwicklung des Arbeitsmarktes in der DACH-Region untersucht. Anschließend erfolgen spezifische Analysen für die Plattformen XING und kununu, da diese unterschiedliche Marktsegmente bedienen. Für die Plattform XING sind insbesondere die Marktsegmente Active Sourcing und Passive Sourcing relevant, während kununu schwerpunktmäßig im Bereich des Employer Brandings, aber auch in den Bereichen Active Sourcing und Passive Sourcing aktiv ist.

60. Zur Analyse der allgemeinen Arbeitsmarktsituation ist nachfolgend die historische und prognostizierte Entwicklung der Erwerbspersonen in Deutschland sowie die Erwerbstätigenquote in Bezug auf die erwerbsfähige Bevölkerung dargestellt:

**Entwicklung der Erwerbspersonen (in Mio.) und der Erwerbstätigenquote in Deutschland, 2023-2040**



Quelle: Bundesinstitut für Berufsbildung, Qualifikations- und Berufsprojektionen, 2024.

61. Die Anzahl der Erwerbspersonen in Deutschland soll gemäß der Prognose des Bundesinstituts für Berufsbildung, Bonn, bis zum Jahr 2040 auf 46,0 Mio. Personen sinken. Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Rückgang von 0,1% über den Betrachtungszeitraum von 2023 bis 2040. Gleichzeitig steigt jedoch die Erwerbstätigenquote innerhalb der erwerbsfähigen Bevölkerung kontinuierlich an, von 78,1% im Jahr 2023 auf 81,9% im Jahr 2040.
62. Infolge der COVID-19-Pandemie brach die Anzahl der offenen Stellen in Deutschland von 1.221 Tsd. offenen Stellen im ersten Quartal 2020 auf 844 Tsd. offene Stellen im zweiten Quartal 2020 stark ein. Bis zum vierten Quartal 2022 erhöhte sich die Anzahl der offenen Stellen wieder auf 1.987 Tsd. Seitdem ist allerdings ein kontinuierlicher Rückgang zu verzeichnen, mit lediglich 1.279 Tsd. offenen Stellen im dritten Quartal 2024. Diese Entwicklung unterstreicht die aktuellen Herausforderungen auf dem deutschen Arbeitsmarkt, der stark von gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen und konjunkturellen Schwankungen beeinflusst wird.<sup>4</sup>
63. Die Situation des österreichischen Arbeitsmarktes ist durch ähnliche Entwicklungen wie auf dem deutschen Arbeitsmarkt geprägt. Im Februar 2025 gab es in Österreich 80.274 offene, sofort zu

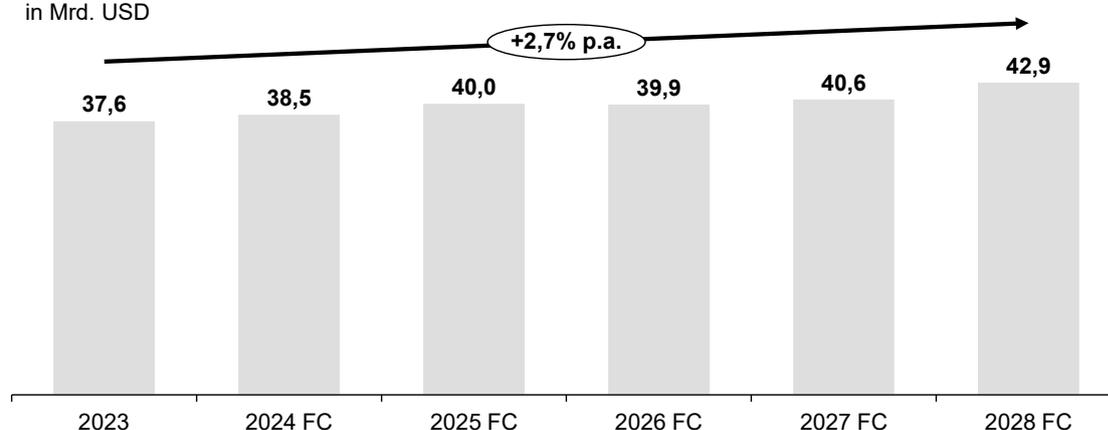
<sup>4</sup> Quelle: Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung („IAB“), IAB-Stellenerhebung, 2024.

besetzende Stellen. Dies entspricht im Vergleich zum Vorjahr einem Rückgang von 11,1%.<sup>5</sup> Der erwartete Rückgang der Erwerbspersonen in Österreich ist mit einem durchschnittlichen jährlichen Rückgang von 0,05% im Zeitraum von 2023 bis 2040 etwas geringer als in Deutschland.<sup>6</sup>

64. In der Schweiz ist die Zahl der offenen Stellen im Zuge der COVID-19-Pandemie ebenfalls erheblich zurückgegangen, stieg dann in den Jahren 2022 und 2023 deutlich an und reduzierte sich von 51.810 offenen Stellen im Januar 2023 auf 42.052 offene Stellen im Januar 2025.<sup>7</sup> Die Anzahl der Erwerbstätigen in der Schweiz ist zwischen November 2020 und November 2024 um durchschnittlich 1,3% p.a. gestiegen.<sup>8</sup>
65. Der Fachkräftemangel, hauptsächlich resultierend aus dem demographischen Wandel, stellt eine erhebliche wirtschaftliche Herausforderung für die DACH-Region dar. Die zahlreichen unbesetzten Stellen gehen mit einem hohen Wertschöpfungsverlust für die Volkswirtschaften einher. Besonders betroffen sind u.a. Branchen, wie das Gesundheitswesen, die Bauwirtschaft sowie die Informations- und Kommunikationstechnologie. In der Folge wird es für Unternehmen zunehmend wichtiger, qualifizierte Fachkräfte zu werben und zu binden. Die Entwicklung der Ausgaben der Unternehmen für Talent-Akquisition in der Region Europa, Naher Osten und Afrika („EMEA“) ist nachfolgend dargestellt:

#### Unternehmensausgaben für Technologien und Dienstleistungen im Bereich Talent-Akquisition in der Region EMEA, 2023-2028

in Mrd. USD



Quelle: IDC, Worldwide Talent Acquisition Technologies and Services Forecast, 2024.

66. Die Geschäftsaktivitäten der NWSE unterstützen Unternehmen dabei, qualifizierte Fachkräfte zu finden und an das Unternehmen zu binden, sowie (potenzielle) Arbeitnehmer, sich über ihren

<sup>5</sup> Quelle: Arbeitsmarktservice Österreich, Übersicht über den Arbeitsmarkt, 2025.

<sup>6</sup> Quelle: Statistik Austria, Erwerbspersonenprognosen, 2024.

<sup>7</sup> Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft SECO, Die Lage auf dem Arbeitsmarkt, 2025

<sup>8</sup> Quelle: Bundesamt für Statistik, Entwicklung der Erwerbstätigenzahlen, 2024.

(künftigen) Arbeitgeber zu informieren. InterNations hat die Vernetzung von Expatriates im Fokus.

67. Mit der Plattform XING ist die NWSE auf dem Recruiting-Markt tätig. Die Geschäftstätigkeit von XING unterteilt sich hauptsächlich in die Bereiche Active Sourcing, Passive Sourcing und Paid Memberships. Active Sourcing umfasst die proaktive Ansprache potenzieller Talente durch Recruiter und Unternehmen. Zu den XING-Produkten im Bereich des Active Sourcing gehört insbesondere der XING TalentManager („XTM“), welcher auch im „Bundle“ mit weiteren Produkten von XING und kununu vertrieben wird, und mit dem über 95% der Active Sourcing-Umsätze generiert werden. Der TalentManager bietet Unternehmen den Zugriff auf den „Talent-Pool“ von XING, der aus den rd. 23 Mio. Mitgliedern besteht. Daneben zählt XING TalentServices („XTS“) mit einem deutlich kleineren Umfang zum Produktportfolio im Active Sourcing. Hierbei handelt es sich um einen Recruiting-Service, bei dem XING die Suche und Ansprache von Talenten übernimmt. Der Bereich Passive Sourcing bei XING beinhaltet u.a. das Stellenanzeigengeschäft sowie eine KI-gestützte Jobsuche und Jobempfehlungen, die registrierten Nutzern die Möglichkeit bietet, sich direkt mit ihrem Profil auf ausgeschriebene Stellen zu bewerben. Bei dem Paid-Memberships-Geschäft handelt es sich um die zahlenden Premium-Nutzer.
68. Die Marktsegmente für Active Sourcing und Passive Sourcing sind eng miteinander verknüpft, sodass folgende Entwicklungen im Rahmen der gesamtwirtschaftlichen, konjunkturellen Schwankungen zu beobachten sind:
- In einer konjunkturellen Abschwungphase geht der Markt für Active Sourcing schneller und stärker zurück als der Markt für Passive Sourcing. Dies liegt darin begründet, dass Active Sourcing für Unternehmen eine teurere Alternative zu den Stellenausschreibungen darstellt. Weiterhin sinkt mit abschwächender Konjunktur die Anzahl der zu besetzenden Stellen, sodass sich das Verhältnis von Angebot und Nachfrage zugunsten der Unternehmen als Jobanbieter verschiebt. Somit reichen Stellenausschreibungen als Form des Passive Sourcing in einer Rezession und in einem Konjunkturtief oftmals aus, um qualifizierte Fachkräfte zu gewinnen.
  - Wenn der konjunkturelle Aufschwung einsetzt, erholt sich der Markt für Active Sourcing langsamer als der Markt für Passive Sourcing, da Unternehmen zunächst zurückhaltender expandieren. In der Hochkonjunktur wird Active Sourcing allerdings oftmals zu einem kritischen Erfolgsfaktor bei der Akquisition von Fachkräften, da die Anzahl der zu besetzenden Stellen die Anzahl der Bewerber zunehmend übersteigt.
69. Neben den Active-Sourcing- und Passive-Sourcing-Produkten generiert XING weitere Umsätze mit einem Bewerbermanagementsystem („ATS“, XING Applicant Tracking System, früher „onlyfy“), das als Software as a Service („SaaS“) vertrieben wird. ATS bietet Unternehmen die Möglichkeit, den gesamten Recruitingprozess in einer Software abzubilden, also bspw. die

Stellenausschreibung individuell zu gestalten und zu veröffentlichen oder eingehende Bewerbungen zu verwalten. Weitere Umsätze werden mit bezahlten Mitgliedschaften („XING Premium Mitgliedschaft“ und „XING ProJobs“) erzielt. Die XING Premium Mitgliedschaft bietet dem XING Mitglied Einblicke in die Besucher seines Profils, Analysefunktionen sowie weitere Funktionen, um den eigenen Profilauftritt zu verbessern. XING ProJobs bietet Funktionen, die die Chancen auf passende Jobanfragen auf XING erhöhen sollen.

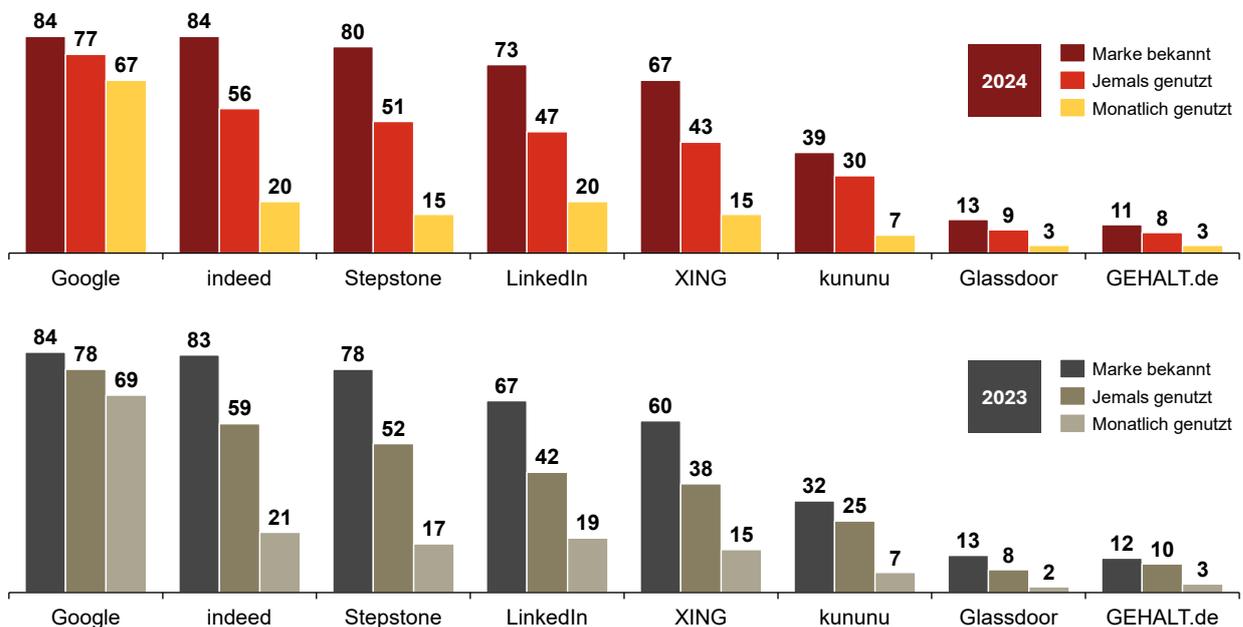
70. Als XING 360 wird ein Bundle-Produkt verkauft, das aus dem XING TalentManager (Active Sourcing), den XING-Stellenanzeigen (Passive Sourcing) sowie dem Employer-Branding-Profil von kununu besteht.
71. Weiteren Umsatz erzielt XING mit der Vermarktung von Werbeflächen auf der Plattform.
72. Im Zuge der COVID-19-Pandemie sind die für das XING-Geschäft relevanten Märkte eingebrochen. Infolge der rückläufigen Entwicklung des Arbeitsmarktes reduzierte sich auch die Anzahl der bezahlten Jobanzeigen deutlich. Innerhalb der DACH-Region erwartet das Management der NWSE nach dem starken Einbruch des Marktes im Zuge der COVID-19-Pandemie eine Normalisierung der Marktwachstumsraten ab dem Jahr 2026.
73. Insbesondere der Bereich Active Sourcing wird durch den zunehmenden Fachkräftemangel bei gleichzeitig rückläufiger Entwicklung der Zahl der Erwerbspersonen sowie durch die technologischen Möglichkeiten im Zusammenhang mit Künstlicher Intelligenz („KI“) beeinflusst. Es besteht die Nachfrage nach schlanken und effizienten Recruiting-Prozessen, die das „Matching“ zwischen Bewerbern und Unternehmen erleichtern.
74. XING positioniert sich als einer der bekanntesten Anbieter auf dem Markt für Lösungen im Bereich Passive Sourcing. Das Wettbewerbsumfeld ist allerdings von einigen weiteren sehr etablierten Plattformen, wie bspw. LinkedIn, Stepstone und Indeed gekennzeichnet, was in einem hohen Preisdruck resultiert. XING hält im Bereich Passive Sourcing nach Schätzungen des Managements der NWSE einen Marktanteil von ca. 5%. Im Bereich Active Sourcing ist die Plattform LinkedIn der einzige große Konkurrent für XING. So hält LinkedIn nach Einschätzung des Managements der NWSE in der relevanten DACH-Region einen Marktanteil von ca. 50%, XING von ca. 30%. Die verbleibenden 20% verteilen sich auf mehrere kleinere Wettbewerber. Insgesamt verzeichnete XING zum 31. Dezember 2024 ungefähr 22,9 Millionen registrierte Nutzer.
75. Mit der Plattform kununu ist die NWSE darüber hinaus auf dem Employer-Branding-Markt aktiv. Konkret werden von kununu folgende Produkte angeboten:
  - Das klassische Employer-Branding-Profil in den Varianten „EBP Core“ und „EBP Pro“, wobei EBP Pro die Core-Variante um umfangreichere Analysefunktionen, ein Benchmarking mit Wettbewerbern, eine automatisierte Bewertungsauswertung und weitere Branding-Elemente erweitert,

- zwei neu eingeführte Abwandlungen dieses Produkts, die einerseits auf kleine und mittelständische Unternehmen („EBP SME“) sowie andererseits auf Personalvermittlungsgesellschaften („EBP Staffing“) zugeschnitten sind,
  - das Upselling-Produkt „Hiring Extension“, welches zusätzlich zu den EBP-Produkten verkauft wird, sowie
  - sogenannte Siegel („Top Company“, „Top Recruiter“, „Top Salary“), die qualifizierte Unternehmen auszeichnen.
76. Unter einem Employer-Branding-Profil ist eine Informationsseite über ein Unternehmen auf der kununu-Plattform zu verstehen. Mitarbeiter eines Unternehmens haben die Möglichkeit, auf dieser Profil-Seite ihre Erfahrungen mit dem Unternehmen zu veröffentlichen und somit (potenziellen) Bewerbern Einblicke in das Unternehmen, Gehalts- und Karriereperspektiven, die Arbeitsweise etc. zu ermöglichen. Hierbei interagiert kununu sowohl einerseits mit den Mitarbeitern bzw. Bewerbern (B2C-Seite) sowie andererseits mit den Unternehmen, über die ein Profil angelegt wird (B2B-Seite). Auf der B2C-Seite kommt den Nutzern eine Doppel-Funktion zu („Prosumer“), da sie einerseits als Mitarbeiter eines Unternehmens Inhalte kreieren und andererseits als potenzielle Bewerber Inhalte konsumieren. Eine Monetarisierung dieses Angebots findet jedoch ausschließlich auf der B2B-Seite statt. Erstellt ein Mitarbeiter ein Profil über ein Unternehmen, um darauf eine Bewertung abzugeben, kann das Unternehmen dieses Profil gegenüber kununu „beanspruchen“ („Claimed Profile“). In der einfachsten Form ist das Unternehmensprofil für das jeweilige Unternehmen kostenlos. Es kann jedoch nur auf die Bewertungen reagieren. In der kostenpflichtigen Version hat ein Unternehmen nicht nur die Möglichkeit, auf abgegebene Bewertungen zu reagieren, sondern sich auch selbst zu präsentieren (Employer Branding Profiles). Als Upselling-Produkt können Unternehmen mit einem bezahlten Employer-Branding-Profil die sogenannte „Hiring Extension“ buchen. Hierüber hat ein Unternehmen die zusätzliche Möglichkeit auf dem EBP-Stellen auszuschreiben. Über eine Datenschnittstelle ist es den Unternehmen zudem möglich, das eigene Recruiting-System einzubinden, sodass nicht nur ausgewählte, sondern sämtliche ausgeschriebenen Stellen des Unternehmens angezeigt werden können.
77. Ein weiteres wesentliches Produkt von kununu sind die sogenannten Siegel. Neben dem bereits existierenden „Top Company“-Siegel, werden zwei weitere Siegel eingeführt, „Top Salary Satisfaction“ und „Top Recruiter“. Wenn ein Unternehmen bestimmte Voraussetzungen erfüllt (bspw. eine bestimmte Anzahl von Bewertungen durch Mitarbeiter und Erreichen eines bestimmten durchschnittlichen Scores bei den Bewertungen), kann es das Siegel für einen Einjahreszeitraum kostenpflichtig tragen, um sich so von Wettbewerbern abzuheben.
78. Das EBP-Marktsegment ist im Verhältnis zum Recruiting-Markt robuster, da es weniger stark von konjunkturellen Schwankungen beeinflusst wird. Unternehmen erkennen zunehmend die Bedeutung einer positiven Arbeitgeberreputation, um qualifizierte Talente anzuziehen und zu

binden. Dies führt zu einem Anstieg der Investitionen in digitale Kommunikation und Employer-Branding-Strategien. Infolgedessen sind die Wachstumsaussichten positiv.

79. kununu ist auf dem Employer-Branding-Markt gemäß Einschätzung der NWSE die größte Plattform, gefolgt von vergleichbaren Anbietern, wie bspw. Glassdoor. Im Februar 2025 erzielte kununu rd. 17,8 Mio. Webseitenaufrufe. Weiterhin besitzt kununu die größte Workplace-Insights- und Gehaltsdatenbank. Die Wettbewerbsintensität auf dem Employer-Branding-Markt ist insgesamt geringer als das Wettbewerbsumfeld der XING, und kununu hat sich auf dem Markt als führende Plattform in der DACH-Region etabliert. Zum 31. Dezember 2024 verzeichnete kununu 12,8 Millionen Workplace Insights.
80. Die folgende Übersicht stellt die Markenbekanntheit der Plattformen XING und kununu den Hauptwettbewerbern Google, Indeed, Stepstone, LinkedIn, Glassdoor und GEHALT.de in Deutschland gegenüber. Im Rahmen der Datenerhebung wurde den befragten Personen die Frage gestellt, ob sie die genannten Plattformen in Bezug auf die Möglichkeiten der Jobsuche kennen und wie häufig sie die jeweiligen Plattformen nutzen.

#### Markenbekanntheit (%), nach Bekanntheit sortiert



Quelle: Gelszus rmm Marketing Research, 2024.

81. Die Übersicht verdeutlicht, dass die Plattform XING aktuell in Bezug auf die Bekanntheit und die Nutzung der Plattform hinter den direkt konkurrierenden Plattformen Google, Indeed, Stepstone und LinkedIn zurückliegt. Die Bekanntheit und die Anzahl der Personen, die XING jemals genutzt haben, konnte im Jahr 2024 im Vergleich zum Vorjahr 2023 gesteigert werden. Dennoch blieb die im Rahmen dieser Erhebung ermittelte Anzahl monatlicher Nutzer unverändert. Die

konkurrierenden Plattformen konnten ihre Bekanntheit von 2023 auf 2024 ebenfalls leicht ausbauen, allerdings ging die Anzahl der monatlichen Nutzer bei einigen Wettbewerbern leicht zurück.

82. Bei kununu zeigt sich hingegen ein deutlicher Vorsprung zu den direkt konkurrierenden Plattformen Glassdoor und GEHALT.de. Sowohl die Markenbekanntheit als auch die Zahl der Personen, die kununu jemals genutzt haben oder monatlich nutzen, ist mehr als doppelt so hoch im Vergleich zu den beiden Wettbewerbern. Ähnlich wie auch XING konnte kununu seine Bekanntheit und die Zahl der Personen, die die Plattform jemals genutzt haben, im Vorjahresvergleich steigern, während die Zahl der monatlichen Nutzer ebenfalls stagnierte.

### 3. Fazit

83. Das relevante Marktumfeld der NWSE war in den letzten Jahren aufgrund der engen Kopplung an die gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen im Zuge der COVID-19-Pandemie und der weiterhin schwachen wirtschaftlichen Entwicklungen innerhalb der DACH-Region erheblich negativ beeinflusst. Ab dem Jahr 2026 rechnet der IWF mit einem erneuten Anstieg des Wirtschaftswachstums innerhalb der DACH-Region, weshalb ab 2026 mit einer konjunkturell bedingten Erholung des Geschäfts der NWSE zu rechnen ist. Die gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen beeinflussen vor allem das XING-Geschäft, weil der Recruiting Prozess eng mit der konjunkturellen Entwicklung verknüpft ist. Die Plattform kununu sollte hingegen eine stabilere Entwicklung aufweisen, da das Thema Employer Branding grundlegend und zunehmend an Relevanz gewinnt.
84. Besonders im Bereich Passive Sourcing ist das relevante Marktsegment nach Einschätzung des Managements der NWSE von einem hohen Wettbewerb geprägt, sodass mehrere namhafte Plattformen innerhalb der DACH-Region um Nutzer sowohl im B2B- als auch im B2C-Bereich konkurrieren. Im Bereich Active Sourcing ist mit LinkedIn ein etablierter Wettbewerber auf dem Markt präsent, mit dem XING vorrangig konkurriert. Durch dieses Markt- und Wettbewerbsumfeld sind der NWSE in Bezug auf die Wachstumsmöglichkeiten mit der Plattform XING Grenzen gesetzt. Das für die NWSE erwartete Umsatz- und Ertragspotenzial ist in Abhängigkeit der Entwicklung des stärksten Konkurrenten LinkedIn mit Risiken behaftet, da LinkedIn in der Vergangenheit ein stärkeres Wachstum als XING realisieren konnte. Die Repositionierung von XING von einem sozialen Netzwerk für berufliche Kontakte hin zu einem Job-Netzwerk soll die Plattform zukünftig konkurrenzfähiger machen. Dennoch gewinnt LinkedIn immer mehr Marktanteile, was das zukünftige Wachstumspotenzial von XING beeinträchtigen könnte. Durch die starke Marktposition von kununu ist für diese Plattform hingegen eine vergleichsweise höhere Wachstumsrate gemessen an den Marktentwicklungen und den technologischen Weiterentwicklungsmöglichkeiten möglich.

85. Die strukturellen Veränderungen in der Demographie der Bevölkerung und der damit einhergehende zunehmend verschärfte Fachkräftemangel machen effiziente Recruiting- und Employer-Branding-Lösungen notwendig. Das Geschäft der NWSE ist aber eng verknüpft mit der konjunkturellen Entwicklung und der daran geknüpften Nachfrage. Das Wachstum des Geschäfts der XING ist durch einen starken Wettbewerb beeinflusst.

### **III. Vermögens-, Finanz- und Ertragslage**

86. Die Analyse der konsolidierten Vermögens-, Finanz- und Ertragslage haben wir auf Basis der geprüften und jeweils mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk testierten Konzernabschlüsse der NWSE nach IFRS für die GJ 2022 bis GJ 2024 (jeweils von 1. Januar bis 31. Dezember der jeweiligen Jahre) durchgeführt.

## 1. Vermögens- und Finanzlage

87. Zu den jeweiligen Bilanzstichtagen der GJ 2022 bis GJ 2024 stellt sich die konsolidierte Vermögens- und Finanzlage der NWSE wie folgt dar:

### New Work SE | Bilanz

in Mio. EUR	31.12.2022 Ist	31.12.2023 Ist	31.12.2024 Ist
Immaterielle Vermögenswerte	130,2	128,3	108,6
Erworbene Software	2,8	1,6	0,8
Selbst erstellte Software	68,6	68,7	58,1
Geschäfts- oder Firmenwert	56,1	56,1	49,0
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	2,7	1,8	0,7
Sachanlagen	74,0	62,0	23,9
Mietereinbauten	12,5	7,8	3,2
Andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung	14,1	12,0	9,5
Anlagen im Bau	0,4	0,0	0,2
Vermögenswerte aus Mietverhältnissen	47,0	42,2	11,0
Finanzanlagen	31,4	20,0	2,6
Finanzielle Vermögenswerte zu fortgeführten Anschaffungskosten	3,0	2,8	2,6
Finanzielle Vermögenswerte zum beizulegenden Zeitwert	28,4	17,2	0,0
Sonstige nicht-finanzielle Vermögenswerte	0,5	0,0	0,0
Latente Steueransprüche	1,9	1,4	0,9
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>238,2</b>	<b>211,9</b>	<b>136,1</b>
Forderungen und sonstige Vermögenswerte	40,6	43,6	41,4
Forderungen aus Dienstleistungen	19,9	20,5	15,2
Ertragsteuerforderungen	0,5	6,3	10,1
Sonstige Vermögenswerte	20,1	16,8	16,1
Zahlungsmittel und Zahlungsäquivalente	98,3	93,1	92,2
Eigenzahlungsmittel	94,8	93,1	92,2
Fremdzahlungsmittel	3,5	0,0	0,0
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>138,9</b>	<b>136,7</b>	<b>133,6</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>377,0</b>	<b>348,5</b>	<b>269,7</b>
Gezeichnetes Kapital	5,6	5,6	5,6
Kapitalrücklage	22,6	22,6	22,6
Sonstige Rücklagen	0,6	0,6	0,7
Gewinnrücklagen	117,2	116,3	103,6
<b>Eigenkapital</b>	<b>146,1</b>	<b>145,2</b>	<b>132,5</b>
Latente Steuerverbindlichkeiten	12,3	13,0	5,1
Vertragsverbindlichkeiten	1,4	1,3	1,6
Sonstige Rückstellungen	0,6	0,8	0,3
Verbindlichkeiten aus Mietverhältnissen	53,7	48,3	8,8
Sonstige Verbindlichkeiten	3,8	1,1	0,0
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>71,8</b>	<b>64,5</b>	<b>15,8</b>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	10,0	11,3	10,3
Verbindlichkeiten aus Mietverhältnissen	6,3	4,8	8,6
Vertragsverbindlichkeiten	107,4	97,3	77,5
Sonstige Rückstellungen	3,0	3,8	6,6
Ertragsteuerverbindlichkeiten	10,6	3,6	0,2
Sonstige Verbindlichkeiten	21,8	18,1	18,0
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>159,1</b>	<b>138,9</b>	<b>121,3</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>377,0</b>	<b>348,5</b>	<b>269,7</b>

Quelle: Konzernabschlüsse NWSE.

## Gesamtüberblick

88. Im Betrachtungszeitraum hat sich die Bilanzsumme der NWSE von 377,0 Mio. EUR zum 31. Dezember 2022 um rund 107,3 Mio. EUR auf 269,7 Mio. EUR zum 31. Dezember 2024 verringert.
89. Die Aktivseite der Bilanz war in den letzten Geschäftsjahren im Wesentlichen geprägt von immateriellen Vermögenswerten (rd. 37,2% der Bilanzsumme im Durchschnitt des Betrachtungszeitraums 31. Dezember 2022 bis 31. Dezember 2024), Sachanlagen (rd. 15,4% der Bilanzsumme im Durchschnitt des Betrachtungszeitraums), Forderungen und sonstigen Vermögenswerten (rd. 12,9% der Bilanzsumme im Durchschnitt des Betrachtungszeitraums) sowie liquiden Mitteln (rd. 29,0% der Bilanzsumme im Durchschnitt des Betrachtungszeitraums).
90. Die Passivseite der Bilanz besteht hauptsächlich aus Eigenkapital (die Eigenkapitalquote betrug im Durchschnitt des Betrachtungszeitraums rd. 43,2%), langfristigen Verbindlichkeiten aus Mietverhältnissen (rd. 10,4% der Bilanzsumme im Durchschnitt des Betrachtungszeitraums) sowie kurzfristigen Vertragsverbindlichkeiten (rd. 28,4% der Bilanzsumme im Durchschnitt des Betrachtungszeitraums).
91. Die Bilanzverkürzung zum 31. Dezember 2023 ist in erster Linie geprägt von der Verminderung der langfristigen Vermögenswerte. Die Verminderung der langfristigen Vermögenswerte um 26,3 Mio. EUR auf 211,9 Mio. EUR ist hauptsächlich auf die infolge des Verkaufs von Wertpapieren gesunkenen Finanzanlagen (11,4 Mio. EUR), planmäßige Abschreibungen (4,8 Mio. EUR) von Vermögenswerten aus Mietverhältnissen (Nutzungsrechte aus Leasingverträgen nach IFRS 16) sowie auf planmäßige (1,9 Mio. EUR) und außerplanmäßige Abschreibungen (3,9 Mio. EUR) von Mietereinbauten zurückzuführen (vgl. Tz. 95 ff.). Zum 31. Dezember 2023 finanziert sich die NWSE aus Eigenmitteln. Die langfristigen Verbindlichkeiten sanken von 71,8 Mio. EUR auf 64,5 Mio. EUR, insbesondere aufgrund geringerer Verbindlichkeiten aus Mietverhältnissen. Ebenso sanken die kurzfristigen Verbindlichkeiten um 20,2 Mio. EUR auf 138,9 Mio. EUR, insbesondere aufgrund geringerer Vertragsverbindlichkeiten (-10,1 Mio. EUR) und Ertragsteuerverbindlichkeiten (-7,0 Mio. EUR) (vgl. Tz. 108 ff.).
92. Die Bilanzverkürzung zum 31. Dezember 2024 ist auf die Verminderung der langfristigen Vermögenswerte zurückzuführen. Die Vermögenswerte aus Mietverhältnissen (Nutzungsrechte aus Leasingverträgen) sanken um 31,2 Mio. EUR, was teils auf die Neubewertung des Leasingvertrags der Firmenzentrale (New Work Harbour) sowie die Untervermietung von Teilflächen der Firmenzentrale und teils auf planmäßige Abschreibungen der Vermögenswerte aus Mietverhältnissen zurückzuführen ist. Die selbsterstellte Software wurde um 13,6 Mio. EUR außerplanmäßig abgeschrieben, wobei ein Großteil dieser außerplanmäßigen Abschreibungen im Zuge der Neuausrichtung von XING vorgenommen wurde. Die Wertpapiere unter den Finanzanlagen mit

einem Buchwert von 17,2 Mio. EUR, die im GJ 2017 zur Anlage überschüssiger Liquidität erworben wurden, wurden im GJ 2024 vollständig verkauft und der Geschäfts- oder Firmenwert der InterNations wurde um 7,1 Mio. EUR wertberichtigt. Zum 31. Dezember 2024 finanziert sich die NWSE ausschließlich aus Eigenmitteln. Die Eigenkapitalquote stieg zum 31. Dezember 2024 von 41,7% im Vorjahr auf 49,1%. Zudem sind die kurz- und langfristigen Verbindlichkeiten aus Mietverhältnissen um insgesamt 35,7 Mio. EUR auf 17,4 Mio. EUR und die Vertragsverbindlichkeiten um 19,4 Mio. EUR sowie die passiven latenten Steuern um 7,9 Mio. EUR gesunken.

93. Der Betrachtungszeitraum war durch eine steigende Eigenkapitalquote, einen Rückgang der langfristigen Vermögenswerte und einen Rückgang von Verbindlichkeiten gekennzeichnet. Während des Betrachtungsraums finanzierte sich die NWSE aus Eigenmitteln.
94. Nach Maßgabe der entsprechenden Bilanzgliederung gehen wir in den nachfolgenden Absätzen auf die Zusammensetzung der Bilanzposten und deren wesentlichen Veränderungen ein.

#### **Anlagevermögen (langfristige Vermögenswerte)**

95. Das Anlagevermögen sank von 238,2 Mio. EUR am Ende des GJ 2022 auf 211,9 Mio. EUR am Ende des GJ 2023 und auf 136,1 Mio. EUR zum Bilanzstichtag 31. Dezember 2024. Insgesamt betrug das Anlagevermögen zum 31. Dezember 2024 rund 50,5% der Bilanzsumme.
96. Zum Bilanzstichtag des GJ 2024 trugen die immateriellen Vermögenswerte mit einem Anteil von rund 40,3% wesentlich zur Bilanzsumme bei. Die immateriellen Vermögenswerte umfassen Markenrechte, Kundenstamm, erworbene sowie selbsterstellte Software und Geschäfts- oder Firmenwerte aus Unternehmenserwerben.
97. Der größte Bestandteil war zum 31. Dezember 2024 die selbsterstellte Software, die sich auf 58,1 Mio. EUR belief. Gemäß IAS 38 und SIC-32 werden selbstentwickelte immaterielle Vermögenswerte nach dem erstmaligen Ansatz der Entwicklungskosten zu Herstellungskosten abzüglich kumulierter Abschreibungen bilanziert. Der Rückgang der selbsterstellten Software von 10,7 Mio. EUR zum 31. Dezember 2024 ist auf die strategische Neuausrichtung von XING von einem sozialen Netzwerk für berufliche Kontakte hin zu einem Jobs-Netzwerk zurückzuführen. In diesem Kontext wurden einige der zuvor genutzten Plattformmodule nicht mehr benötigt und im Wert berichtigt.
98. Der zweitgrößte Bestandteil war zum 31. Dezember 2024 der Geschäfts- oder Firmenwert in Höhe von 49,0 Mio. EUR. Nach IFRS wird der Geschäfts- oder Firmenwert nicht planmäßig abgeschrieben. Stattdessen ist die NWSE verpflichtet, den Geschäfts- oder Firmenwert mindestens jährlich auf Wertminderung zu überprüfen. Dabei wurde zum 31. Dezember 2024 eine

Wertberichtigung des Geschäfts- oder Firmenwerts von InterNations in Höhe von 7,1 Mio. EUR vorgenommen.

99. Im Wesentlichen besteht das Anlagevermögen neben den immateriellen Vermögenswerten der NWSE aus Sachanlagen. Diese bestehen aus EDV-Hardware, sonstiger Betriebs- und Geschäftsausstattung, Mietereinbauten und Vermögenswerten aus Mietverhältnissen. Die in den Vermögenswerten aus Mietverhältnissen aktivierten Nutzungsrechte aus Leasingverträgen haben mehrheitlich eine Nutzungsdauer von bis zu zehn Jahren, wobei nach den Verträgen häufig eine Verlängerung durch die NWSE möglich ist. Die Mietverhältnisse werden mit Verfügbarkeit des Mietobjekts als Nutzungsrecht und der entsprechenden Verbindlichkeit bilanziert. Das Nutzungsrecht wird über den kürzeren der beiden Zeiträume aus Nutzungsdauer und Laufzeit des Leasingvertrags abgeschrieben.
100. Im GJ 2023 wurde eine Einigung erzielt, das bisherige Mietverhältnis im New Work Harbour auf den 31. Dezember 2025 zu verkürzen sowie Teile der Büroflächen unterzuvermieten. Der Rückgang der Vermögenswerte aus Mietverhältnissen um 31,2 Mio. EUR und der Mietereinbauten um 4,6 Mio. EUR am Ende des GJ 2024 ist maßgeblich auf die Neubewertung des verkürzten Leasingvertrags der Firmenzentrale und auf die Untervermietung zurückzuführen. Dadurch sank der Anteil der Sachanlagen an der Bilanzsumme von 19,6% am Ende des GJ 2022 auf 8,9% am Ende des GJ 2024.
101. Ein weiterer Bestandteil des Anlagevermögens sind die Finanzanlagen. Die finanziellen Vermögenswerte zu fortgeführten Anschaffungskosten enthalten ausschließlich Mietkautionen. Die NWSE hatte im Jahr 2017 zur Anlage überschüssiger Liquidität verschiedene Fondsanteile erworben. Im zweiten Halbjahr 2024 veräußerte die NWSE alle Fondsanteile aus dem Finanzanlagevermögen. Bis zum endgültigen Verkauf der Fonds im Juli 2024 wurden diese als finanzielle Vermögenswerte zum beizulegenden Zeitwert ausgewiesen. Infolge des Verkaufs sank der Anteil der Finanzanlagen an der Bilanzsumme von 8,3% (Geschäftsjahresende 2022) auf 1,0% (Geschäftsjahresende 2024).

#### **Umlaufvermögen (kurzfristige Vermögenswerte)**

102. Das Umlaufvermögen sank von 138,9 Mio. EUR zum Bilanzstichtag des GJ 2022 zunächst um 1,6% auf 136,7 Mio. EUR (Geschäftsjahresende 2023) und anschließend um 2,2% auf 133,6 Mio. EUR zum Bilanzstichtag 2024. Insgesamt entfiel zum 31. Dezember 2024 ein Anteil von 49,5% an der Bilanzsumme auf das Umlaufvermögen.
103. Die Forderungen aus Dienstleistungen reduzierten sich ausgehend von 19,9 Mio. EUR zum Bilanzstichtag 2022 auf 15,2 Mio. EUR zum Bilanzstichtag 2024. Diese Entwicklung basiert im

Wesentlichen auf den gesunkenen Umsatzerlösen der NWSE im GJ 2024. Zum Bilanzstichtag des GJ 2024 entfiel ein Anteil von 5,6% an der Bilanzsumme auf die Forderungen aus Dienstleistungen.

104. Die sonstigen Vermögenswerte reduzierten sich von 20,1 Mio. EUR (Geschäftsjahresende 2022) auf 16,8 Mio. EUR (Geschäftsjahresende 2023). Der Rückgang um 3,3 Mio. EUR zum 31. Dezember 2023 war primär durch einen Rückgang der geleisteten Anzahlungen und Forderungen gegenüber Kreditkartengesellschaften begründet, was teilweise durch den Anstieg anderer Posten kompensiert wurde. Die sonstigen Vermögenswerte in Höhe von 16,1 Mio. EUR zum Bilanzstichtag umfassten hauptsächlich Abgrenzungen von Ausgaben, abziehbare Vorsteuer, Kundengewinnungskosten, Forderungen aus Leasingverträgen und sonstige Aktiva. Die sonstigen Aktiva beinhalteten debitorische Kreditoren in Höhe von 0,1 Mio. EUR. Die Forderungen aus Leasingverträgen in Höhe von 2,3 Mio. EUR beinhalteten Leasingforderungen aus Untervermietungen sowie abgegrenzte Anschaffungskosten für das Nutzungsrecht der geplanten neuen Firmenzentrale. Die Kundengewinnungskosten in Höhe von 2,4 Mio. EUR umfassten ausschließlich direkt zurechenbare Kosten der Vertragsanbahnung. Im Durchschnitt des Betrachtungszeitraums betragen die sonstigen Vermögenswerte rund 5,4% der Bilanzsumme.
105. Die Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente sanken von 98,3 Mio. EUR am Ende des GJ 2022 auf 92,2 Mio. EUR am Ende des GJ 2024. Zum Bilanzstichtag des GJ 2024 bestanden diese im Wesentlichen aus Bankguthaben von 31,1 Mio. EUR und Zahlungsmitteläquivalenten von 61,2 Mio. EUR. Im GJ 2022 wurden darüber hinaus liquide Mittel, die zur Auszahlung an Veranstalter bereitstehen, als Fremdzahlungsmittel bilanziert (3,5 Mio. EUR). Zum 31. Dezember 2024 beliefen sich die Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente auf 34,2% der Bilanzsumme (rd. 29,0% der Bilanzsumme im Durchschnitt des Betrachtungszeitraums).

### **Eigenkapital**

106. Das Eigenkapital der NWSE setzt sich aus dem Grundkapital (gezeichnetes Kapital), Kapitalrücklagen, sonstigen Rücklagen sowie Gewinnrücklagen zusammen. Die sonstigen Rücklagen beinhalten die Effekte aus der Währungsumrechnung der Abschlüsse ausländischer Tochterunternehmen. Die Gewinnrücklage sank von 116,3 Mio. EUR (Geschäftsjahresende 2023) auf 103,6 Mio. EUR (Geschäftsjahresende 2024) aufgrund des Konzern-Gesamtergebnisses (-7,1 Mio. EUR) und der ausgeschütteten Dividende für 2023 (5,6 Mio. EUR). Die Eigenkapitalquote betrug im Durchschnitt der Bilanzstichtage 2022 bis 2024 rund 43,2% und stieg von 38,7% zum Bilanzstichtag des GJ 2022 auf 49,1% zum Bilanzstichtag des GJ 2024.

## Rückstellungen

107. Die kurzfristigen sonstigen Rückstellungen der NWSE umfassten zum 31. Dezember 2024 im Wesentlichen Rückstellungen für Personalaufwendungen (5,1 Mio. EUR) und kurzfristige Rückstellungen für Abschluss- und Prüfungskosten (0,7 Mio. EUR), Rechts- und Beratungskosten (0,5 Mio. EUR) und sonstige Beiträge (0,3 Mio. EUR). Langfristige sonstige Rückstellungen bestanden für Rückbauverpflichtungen (0,3 Mio. EUR). Die sonstigen Rückstellungen für Personalaufwendungen wurden für Abfindungszahlungen im Rahmen der Restrukturierungsprogramme „Recalibrate“ und „Recalibrate+“ gebildet. Am Ende des GJ 2024 betragen die sonstigen langfristigen Rückstellungen 0,1% der Bilanzsumme und die sonstigen kurzfristigen Rückstellungen 2,5% der Bilanzsumme. Dieser Anstieg der sonstigen kurzfristigen Rückstellungen ist im Wesentlichen auf die höheren Abfindungsrückstellungen zum 31. Dezember 2024 zurückzuführen.

## Verbindlichkeiten

108. Während des Betrachtungszeitraums finanzierte sich die NWSE aus Eigenmitteln. Bank- oder Darlehensverbindlichkeiten bestanden nicht.
109. Die nach IFRS 16 zu bilanzierenden langfristigen Leasing- und Mietverbindlichkeiten (Verbindlichkeiten aus Mietverhältnissen) lagen im Betrachtungszeitraum zwischen 53,7 Mio. EUR (31. Dezember 2022) und 8,8 Mio. EUR (31. Dezember 2024). Diese langfristigen Verbindlichkeiten aus Mietverhältnissen betragen im Durchschnitt rund 10,4% der Bilanzsumme während des Betrachtungszeitraums. Die kurzfristigen Leasing- und Mietverbindlichkeiten lagen zwischen 6,3 Mio. EUR (31. Dezember 2022) und 8,6 Mio. EUR (31. Dezember 2024). Im GJ 2023 wurde eine Einigung darüber erzielt, das Mietverhältnis im New Work Harbour (Firmenzentrale der NWSE) auf den 31. Dezember 2025 zu verkürzen und Teile der Büroflächen unterzuvermieten. Die Verminderung der Verbindlichkeiten aus Mietverhältnissen im GJ 2024 um 35,7 Mio. EUR ist im Wesentlichen auf die Neubewertung des verkürzten Leasingvertrags der Firmenzentrale sowie auf die Untervermietung zurückzuführen.
110. Die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen stiegen seit dem 31. Dezember 2022 von 10,0 Mio. EUR auf 10,3 Mio. EUR zum 31. Dezember 2024. Zum Bilanzstichtag 31. Dezember 2024 beliefen sie sich auf 3,8% der Bilanzsumme (rd. 3,2% der Bilanzsumme im Durchschnitt des Betrachtungszeitraums). Der Anstieg der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen ist auf den Anstieg der Fremdleistungen im Bereich Marketing, Softwarenutzung, Beratung und sonstige Fremdleistungen im GJ 2024 zurückzuführen.
111. Die Vertragsverbindlichkeiten stammen aus der operativen Tätigkeit der NWSE und beinhalten die Mitgliedsbeiträge für zukünftige Perioden. Die NWSE generiert den wesentlichen Teil des

Umsatzes aus einem Prepaid-Business-Modell von Online-Laufzeitprodukten. Infolge der meist jahresweise abgerechneten Vertragsmodalitäten entwickeln sich die Vertragsverbindlichkeiten entsprechend der Entwicklung des Umsatzvolumens zum Jahresende. Zum Bilanzstichtag 31. Dezember 2024 reduzierten sich diese im Vergleich zum Bilanzstichtag des Vorjahres um 19,8 Mio. EUR auf 77,5 Mio. EUR. Zum Geschäftsjahresende 2024 betragen die Vertragsverbindlichkeiten 28,7% der Bilanzsumme (rd. 28,4% der Bilanzsumme im Durchschnitt des Betrachtungszeitraums).

112. Die sonstigen langfristigen Verbindlichkeiten umfassten im Wesentlichen Verpflichtungen aus anteilsbasierten Vergütungen, die Ende 2024 vollständig abgelöst wurden. Folglich sind die sonstigen langfristigen Verbindlichkeiten von 3,8 Mio. EUR (Geschäftsjahresende 2022) auf 0 TEUR gesunken (Geschäftsjahresende 2024). Die sonstigen kurzfristigen Verbindlichkeiten setzten sich zusammen aus Verbindlichkeiten aus Personalaufwendungen, Verbindlichkeiten für Aufsichtsratsvergütung, Verbindlichkeiten aus Umsatzsteuer, Verbindlichkeiten gegenüber Veranstaltern, kreditorischen Debitoren und übrigen Verbindlichkeiten. Die Verbindlichkeiten aus Personalaufwendungen beinhalteten hauptsächlich Rückstellungen für Bonuszahlungen, Rückstellungen für nicht genommene Urlaubstage und Überstunden und sonstige Personalverpflichtungen sowie Verbindlichkeiten im Rahmen der sozialen Sicherheit. Die Verbindlichkeiten gegenüber Veranstaltern werden als einziger Posten verzinst. Die übrigen Verbindlichkeiten setzten sich unter anderem aus Verbindlichkeiten für sonstige Fremdleistungen zusammen. Während des Betrachtungszeitraums sanken die sonstigen kurzfristigen Verbindlichkeiten von 21,8 Mio. EUR (Geschäftsjahresende 2022) auf 18,0 Mio. EUR (Geschäftsjahresende 2024).

## 2. Ertragslage

113. In den GJ 2022 bis GJ 2024 stellt sich die konsolidierte Ertragslage der NWSE wie folgt dar:

### New Work SE | Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	GJ22 Ist	GJ23 Ist	GJ24 Ist
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>313,4</b>	<b>305,6</b>	<b>263,4</b>
Andere aktivierte Eigenleistungen	20,7	24,1	15,6
Sonstige betriebliche Erträge	3,0	4,1	5,7
<b>Gesamtleistung</b>	<b>337,1</b>	<b>333,8</b>	<b>284,7</b>
Personalaufwand	(144,6)	(152,5)	(149,4)
Marketingaufwand	(39,0)	(43,4)	(51,5)
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(49,4)	(44,9)	(49,5)
<b>EBITDA</b>	<b>104,1</b>	<b>92,9</b>	<b>34,4</b>
Abschreibungen	(37,9)	(44,1)	(46,0)
<b>EBIT</b>	<b>66,2</b>	<b>48,8</b>	<b>(11,6)</b>
Finanzergebnis	(2,8)	2,2	1,9
<b>EBT</b>	<b>63,4</b>	<b>51,0</b>	<b>(9,7)</b>
Ertragsteuern	(17,3)	(14,2)	2,6
<b>Konzernergebnis aus fortgeführten Geschäftsbereichen</b>	<b>46,1</b>	<b>36,9</b>	<b>(7,1)</b>
Ergebnis nach Steuern der nicht-fortgeführten Geschäftsbereiche	(2,8)	(0,0)	-
<b>Konzernergebnis</b>	<b>43,3</b>	<b>36,9</b>	<b>(7,1)</b>
<i>Umsatzwachstum</i>	<i>10,1%</i>	<i>(2,5%)</i>	<i>(13,8%)</i>
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>33,2%</i>	<i>30,4%</i>	<i>13,1%</i>
<i>EBIT-Marge</i>	<i>21,1%</i>	<i>16,0%</i>	<i>(4,4%)</i>

Quelle: Konzernabschlüsse NWSE.

114. Ausgehend von einem Umsatz von 313,4 Mio. EUR im GJ 2022 verzeichnete die NWSE einen Rückgang der Umsatzerlöse im GJ 2023 um -2,5% auf 305,6 Mio. EUR. Im GJ 2024 führte ein Umsatzrückgang von -13,8% zu Umsatzerlösen von 263,4 Mio. EUR.
115. Nachstehend sind die Umsatzerlöse der Segmente der NWSE über den Betrachtungszeitraum dargestellt. Das Segment HR Solutions & Talent Access umfasst die Entwicklung und den Verkauf digitaler Employer-Branding- und Recruiting-Lösungen. Das Produktangebot richtet sich an Arbeitgeber, die Zugang zu Talenten suchen, und an Arbeitnehmer. Das Segment umfasst die wesentlichen Umsätze der Plattform kununu und einen Teil der Umsätze der Plattform XING. Die Umsatzerlöse im Segment B2C werden im Wesentlichen aus dem Verkauf von Premium-

Mitgliedschaften erwirtschaftet. Das Segment B2B Marketing Solutions umfasst primär Einnahmen aus der Vermarktung von Werbeflächen auf der Plattform XING.

### New Work SE | Umsatzerlöse nach Segmenten

in Mio. EUR	GJ22 Ist	GJ23 Ist	GJ24 Ist
HR Solutions & Talent Access	208,2	218,6	196,6
B2C	88,8	73,4	58,7
B2B Marketing Solutions	16,4	13,6	8,1
<b>Gesamte Umsatzerlöse</b>	<b>313,4</b>	<b>305,6</b>	<b>263,4</b>

Quelle: NWSE.

116. Ursächlich für den Rückgang der Umsatzerlöse der NWSE von 313,4 Mio. EUR im GJ 2022 auf 263,4 Mio. EUR im GJ 2024 ist hauptsächlich eine schwächere Nachfrage im Recruiting-Markt. Besonders betroffen war zum einen der Bereich Active Sourcing im Segment HR Solutions & Talent Access, der einem angespannten Marktumfeld, einer höheren Kündigungsrate im Bestand sowie einer insgesamt geringeren Abschlussquote bei Neukunden ausgesetzt war. Zum anderen führte die begonnene strategische Neuausrichtung von XING als Business-Netzwerk hin zu einer Plattform mit Fokus auf den Jobmarkt zu einem erwarteten Rückgang der Nutzerzahlen im Segment B2C. Die Erlöse aus Paid Memberships entwickelten sich deswegen rückläufig.
117. Das Segment HR Solutions & Talent Access verzeichnete zunächst noch einen Anstieg um 10,4 Mio. EUR von 208,2 Mio. EUR im GJ 2022 auf 218,6 Mio. EUR im GJ 2023. Der Anstieg resultierte aus einer wachsenden Zahl von B2B-Subscription-Kunden. Die erhöhte Nachfrage nach Talenten auf dem Arbeitsmarkt nach dem COVID-19-bedingten Rückgang in den Vorjahren begünstigte diese Entwicklung. Für das GJ 2024 beliefen sich die Umsatzerlöse aus dem Segment HR Solutions & Talent Access auf 196,6 Mio. EUR. Der Rückgang im GJ 2024 ist auf eine gesunkene Nachfrage nach Talenten und damit niedrigere Einnahmen aus dem Active und Passive Sourcing, aufgrund der anhaltend schwachen wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland, zurückzuführen. Die steigende Nachfrage nach Employer-Branding-Produkten auf der Plattform kununu hat sich hingegen über den gesamten Betrachtungszeitraum hinweg positiv auf den Umsatz im Segment HR Solutions & Talent Access ausgewirkt.
118. Das Segment B2C verzeichnete einen Rückgang von 88,8 Mio. EUR im GJ 2022 auf 73,4 Mio. EUR im GJ 2023 und auf 58,7 Mio. EUR im GJ 2024. Im Zuge der Neuausrichtung von XING wird der Fokus zunehmend von den Premiummitgliedschaften im Segment B2C hin zur verstärkten Monetarisierung des Talentzugangs im Segment HR Solutions & Talent Access verlagert. Der Umsatzrückgang im Segment B2C ist daher auf die planmäßig rückläufigen Einnahmen aus XING-Premiummitgliedschaften zurückzuführen.

119. Die Umsatzerlöse im Segment B2B Marketing Solutions beliefen sich im GJ 2022 auf 16,4 Mio. EUR. Im GJ 2023 wurden Umsatzerlöse von 13,6 Mio. EUR erwirtschaftet, welche im GJ 2024 auf 8,1 Mio. EUR gesunken sind. Der Rückgang im GJ 2024 ist primär auf rückläufige Werbeanzeigen infolge der sinkenden Plattformreichweite von XING sowie dadurch bedingte niedrigere Anzeigenpreise zurückzuführen.
120. Andere aktivierte Eigenleistungen beinhalten einerseits Personal- und Freelancer-Kosten und die zurechenbaren Gemeinkosten und andererseits Nebenkosten, die insbesondere Mietaufwendungen und Aufwendungen für IT-Ausstattung enthalten. Aufgrund höherer Personalaufwendungen sind die anderen aktivierten Eigenleistungen von 20,7 Mio. EUR im GJ 2022 auf 24,1 Mio. EUR im GJ 2023 gestiegen. Die anderen aktivierten Eigenleistungen haben sich im GJ 2024 um 8,4 Mio. EUR auf 15,6 Mio. EUR reduziert. Der Rückgang ist im Wesentlichen auf den geringeren Personalbestand infolge der Restrukturierungsprogramme „Recalibrate“ und „Recalibrate+“, reduzierte Freelancer-Ausgaben sowie die Beendigung des sog. Honeypot-Angebots zurückzuführen. Bei Honeypot handelte es sich um eine Jobbörse speziell für Fachkräfte im IT-Sektor im deutschsprachigen Raum, die 2019 durch die NWSE erworben wurde.
121. Die sonstigen betrieblichen Erträge umfassen in erster Linie Erträge aus Währungsdifferenzen, insbesondere des Schweizer Frankens und des US-Dollars, sowie diverse periodenfremde Erträge. Für das GJ 2022 wurden sonstige betriebliche Erträge von 3,0 Mio. EUR erzielt, wovon 1,7 Mio. EUR auf Währungsumrechnungen und 0,6 Mio. EUR auf periodenfremde Erträge entfielen. Der Anstieg auf 4,1 Mio. EUR im GJ 2023 ist im Wesentlichen auf die Zuschreibung von zuvor wertgeminderten Mietereinbauten von 0,7 Mio. EUR infolge der Untervermietung von Teilflächen des Bürogebäudes sowie die um jeweils 0,1 Mio. EUR gestiegenen Erträge aus Währungsumrechnung (1,8 Mio. EUR) und periodenfremden Erträgen (0,7 Mio. EUR) zurückzuführen. Im GJ 2024 betragen die sonstigen betrieblichen Erträge 5,7 Mio. EUR, von denen 2,6 Mio. EUR auf Erlöse aus der Neubewertung und Untervermietung von Leasingverhältnissen, 1,0 Mio. EUR auf Währungsumrechnungen und 0,4 Mio. EUR auf periodenfremde Erträge zurückzuführen sind.
122. Die Gesamtleistung der NWSE umfasst die erzielten Umsatzerlöse, die anderen aktivierten Eigenleistungen sowie die sonstigen betrieblichen Erträge. Für das GJ 2022 belief sich die Gesamtleistung auf 337,1 Mio. EUR, für das GJ 2023 auf 333,8 Mio. EUR und für das GJ 2024 auf 284,7 Mio. EUR.
123. Der Personalaufwand betrug für das GJ 2022 144,6 Mio. EUR. Im GJ 2023 erhöhten sich die Personalaufwendungen auf 152,5 Mio. EUR, während sie im GJ 2024 auf 149,4 Mio. EUR sanken. Dies entspricht Kosten pro FTE von 88 TEUR im GJ 2022, 100 TEUR im GJ 2023 und 141 TEUR im GJ 2024. Der Rückgang des Personalaufwands im GJ 2024 ist hauptsächlich auf die Reduktion

der Mitarbeiterzahl zurückzuführen. Die GJ 2023 und 2024 sind durch restrukturierungsbedingte Sondereffekte, wie einmalige Abfindungszahlungen, Rückstellungen für Abfindungszahlungen und Gehaltsanpassungen, geprägt. In den GJ 2023 und 2024 fielen 3,6 Mio. EUR bzw. 23,0 Mio. EUR restrukturierungsbedingte Personalaufwendungen an, wovon ein erheblicher Teil auf Abfindungszahlungen entfiel.

124. Der Marketingaufwand beinhaltet primär Aufwendungen für Brand Marketing und Performance Marketing sowie im geringeren Umfang umsatzbezogene Marketingaufwendungen. Für das GJ 2022 sind insgesamt Marketingaufwendungen von 39,0 Mio. EUR angefallen. Nach einem Anstieg um 4,4 Mio. EUR im GJ 2023, erhöhten sich die Marketingaufwendungen im GJ 2024 weiter auf 51,5 Mio. EUR. Der Anstieg der Marketingaufwendungen ist auf diverse Brand-Marketing-Kampagnen und Nachholeffekte nach COVID-19-bedingten Einsparungen zurückzuführen. Der Anstieg im GJ 2024 resultiert insbesondere aus Aufwendungen von rund 14,0 Mio. EUR im Rahmen einer Repositionierungskampagne, die die Neuausrichtung der Marke XING von einem beruflichen sozialen Netzwerk hin zu einer Plattform für Jobvermittlung kommunizierte, wofür zusätzlich rd. 7,0 Mio. EUR für ein Sponsoring-Engagement bei der Baller League mit demselben Zweck aufgewendet wurden.
125. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen der NWSE beinhalten im Wesentlichen Ausgaben für die Verwaltung von Servern sowie IT-Aufwendungen, Raumkosten, Entwicklungsaufwand und sonstige Personalkosten. Im GJ 2022 sind sonstige betriebliche Aufwendungen von 49,4 Mio. EUR angefallen. Im GJ 2023 beliefen sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf 44,9 Mio. EUR. Der Rückgang ist im Wesentlichen durch gesunkene Entwicklungsaufwendungen sowie Aufwendungen für IT und externe Supportdienstleistungen bedingt. Der durch die Restrukturierung bedingte Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf 49,5 Mio. EUR im GJ 2024 basiert in erster Linie auf höheren IT- und betriebswirtschaftlichen Dienstleistungen sowie gestiegenen Währungsverlusten. In den GJ 2023 und GJ 2024 liegen Sondereffekte für Beratungsdienstleistungen im Zuge der Restrukturierung in Höhe von 0,6 Mio. EUR und 4,2 Mio. EUR vor.
126. Die NWSE erzielte ein EBITDA von 104,1 Mio. EUR im GJ 2022, welches einer EBITDA-Marge von 33,2% der Umsatzerlöse entspricht. Für das folgende Geschäftsjahr wurden ein Rückgang des EBITDA um 11,2 Mio. EUR sowie eine geringere EBITDA-Marge von 30,4% verzeichnet, da die Personal- und Marketingaufwendungen gestiegen sind, während sich die Umsatzerlöse rückläufig entwickelt haben. Das EBITDA des GJ 2024 ist im Vergleich zum Vorjahr um 58,6 Mio. EUR auf 34,4 Mio. EUR deutlich gesunken. Diese Entwicklung basiert maßgeblich auf einem Rückgang der Umsatzerlöse und gestiegenen Marketing- und sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Die EBITDA-Marge beläuft sich auf 13,1% im GJ 2024.

127. Die Abschreibungen richten sich im Wesentlichen auf die Sachanlagen, die Nutzungsrechte gemäß IFRS 16 sowie auf immaterielle Vermögenswerte wie selbsterstellte Software. Die Abschreibungen sind insgesamt von 37,9 Mio. EUR im GJ 2022 auf 46,0 Mio. EUR im GJ 2024 gestiegen. Der Anstieg ist insbesondere auf außerplanmäßige Abschreibungen im Zusammenhang mit dem geplanten Umzug der NWSE im GJ 2025 aufgrund einer vorzeitigen Beendigung des bisherigen Mietvertrags mit dem Ziel der Kostenreduzierung sowie auf Wertminderungen aus früheren Unternehmensakquisitionen zurückzuführen. Im GJ 2023 enthielten die Abschreibungen einmalige Effekte aus der Neubewertung von Mietereinbauten und der Abschreibung von sonstiger Büroausstattung von insgesamt 4,2 Mio. EUR. Im GJ 2024 handelte es sich um außerplanmäßige Abschreibungen in Höhe von 1,8 Mio. EUR auf selbstentwickelte Software von onlyfy (einem Bewerbermanagementsystem zur Verwaltung eingehender Bewerbungen und zur Automatisierung des Recruiting-Prozesses) und Honeypot, 1,0 Mio. EUR auf Vermögenswerte von Honeypot, die im Rahmen einer Kaufpreisallokation („Purchase Price Allocation“ oder PPA) bilanziert wurden, sowie 7,1 Mio. EUR auf den Geschäfts- oder Firmenwert der InterNations.
128. Das operative Ergebnis (EBIT) belief sich für das GJ 2022 auf 66,2 Mio. EUR (EBIT-Marge von 21,1%) und verringerte sich im darauffolgenden Geschäftsjahr auf 48,8 Mio. EUR (EBIT-Marge von 16,0%). Für das GJ 2024 erzielte die NWSE ein negatives EBIT von -11,6 Mio. EUR (EBIT-Marge von -4,4%), welches im Wesentlichen durch die geringen Umsatzerlöse und steigenden Kosten verursacht wurde.
129. Das Finanzergebnis der NWSE ist wesentlich durch Zinserträge und -aufwendungen sowie Neubewertungseffekte von Finanzinstrumenten beeinflusst. Im GJ 2022 betrug das Finanzergebnis -2,8 Mio. EUR, hauptsächlich bedingt durch eine einmalige wertreduzierende Neubewertung von Finanzinstrumenten (-1,7 Mio. EUR) und Zinsaufwendungen (-1,1 Mio. EUR, davon Mietzinsaufwendungen von -0,1 Mio. EUR). Im GJ 2023 wurde ein positives Finanzergebnis von 2,2 Mio. EUR erzielt. Die Erträge resultierten im Wesentlichen aus Festgeldzinserträgen (1,4 Mio. EUR) sowie gestiegenen Zeitwerten von Wertpapieren (1,3 Mio. EUR). Demgegenüber standen die Verzinsung von Verbindlichkeiten aus Mietverhältnissen (-0,5 Mio. EUR), Veräußerungsverluste bei Wertpapieren (-0,3 Mio. EUR) und Aufzinsungen von Rückstellungen und Verbindlichkeiten. Für das GJ 2024 belief sich das Finanzergebnis auf 1,9 Mio. EUR. Hierauf entfallen Zinserträge von 2,1 Mio. EUR, Erträge aus Neubewertungen bei Wertpapieren von 0,3 Mio. EUR, sowie Verzinsungen von Verbindlichkeiten aus Mietverhältnissen und Aufzinsungen von Rückstellungen und Verbindlichkeiten (-0,5 Mio. EUR).
130. Die Steuern vom Einkommen und Ertrag umfassen Körperschaftsteuer im In- und Ausland sowie Gewerbesteuer; sie beliefen sich für das GJ 2022 auf 17,3 Mio. EUR und für das GJ 2023 auf 14,2 Mio. EUR. Die Steuern werden von den Gesellschaften des Konzerns nach dem am jeweiligen Sitz

geltenden nationalen Steuerrecht erhoben. Im GJ 2024 betrug die Steuerlast 5,2 Mio. EUR und die NWSE bilanzierte Erträge insbesondere aus aktiven latenten Steuern im Zusammenhang mit zukünftigen Steuerentlastungen (7,4 Mio. EUR), die unter anderem aus Verlustvorträgen aufgrund der Restrukturierung resultieren, woraus sich ein Steuerertrag von 2,6 Mio. EUR ergab.

131. Das Konzernergebnis aus fortgeführten Geschäftsbereichen der NWSE betrug für das GJ 2022 46,1 Mio. EUR, was einer Gewinnmarge von 14,7% in Bezug auf die Umsatzerlöse entspricht. In den folgenden Geschäftsjahren sanken die Umsätze und die Ausgaben stiegen, wodurch das Konzernergebnis aus fortgeführten Geschäftsbereichen im GJ 2023 auf 36,9 Mio. EUR (Gewinnmarge von 12,1%) gesunken ist. Im GJ 2024 wurde ein negatives Konzernergebnis von -7,1 Mio. EUR realisiert. Dies entsprach einer Jahresfehlbetragsmarge von -2,7%.
132. Im Berichtsjahr 2022 wurde entschieden, den Geschäftsbereich XING Events nicht weiter fortzuführen. Im Einklang mit IFRS 5 wurde dessen Ergebnis daher als nicht-fortgeführter Geschäftsbereich separat ausgewiesen. Das Ergebnis nach Steuern aus nicht-fortgeführten Geschäftsbereichen belief sich im GJ 2022 auf einen Verlust von 2,8 Mio. EUR und im GJ 2023 auf einen Verlust von 13 TEUR. Im GJ 2024 wurde kein Ergebnis mehr erzielt. Unter Einbeziehung des Ergebnisses aus nicht-fortgeführten Geschäftsbereichen ergab sich ein Konzernergebnis von 43,3 Mio. EUR im GJ 2022 und 36,9 Mio. EUR im GJ 2023.
133. Zwischen dem GJ 2022 und dem GJ 2024 erfolgte eine grundlegende strategische Neuausrichtung der NWSE. Angesichts rückläufiger Umsatzentwicklungen und struktureller Herausforderungen im Kerngeschäft wurden sukzessive Maßnahmen zur Fokussierung auf die Kernmarken XING und kununu eingeleitet. Im GJ 2023 wurde eine zukünftige räumliche Konsolidierung durch den geplanten Umzug aus dem New Work Harbour an einen neuen Verwaltungssitz vorbereitet. Anfang GJ 2024 wurde das Restrukturierungsprogramm „Recalibrate“ aufgesetzt, im 4. Quartal 2024 folgte das darauf aufbauende Programm „Recalibrate+“. Ziel war eine signifikante Reduktion der Kostenbasis und die Schärfung der strategischen Markenpositionierung. Die Programme führten im GJ 2024 zu einmaligen Personalaufwendungen (23,0 Mio. EUR) und sonstigen einmaligen betrieblichen Aufwendungen (4,2 Mio. EUR). Im Zusammenhang mit der Restrukturierung fielen diverse Wertminderungen an, die im Rahmen der folgenden Bereinigungen berücksichtigt wurden.

#### **IV. Bereinigung der Ertragslage**

134. Um eine Vergleichbarkeit der Vergangenheitszahlen mit den Planzahlen der Unternehmensprognose zu erreichen, sind grundsätzlich außerordentliche, einmalige und periodenfremde Ergebniseffekte zu bereinigen. Die ergebnisseitigen Bereinigungen wurden auf Ebene des operativen

Ergebnisses vor Abschreibungen (EBITDA) sowie auf Ebene des EBITs vorgenommen. Zur Ableitung der korrekten EBIT(DA)-Margen wurden zudem die Umsatzerlöse bereinigt. Die Bereinigung umfasst die Honeypot-Umsätze, weil das Honeypot-Angebot im GJ 2024 eingestellt wurde. Die bereinigten Ergebnisse verstehen sich exklusive der Ergebnisse aus nicht-fortgeführten Aktivitäten.

135. Insgesamt stellt sich die Ableitung der bereinigten Umsatzerlöse, EBITDAs und EBITs für die GJ 2022 bis GJ 2024 wie folgt dar.

### New Work SE | Bereinigung der Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	GJ22 Ist	GJ23 Ist	GJ24 Ist
<b>Umsatzerlöse vor Bereinigungen</b>	<b>313,4</b>	<b>305,6</b>	<b>263,4</b>
Bereinigung der Umsatzerlöse	(8,3)	(6,3)	(2,8)
<b>Umsatzerlöse nach Bereinigungen</b>	<b>305,1</b>	<b>299,3</b>	<b>260,6</b>
<b>EBITDA vor Bereinigungen</b>	<b>104,1</b>	<b>92,9</b>	<b>34,4</b>
Bereinigung der Sondereffekte	(0,3)	4,4	26,0
<b>EBITDA nach Bereinigungen</b>	<b>103,8</b>	<b>97,3</b>	<b>60,4</b>
Bereinigung Sondereffekte Abschreibungen	0,8	4,2	9,8
Abschreibungen	(37,9)	(44,1)	(46,0)
<b>EBIT nach Bereinigungen</b>	<b>66,6</b>	<b>57,4</b>	<b>24,2</b>
<i>EBITDA-Marge nach Bereinigungen</i>	<i>34,0%</i>	<i>32,5%</i>	<i>23,2%</i>
<i>EBIT-Marge nach Bereinigungen</i>	<i>21,8%</i>	<i>19,2%</i>	<i>9,3%</i>

Quelle: NWSE, PwC-Analyse.

136. Im GJ 2022 wurden die Umsatzerlöse um die Honeypot-Umsätze von 8,3 Mio. EUR bereinigt. Auf Ebene des EBITDA wurden periodenfremde Erträge in Höhe von 0,6 Mio. EUR sowie periodenfremde Aufwendungen in Höhe von 0,3 Mio. EUR bereinigt. Hierin ist auch das EBITDA von Honeypot aus dem GJ 2022 in Höhe von 49 TEUR berücksichtigt. Nach diesen Anpassungen ergibt sich ein bereinigtes EBITDA von 103,8 Mio. EUR und eine bereinigte EBITDA-Marge von 34,0% der Umsatzerlöse. Des Weiteren wurden die Abschreibungen um die Wertberichtigungen auf Mietereinbauten infolge der geplanten Abmietung eines Bürogebäudes („leasehold improvements“) in Höhe von 0,8 Mio. EUR bereinigt. Das bereinigte EBIT beträgt hiernach 66,6 Mio. EUR und die bereinigte EBIT-Marge 21,8%.
137. Im GJ 2023 wurden die Umsatzerlöse um 6,3 Mio. EUR aufgrund der Bereinigung der Honeypot-Umsätze angepasst. Zudem wurden Sondereffekte in Höhe von insgesamt 8,6 Mio. EUR bereinigt. Der Betrag von 4,4 Mio EUR zur Bereinigung des EBITDA setzt sich zusammen aus restrukturierungsbedingten Personalaufwendungen in Höhe von 3,6 Mio. EUR sowie weiteren einmaligen Restrukturierungsaufwendungen in Höhe von 0,6 Mio. EUR für Beratungsleistungen. Hinzu

kommt ein Ertrag von 0,7 Mio. EUR aus der Umkehrung von Wertminderungen auf Mietereinbauten infolge der ausbleibenden, im GJ 2022 geplanten Abmietung des Bürogebäudes. Weiterhin wurden periodenfremde Aufwendungen (0,5 Mio. EUR) und periodenfremde Erträge (0,7 Mio. EUR) erfasst. Schließlich wurde das EBITDA auch um den Verlust (EBITDA) der Honeypot in Höhe von 1,1 Mio. EUR bereinigt. Der Betrag zur Bereinigung der Abschreibungen von insgesamt 4,2 Mio. EUR setzt sich zusammen aus 3,9 Mio. EUR für die Wertberichtigungen auf Mietereinbauten aufgrund des geplanten Umzugs der NWSE an einen neuen Verwaltungssitz sowie aus 0,3 Mio. EUR Wertberichtigungen für sonstige Büroausstattung. Nach Bereinigung ergibt sich ein bereinigtes EBITDA von 97,3 Mio. EUR und eine bereinigte EBITDA-Marge von 32,5%. Das bereinigte EBIT beträgt 57,4 Mio. EUR mit einer bereinigten EBIT-Marge von 19,2%.

138. Im GJ 2024 wurden die Umsatzerlöse um die Honeypot-Umsätze von 2,8 Mio. EUR bereinigt. Die Bereinigungen der Sondereffekte beliefen sich insgesamt auf 35,8 Mio. EUR. Die Bereinigung von 26,0 Mio. EUR des EBITDA beinhaltet 23,0 Mio. EUR restrukturierungsbedingte Personalaufwendungen, wovon 5,1 Mio. EUR auf die Bildung von Rückstellungen für Abfindungszahlungen entfallen, sowie einmalige sonstige betriebliche Aufwendungen im Zusammenhang mit der Restrukturierung der NWSE von 4,2 Mio. EUR. Zudem wurden bei der Bereinigung der Ertragslage periodenfremde Aufwendungen (1,1 Mio. EUR) und periodenfremde Erträge (0,4 Mio. EUR) berücksichtigt. Die Bereinigung enthält zudem Erträge von 2,6 Mio. EUR aus der Neubewertung von Miet- und Untermietverhältnissen aufgrund des geplanten Umzuges der NWSE. Der negative EBITDA-Beitrag von 0,7 Mio. EUR von Honeypot wurde analog zu den vorherigen Geschäftsjahren auch im GJ 2024 eliminiert. Der Betrag zur Bereinigung der Abschreibungen in Höhe von 9,8 Mio. EUR beinhaltet außerplanmäßige Abschreibungen von 1,8 Mio. EUR auf selbstentwickelte Software von onlyfy und Honeypot, 1,0 Mio. EUR auf Vermögenswerte aus vergangenen Kaufpreisallokationen von Honeypot sowie 7,1 Mio. EUR auf den Geschäfts- oder Firmenwert von InterNations. Nach Bereinigung ergibt sich ein bereinigtes EBITDA von 60,4 Mio. EUR, was einer bereinigten EBITDA-Marge von 23,2 % entspricht. Das bereinigte EBIT beträgt 24,2 Mio. EUR mit einer bereinigten EBIT-Marge von 9,3 %.
139. Nach Bereinigung ergeben sich EBITDA-Margen von 34,0 % (GJ 2022), 32,5 % (GJ 2023) und 23,2 % (GJ 2024). Die im Vergleich zu den Vorjahren deutlich niedrigere EBITDA-Marge im GJ 2024 ist im Wesentlichen auf den rückläufigen Umsatz sowie auf gestiegene Marketingaufwendungen (insbesondere die Repositionierungskampagne von XING und Baller League Sponsoring) zurückzuführen. Insbesondere der Rückgang der EBITDA- und EBIT-Margen um 9,3 bzw. 9,9 Prozentpunkte im GJ 2024 resultiert aus dem Umsatzrückgang von 38,7 Mio. EUR (bereinigt), während die laufenden Aufwendungen (Personalaufwand) nicht im gleichen Maß

reduziert werden konnten. Hinzu kamen erhöhte Marketingaufwendungen durch eine Repositionierungskampagne von XING sowie das kostenintensive Baller League Sponsoring.

## V. Wesentliche Erfolgsfaktoren und Risiken des Unternehmenskonzeptes

140. Die Ergebnisentwicklung der NWSE unterliegt Chancen und Risiken, die einerseits vom Markt, andererseits von unternehmensspezifischen Faktoren getrieben sind.
141. Hierbei sind besonders die folgenden Erfolgschancen relevant:
- Die NWSE hat erhebliche Chancen in einer schnelleren Durchdringung wichtiger Wachstumsmärkte, insbesondere im Bereich der digitalen Recruiting-Lösungen. Die Veränderungen in der Arbeitswelt, wie die Digitalisierung und der Arbeitskräftemangel, bieten der NWSE als etabliertem Anbieter in der DACH-Region die Möglichkeit, ihre Marktanteile durch innovative digitale Employer-Branding- und Recruiting-Angebote zu erhöhen.
  - Insbesondere mit der Plattform kununu positioniert sich die NWSE als Marktführer in der DACH-Region, was sich in einer hohen Markenbekanntheit und einer steigenden Nutzeranzahl widerspiegelt. Das vorherrschende Markt- und Wettbewerbsumfeld in Kombination mit den geplanten Investitionen in kununu bietet hohes Wachstumspotenzial.
  - Die Innovationsgeschwindigkeit und die Fähigkeit zur Umsetzung neuer Produktentwicklungen sind zentrale Erfolgsfaktoren für die NWSE. Der zunehmende Einsatz von Künstlicher Intelligenz und Automatisierung eröffnet neue Möglichkeiten, um die Produktentwicklung zu verbessern und die Wettbewerbsfähigkeit zu steigern.
  - Mit dem bestehenden Plattformangebot hat die NWSE wertvolle immaterielle Vermögenswerte geschaffen. Die Plattformen XING und kununu zählen innerhalb der DACH-Region zu den bedeutendsten Anbietern und sind weithin bekannt. Die NWSE verfügt über qualifizierte Fachkräfte, die das digitale Leistungsangebot auf den Plattformen vorantreiben und optimieren.
  - Eine schnellere als erwartete gesamtwirtschaftliche Erholung könnte die Nachfrage nach digitalen Recruiting- und Employer-Branding-Lösungen der NWSE positiv beeinflussen. Insbesondere eine Verbesserung der Arbeitskräftenachfrage oder eine Zunahme unbesetzter Stellen könnten die Geschäftstätigkeit der NWSE in beschleunigtem Maße fördern.
  - Weiterhin hat die NWSE im Rahmen der durchgeführten Restrukturierungsprogramme „Recalibrate“ und „Recalibrate+“ im Jahr 2024 den Aufsatzzpunkt für ein nachhaltigeres

und effizienteres Wachstum gesetzt. Im Zuge der Repositionierung von XING soll die Plattform hin zu einem Job-Netzwerk weiterentwickelt werden und sich somit stärker von LinkedIn als Hauptkonkurrenten abgrenzen.

142. Gleichzeitig bestehen die folgenden Risiken für die Geschäftsaktivitäten der NWSE:

- Marktrisiken:
  - Das dynamische Wettbewerbsumfeld birgt Risiken durch technologische Veränderungen und neue Wettbewerber, was potenziell zu einem Umsatzrückgang bei der NWSE führen könnte. Die NWSE tritt diesem Risiko durch kontinuierliche Investitionen in ihre B2B- und B2C-Produkte entgegen, wobei jedoch disruptive marktseitige Entwicklungen, insbesondere im Zusammenhang mit den durch KI erzielbaren technologischen Fortschritten, nicht ausgeschlossen werden können.
  - Insbesondere im B2C-Bereich sieht sich die NWSE einem erhöhten Wettbewerbsrisiko ausgesetzt, da auch branchennahe Unternehmen potenziell in direktem Wettbewerb zur NWSE stehen könnten und um die Gewinnung von Marktanteilen konkurrieren. Weiterhin bestehen Risiken hinsichtlich der Bildung von Kooperationen zwischen ausländischen Wettbewerbern, die aufgrund einer erhöhten gemeinsamen Reichweite beschleunigt in den DACH-Markt expandieren könnten.
  - Mit LinkedIn hat die Plattform XING einen wesentlichen Hauptwettbewerber, der der NWSE zukünftig weitere Marktanteile abnehmen könnte. In der Vergangenheit konnte LinkedIn ein höheres Wachstum im Vergleich zu XING erzielen. Dadurch besteht das Risiko, dass XING sich trotz der Repositionierung nicht gegen LinkedIn behaupten kann, was negative Auswirkungen auf die Umsatz- und Ertragskraft der NWSE zur Folge hätte.
  - Die NWSE ist den allgemeinen geopolitischen und konjunkturellen Risiken ausgesetzt, die durch aktuelle Konflikte, wie dem anhaltenden Krieg in der Ukraine, Spannungen im Nahen Osten sowie der Zollpolitik der USA, entstehen.
- IT-Risiken:
  - Die Abhängigkeit von der Funktionsfähigkeit und Sicherheit der technischen Infrastruktur stellt ein erhebliches Risiko dar. Ausfälle oder Angriffe auf die IT-Systeme könnten die Geschäftstätigkeit der NWSE erheblich beeinträchtigen. Angesichts der sensiblen Nutzerdaten, die die NWSE verarbeitet, besteht daher ein hohes Risiko im Bereich Datenschutz und IT-Sicherheit.

- Risiken durch Partnerschaften:
  - Da die NWSE Kooperationen mit externen Dienstleistern und Partnerunternehmen eingeht, bestehen Risiken durch die erhöhte Abhängigkeit von Dritten, beispielsweise in den Bereichen Marketing Solutions und Stellenanzeigen. Die vertragliche Ausgestaltung dieser Partnerschaften soll diese Abhängigkeiten minimieren und der Verpflichtung zur Einhaltung der Qualitätsstandards dienen.
- Risiken durch Fachkräftemangel:
  - Der Fachkräftemangel stellt insofern ein Risiko für das Geschäft der NWSE dar, als dass in einigen Unternehmensfunktionen, wie beispielsweise Vertrieb, Service oder Produktentwicklung, personalseitige Engpässe auftreten könnten. Diesem Risiko tritt die NWSE mit verschiedenen Employer Branding Initiativen sowie Outsourcing entgegen.

## E. Ermittlung des Unternehmenswerts

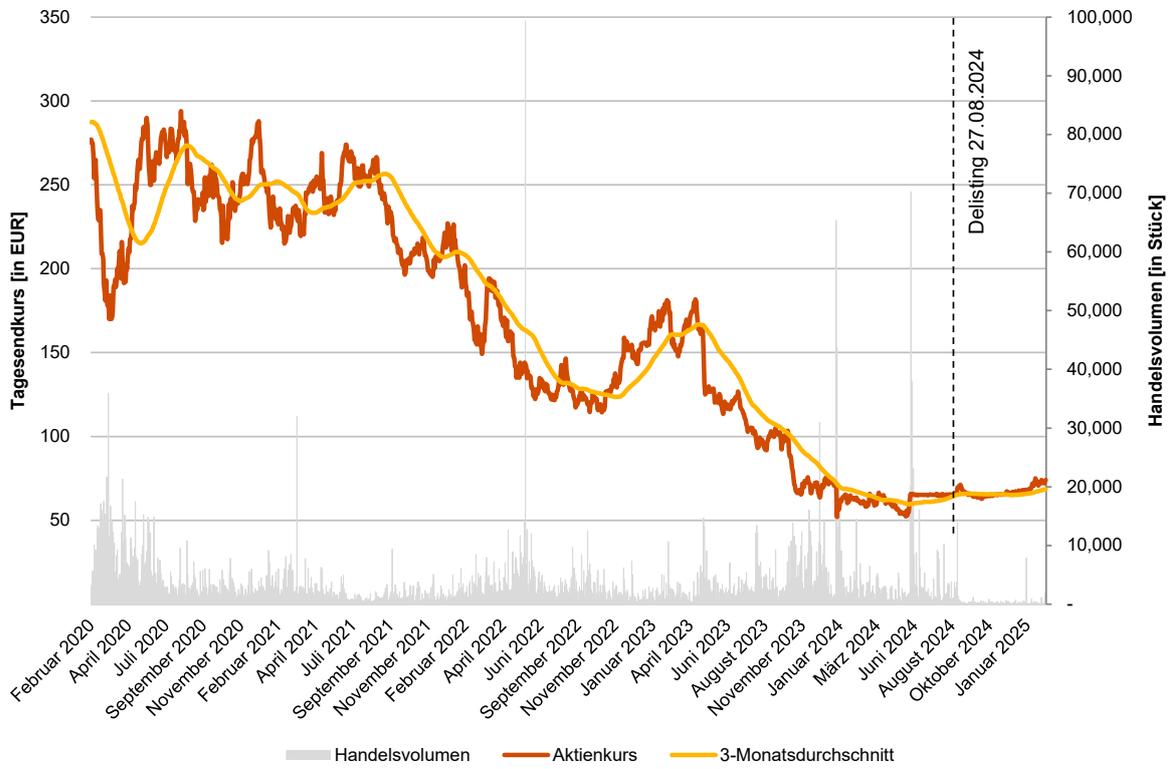
### I. Bewertungsbasis Börsenkurs

143. Der Rückgriff auf den Börsenkurs ist nach der jüngst bestätigten Rechtsprechung des BGH grundsätzlich eine geeignete Methode, um den Wert des Unternehmens zu schätzen und eine angemessene Abfindung zu ermitteln. Die Entscheidungen des BGH betrafen bislang allerdings börsennotierte Unternehmen, also Gesellschaften, deren Aktien zu einem Markt zugelassen sind, der von staatlich anerkannten Stellen geregelt und überwacht wird, regelmäßig stattfindet und für das Publikum mittelbar oder unmittelbar zugänglich ist (§ 3 Abs. 2 AktG).
144. Die NWSE war von Dezember 2006 bis zu ihrem Delisting am 26. August 2024 im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet.
145. Die Frankfurter Wertpapierbörse hat die Zulassung der NWSE-Aktien zum Handel im regulierten Markt mit Wirkung zum Ablauf des 26. August 2024 widerrufen. Seitdem werden die NWSE-Aktien nicht mehr im regulierten Markt einer Wertpapierbörse und auch nicht mit Zustimmung oder auf Veranlassung der Gesellschaft im Freiverkehr einer Börse gehandelt. Infolge des Delisting wurde die Einbeziehung der NWSE-Aktie in den Freiverkehr an den Börsen Stuttgart, Hannover, Düsseldorf, München, Berlin (inklusive des Teilsegments „Berlin Second Regulated Market“ und über Tradegate Exchange sowie in den elektronischen Handelssystemen QUOTRIX, gettex und LS Exchange beendet.
146. Die NWSE-Aktien werden ohne Antrag und Veranlassung der Gesellschaft nur noch im Freiverkehr an der Wertpapierbörse Hamburg unter der ISIN DE000NWRK013 (WKN NWRK01) gehandelt.

#### **Entwicklung der NWSE Aktie**

147. In der folgenden Grafik sind der Verlauf des Börsenkurses der NWSE, die zugrunde liegenden Handelsvolumina an den deutschen Börsenplätzen Hamburg, XETRA, Frankfurt, Stuttgart, München, Düsseldorf, Tradegate Exchange, Berlin und Hannover sowie die Durchschnittskurse über drei Monate für einen 5-Jahreszeitraum bis zum 18. Februar 2025, dem letzten Tag vor der Bekanntgabe des Squeeze-Out-Verlangens, dargestellt, wobei seit dem Delisting der Aktien der NWSE ab dem 27. August 2024 nur noch der Freiverkehr am Börsenplatz Hamburg abgebildet ist.

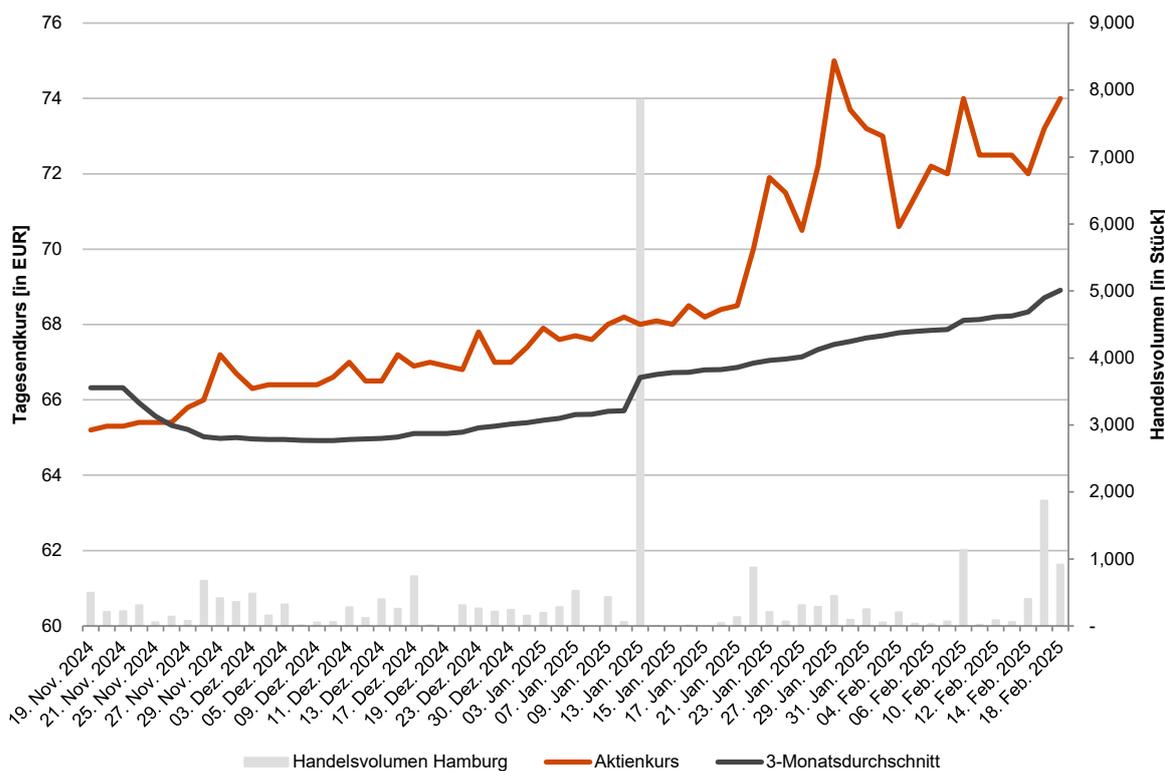
New Work SE | Kursverlauf und Handelsvolumen vom 18. Februar 2020 bis 18. Februar 2025



Quelle: LSEG Data & Analytics, PwC-Analyse.

148. Für den 3-Monatszeitraum vom 19. November 2024 bis zum 18. Februar 2025, dem letzten Tag vor der Bekanntgabe des Squeeze-Out-Verlangens, stellen sich der Börsenkurs der NWSE, die zugrunde liegenden Handelsvolumina am Börsenplatz Hamburg sowie der Durchschnittskurs über drei Monate zum 18. Februar 2025 wie folgt dar.

**New Work SE | Kursverlauf und Handelsvolumen im 3-Monatszeitraum  
19. November 2024 bis 18. Februar 2025**



Quelle: LSEG Data & Analytics, PwC-Analyse.

149. Der gewichtete Durchschnittskurs beträgt auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters London Stock Exchange Group plc, London, UK (LSEG Data & Analytics, vormals Refinitiv) für den Drei-Monats-Zeitraum bis zum 18. Februar 2025, dem letzten Tag vor der Bekanntgabe des Squeeze-Out-Verlangens, 68,91 EUR.
150. Hinsichtlich der Frage nach dem relevanten Referenzzeitraum hat der BGH mit Beschluss vom 19. Juli 2010 - II ZB 18/09 (z. B. abgedruckt in NZG 2010, 939) – abweichend zu seinem Beschluss vom 12. März 2001 - II ZB 15/00 (maßgeblich war danach der Drei-Monats-Durchschnittskurs abgeleitet über einen Zeitraum von drei Monaten unmittelbar vor der Hauptversammlung) – entschieden, dass der der Barabfindung als Untergrenze zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie grundsätzlich auf Basis eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor Bekanntmachung der Strukturmaßnahme

zu ermitteln ist. Der BGH bezieht sich in seiner Begründung unter anderem auf die normative Wertung in § 5 Abs. 1 der Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots („WpÜG-AngVO“), wonach es für den Mindestangebotspreis bei Übernahme- und Pflichtangeboten auf den gewichteten Durchschnittskurs der drei Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots bzw. vor Veröffentlichung des Erreichens der Kontrollschwelle ankommt. Auch mit dem Börsenkurs soll, so der BGH, der Verkehrswert der Aktie ermittelt werden, den sie ohne die anstehende Strukturmaßnahme hätte. Ab Bekanntwerden der Maßnahme wird diese aber in den Kurs eingepreist, sodass dieser Kurs nicht mehr den Verkehrswert ohne Einfluss durch die Maßnahme widerspiegelt. Außerdem ist – wie der BGH betont – der Durchschnittskurs aus dem Dreimonatszeitraum vor der beschlussfassenden Hauptversammlung aus technischen Gründen schon deshalb kaum praktikabel, weil die Abfindung mit der Einberufung bekannt gegeben werden muss, der Kurs unmittelbar vor der Hauptversammlung wegen der zu beachtenden Einberufungsfrist (§ 123 Abs. 1 AktG) zu diesem Zeitpunkt aber noch gar nicht feststehen kann. Nur wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und der beschlussfassenden Hauptversammlung ein längerer Zeitraum liegt – im Fall des BGH siebeneinhalb Monate – soll unter bestimmten Umständen eine Anpassung des so ermittelten Durchschnittskurses in Betracht kommen. Ein solcher längerer Zeitraum ist hier nach unserer Auffassung nicht gegeben.

Die Hauptaktionär hat bekundet, dass – sollte sich aufgrund unserer Wertermittlungen auf der Bewertungsbasis IDW S 1 ein höherer Wert als 68,91 EUR pro Aktie ergeben – sie zugunsten der Minderheitsaktionäre diesen höheren Wert der Barabfindung zu Grunde legen wolle. Daher wird im Nachfolgenden vor weitergehenden Betrachtungen zur Bewertungsbasis Börsenkurs der Unternehmenswert auf Bewertungsbasis IDW S 1 ermittelt.

## II. Bewertungsbasis IDW S 1

### 1. Vorgehensweise

151. Im Folgenden geben wir einen Überblick über das methodische Vorgehen bei der Ableitung des Unternehmenswerts der NWSE auf Basis des Ertragswertverfahrens. Der Unternehmenswert setzt sich grundsätzlich aus dem Ertragswert des operativen Geschäfts, d.h. dem betriebsnotwendigen Vermögen, und dem Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens zusammen.
152. Zur Ermittlung des Ertragswerts aus dem operativen Geschäft ist eine Prognose für den Detailplanungszeitraum und den sich daran anschließenden Zeitraum erforderlich. Der Detailplanungszeitraum umfasst den Zeitraum der GJ 2025 bis GJ 2029, der einen in der Praxis üblichen

Zeitraum für die Detailplanungsphase umfasst. Dieser Zeitraum beinhaltet den Forecast (Hochrechnung) für das GJ 2025 sowie die weitere Planungsrechnung für die GJ 2026 bis GJ 2029 der NWSE („Planungsrechnung“), die wir zunächst auf Basis einer Vergangenheitsanalyse für die GJ 2022 bis GJ 2024 plausibilisiert haben. Hierzu wurden für die Vergangenheit außerordentliche, einmalige und periodenfremde Ergebnisbestandteile identifiziert und so ein bereinigtes Ergebnis abgeleitet. Die weitergehende Plausibilisierung der Planungsrechnung und der dahinterstehenden Annahmen erfolgte auf Grundlage der von der NWSE zur Verfügung gestellten Planungsdokumentation, der erteilten Auskünfte sowie unter Heranziehung externer Branchen- und Marktdaten.

153. Gegenstand der Ermittlung des Ertragswerts ist zunächst die Ableitung des künftigen operativen Ergebnisses (EBIT). Für das nachhaltige im Durchschnitt erzielbare Ergebnis ab dem GJ 2030 (Phase der ewigen Rente) haben wir in Abstimmung mit der NWSE gesonderte Annahmen getroffen. Des Weiteren waren in der Phase der ewigen Rente nachhaltig erwartete Abschreibungen sowie Reinvestitionsraten anzusetzen. Dazu wurden ergänzende Überlegungen angestellt.
154. Das Zinsergebnis der NWSE wurde von uns für den Detailplanungszeitraum aus einer Finanzbedarfsrechnung abgeleitet. Die Finanzbedarfsrechnung resultiert aus den in Abstimmung mit der Gesellschaft fortgeschriebenen Bilanzposten für die GJ 2025 bis GJ 2029. Als Zinskonditionen wurden marktübliche Zinskonditionen zu Grunde gelegt.
155. Die prognostizierten Ergebnisse vor Ertragsteuern wurden um Unternehmenssteuern sowie um persönliche Ertragsteuern der Anteilseigner gekürzt. Als Unternehmenssteuern wurden die anfallende Gewerbesteuer, Körperschaftsteuer und der Solidaritätszuschlag sowie ausländische Ertragsteuern berücksichtigt. Dazu wurden die steuerlichen Verlustvorträge der NWSE im Bewertungskalkül vollständig berücksichtigt.
156. Hinsichtlich der Ausschüttungen im Detailplanungszeitraum sowie für die Phase der ewigen Rente wurde eine marktübliche Ausschüttungsquote von 50,0% berücksichtigt. Dies entspricht dem empirischen Durchschnitt vergangener Ausschüttungsquoten deutscher börsennotierter Gesellschaften.
157. Entsprechend den Empfehlungen des IDW S 1 i. d. F. 2008 sind wir bei der Bemessung der persönlichen Ertragsteuern von den Verhältnissen einer inländischen, natürlichen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person als Anteilseigner ausgegangen.
158. Des Weiteren wurde unterstellt, dass die Anteile im Privatvermögen gehalten werden und der Anteilsbesitz nicht die Voraussetzungen des § 17 Abs. 1 Satz 1 EStG erfüllt. Unter Berücksichtigung des seit 2009 geltenden Abgeltungssteuersystems wurde die persönliche Steuer auf

Ausschüttungen mit 25,0% zuzüglich Solidaritätszuschlag berücksichtigt. Der Besteuerung eines im Zeitablauf entstehenden Wertzuwachses in Form von Kursgewinnen haben wir mit einer jährlichen effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung von 12,5% (entsprechend dem hälftigen Abgeltungssteuersatz) zuzüglich des Solidaritätszuschlags Rechnung getragen.

159. Der Ermittlung des Unternehmenswerts wurde als Bewertungsstichtag der 23. Juni 2025 zugrunde gelegt. Dies ist der Tag, an dem die Hauptversammlung der NWSE über die Übertragung der von den Minderheitsaktionären an der NWSE gehaltenen Aktien auf die Burda Digital beschließen soll.
160. Demzufolge sind der Bewertung alle nach dem 31. Dezember 2024, d.h. dem letzten Bilanzstichtag vor dem Bewertungsstichtag, anfallenden finanziellen Überschüsse der NWSE zugrunde zu legen. Hierzu haben wir den Wertbeitrag der Nettoausschüttungen sowie den Wertbeitrag fiktiv hinzugerechneter Thesaurierungen auf den Bewertungsstichtag diskontiert. Als technischer Bewertungsstichtag dient der 31. Dezember 2024. Alle prognostizierten Überschüsse wurden auf diesen Stichtag diskontiert. Der sich zum 31. Dezember 2024 ergebende Unternehmenswert wurde dann mit den Eigenkapitalkosten auf den 23. Juni 2025 aufgezinst und der Ermittlung der Abfindung zugrunde gelegt.
161. Bestände an liquiden Mitteln (Überschussliquidität) zzgl. daraus resultierenden Zinserträgen bis zum Bewertungsstichtag und unter Abzug der geplanten Dividende für das Jahr 2024 haben wir als Sonderwert angesetzt (vgl. auch Tz. 176).
162. Die grundlegenden Überlegungen und Ansätze zur Ableitung der Eigenkapitalkosten sind im Abschnitt E.IV ausführlich dargelegt.

## **2. Planungsprozess**

163. Die Mittelfristplanung der NWSE umfasst einen Detailplanungszeitraum von fünf Jahren, beginnend mit dem GJ 2025 und endend mit dem GJ 2029, und wurde unter Berücksichtigung der IFRS erstellt. Die Planungsrechnung, die in der Aufsichtsratssitzung am 29. November 2024 vom Aufsichtsrat der NWSE zur Kenntnis genommen und verabschiedet wurde, wurde uns am 28. Februar 2025 zur Verfügung gestellt. Der Planungsprozess erfolgte nach dem für die NWSE üblichen Vorgehen, nach dem auch die Planungen in den vorherigen Geschäftsjahren erstellt wurden. Die Planung der konsolidierten Gewinn- und Verlustrechnung umfasst die Umsatzerlöse nach Geschäftsbereichen sowie eine Planung des Personal- und Marketingaufwands, der sonstigen betrieblichen Aufwendungen und der Abschreibungen des Konzerns auf Ebene der Zentralfunktionen. Eine Planung der Gesellschaften des Konzerns liegt nicht vor.

164. Der Planungsprozess erfolgte grundsätzlich im Gegenstromverfahren, in dem durch das Management vorgegebene top-down Ziele mit notwendigem Detaillierungsgrad mit Maßnahmen auf operativer Ebene (bottom-up) unterlegt wurden. Die Planung wird in einem iterativen Prozess erstellt, die Planung wird schließlich vom Aufsichtsrat verabschiedet.
165. Die Umsätze<sup>9</sup> wurden nach den Produkten auf Ebene der Geschäftsbereiche geplant. Dabei erfolgte in großen Teilen eine dezidierte Planung nach Mengen- und Preisgerüst. Grundsätzlich wird für die wesentlichen Umsatzkomponenten in Bestandsgeschäft, sog. Renewal-Geschäft, und Neugeschäft unterschieden. Die Mengenplanung des Bestandsgeschäfts erfolgt unter Berücksichtigung bestehender Verträge und unter Ansatz von prognostizierten Abwanderungsraten (Churn Rates). Das Neugeschäft wird basierend auf Annahmen zu Aktivitäts- und Produktivitätsraten geplant. Es werden spezifische Produktpreise unter Berücksichtigung von geplanten Preissteigerungen oder Rabatten angesetzt. Makroökonomische Faktoren und allgemeine Markterwartungen werden in der Umsatzplanung entsprechend berücksichtigt. Das Budgetjahr GJ 2025 wurde detailliert geplant, während die mittelfristige Planung für die GJ 2026 bis GJ 2029 das Budget des GJ 2025 fortschreibt.
166. Die Planung von umsatzabhängigen Aufwendungen erfolgte einhergehend mit der entsprechenden Umsatzplanung. Andere Aufwendungen wurden im Budgetjahr GJ 2025 auf Kampagnen- oder Projektebene geplant. Hierbei wurden die aus dem Restrukturierungsprogramm erwarteten Auswirkungen sowie die geplante Repositionierung der Marke XING berücksichtigt. Aktuelle Marktentwicklungen und -erwartungen der NWSE wurden neben der angestrebten Repositionierung von XING und der geplanten Ausweitung der Geschäftsaktivitäten, insbesondere bei kununu, in der Planungsrechnung entsprechend berücksichtigt. Nach erfolgter Konsolidierung der Planungsrechnung erfolgt eine abschließende Validierung durch das jeweils verantwortliche Management.
167. Des Weiteren wurde vom Vorstand im März 2025 eine Aktualisierung des Budgets für das GJ 2025 auf Basis der bis einschließlich Januar 2025 realisierten Ergebnisse (Hochrechnung oder „Forecast“) erstellt. Diese Hochrechnung unter Berücksichtigung der Zahlen aus dem Januar 2025 weicht nur geringfügig von der zuvor erstellten Planungsrechnung für das GJ 2025 ab, da die etwas niedrigeren Umsätze durch Kosteneinsparungen, vor allem in den

---

<sup>9</sup> Bei der NWSE erfolgt die Vertriebs- und Umsatzplanung zunächst auf dem sogenannten „Annual Contract Value“ („ACV“). Hierunter ist der Auftragseingang zu verstehen. Der ACV repräsentiert den Umsatz, der mit einem neu abgeschlossenen oder verlängerten Vertrag über einen Zwölfmonatszeitraum (voraussichtlich) erzielt wird. Im Rahmen der Umsatzplanung wird der ACV (entsprechend dem Realisationsprinzip) auf die zwölf Monate der Vertragslaufzeit aufgeteilt, um zu einer periodengerechten Umsatzplanung zu gelangen.

Marketingaufwendungen, kompensiert werden sollen. Die Hochrechnung der Gewinn- und Verlustrechnung für das GJ 2025 auf Basis der IST-Ergebnisse von Januar 2025, erstellt im März 2025, sowie die vom Aufsichtsrat zur Kenntnis genommene und verabschiedete Planungsrechnung für die GJ 2026 bis GJ 2029 wurden als Ausgangsbasis unserer Bewertung zugrunde gelegt.

### 3. Planungsgüte

168. Die Analyse der Planungsgüte haben wir auf Basis eines Plan-Ist-Vergleichs, bezogen auf die Gewinn- und Verlustrechnung bis einschließlich auf Ebene des operativen Ergebnisses (EBIT) für die GJ 2022 bis GJ 2024 durchgeführt. Dabei haben wir die uns zur Verfügung gestellten Budget-Zahlen aus dem jeweiligen Vorjahr den jeweiligen Ist-Zahlen der Konzernabschlüsse gegenübergestellt.
169. Die nachfolgende Tabelle zeigt die Gegenüberstellung der konsolidierten Plan- und Ist-Zahlen für die GJ 2022 bis GJ 2024 im Überblick:

#### New Work SE | Plan-Ist-Vergleich

in Mio. EUR	GJ22				GJ23				GJ24			
	Ist	Plan	Delta	Delta (%)	Ist	Plan	Delta	Delta (%)	Ist	Plan	Delta	Delta (%)
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>313,4</b>	<b>304,0</b>	<b>9,3</b>	<b>3,1%</b>	<b>305,6</b>	<b>356,6</b>	<b>(51,0)</b>	<b>(14,3%)</b>	<b>263,4</b>	<b>277,8</b>	<b>(14,4)</b>	<b>(5,2%)</b>
Andere aktivierte Eigenleistungen	20,7	23,2	(2,4)	(10,6%)	24,1	22,7	1,4	6,1%	15,6	15,8	(0,1)	(0,8%)
Sonstige betriebliche Erträge	3,0	1,4	1,6	115,5%	4,1	1,5	2,6	174,3%	5,7	3,6	2,0	55,6%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>337,1</b>	<b>328,6</b>	<b>8,5</b>	<b>2,6%</b>	<b>333,8</b>	<b>380,8</b>	<b>(47,0)</b>	<b>(12,4%)</b>	<b>284,7</b>	<b>297,2</b>	<b>(12,5)</b>	<b>(4,2%)</b>
Personalaufwand	(144,6)	(146,4)	1,9	1,3%	(152,5)	(162,7)	10,2	6,3%	(149,4)	(152,9)	3,6	2,3%
Marketingaufwand	(39,0)	(35,6)	(3,3)	(9,4%)	(43,4)	(59,4)	15,9	26,8%	(51,5)	(57,1)	5,6	9,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(49,4)	(42,7)	(6,7)	(15,7%)	(44,9)	(48,4)	3,5	7,2%	(49,5)	(53,7)	4,2	7,8%
<b>EBITDA</b>	<b>104,1</b>	<b>103,8</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3%</b>	<b>92,9</b>	<b>110,3</b>	<b>(17,4)</b>	<b>(15,8%)</b>	<b>34,4</b>	<b>33,5</b>	<b>0,9</b>	<b>2,6%</b>
Abschreibungen	(37,9)	(40,8)	2,9	7,1%	(44,1)	(40,0)	(4,1)	(10,4%)	(46,0)	(38,9)	(7,1)	(18,3%)
<b>EBIT</b>	<b>66,2</b>	<b>63,0</b>	<b>3,2</b>	<b>5,1%</b>	<b>48,8</b>	<b>70,4</b>	<b>(21,6)</b>	<b>(30,6%)</b>	<b>(11,6)</b>	<b>(5,4)</b>	<b>(6,3)</b>	<b>(116,7%)</b>
Bereinigung der Sondereffekte	0,5	n/a	n/a	n/a	8,6	n/a	n/a	n/a	35,8	n/a	n/a	n/a
<b>EBIT nach Bereinigungen</b>	<b>66,6</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>57,4</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>24,2</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>
<i>EBIT-Marge</i>	21,1%	20,7%	0,4%	n/a	16,0%	19,7%	(3,8%)	n/a	(4,4%)	(1,9%)	(2,5%)	n/a
<i>Bereinigte EBIT-Marge</i>	21,8%	n/a	n/a	n/a	19,2%	n/a	n/a	n/a	9,3%	n/a	n/a	n/a

Quelle: NWSE, PwC-Analyse.

170. Im GJ 2022 wurde das geplante Ergebnis (EBIT) um 5,1% übertroffen. Dies ist auf mehrere Effekte zurückzuführen: Zum einen lagen die Umsatzerlöse um 9,3 Mio. EUR (3,1%) über Plan, was zu einer Gesamtleistung führte, die ihrerseits 8,5 Mio. EUR über Plan lag. Dies war im Wesentlichen auf die im Vergleich zum Plan höher ausfallenden Umsatzerlöse von XING HR Solutions im Bereich Passive Sourcing (+18,8%) sowie von kununu HR Solutions (+7,9%) im Bereich Seals zurückzuführen. Dem stehen die niedriger ausfallenden Umsatzerlöse im Bereich XING Marketing Solutions (-13,6%) gegenüber. Der hieraus resultierende positive Effekt wurde ergebnisseitig jedoch größtenteils durch höhere Marketingaufwendungen und sonstige betriebliche Aufwendungen kompensiert, sodass der höheren Gesamtleistung höhere Kosten von 8,2 Mio. EUR gegenüberstanden. Die über Plan liegenden sonstigen betrieblichen Aufwendungen waren

insbesondere auf höhere Aufwendungen für IT und externe Support-Dienstleistungen zurückzuführen. Dies führte dazu, dass das geplante EBITDA nahezu erreicht wurde (+0,3 Mio. EUR, entsprechend +0,3%). Im Gegensatz dazu fielen die Abschreibungen für selbsterstellte Software und Sachanlagen um 2,9 Mio. EUR geringer aus als geplant (7,1%). Wesentlicher Treiber für die geringeren Abschreibungen waren gestaffelte Investitionen während des Jahres sowie niedrigere aktivierte Eigenleistungen.

171. Im GJ 2023 wurde das ursprünglich budgetierte operative Ergebnis (EBIT) um 21,6 Mio. EUR bzw. 30,6% unterschritten, was insbesondere auf die um 14,3% unter Budget liegenden Umsatzerlöse zurückzuführen ist. Die niedrigeren Umsatzerlöse waren im Wesentlichen durch das Nichterreichen der geplanten Umsatzerlöse von XING HR Solutions, XING Marketing Solutions, InterNations und Honeypot bedingt. Die negative konjunkturelle Entwicklung in Deutschland und der damit verbundene Rückgang der Nachfrage nach Recruiting-Lösungen führten zu geringeren B2B-Monetarisierungen bei XING sowie geringeren Umsatzerlösen bei InterNations und Honeypot. Der hieraus resultierende Effekt wurde teilweise kompensiert durch niedrigere Personal- (6,3%), Marketing- (26,8%) und sonstige betriebliche Aufwendungen (7,2%). Die niedrigeren Personalaufwendungen sind auf geringere Boni für Führungskräfte zurückzuführen. Der unter Budget liegende Marketingaufwand geht zudem maßgeblich auf niedrigere Aufwendungen im Bereich Performance Marketing zurück. Die Abschreibungen für selbsterstellte Software und Sachanlagen fielen hingegen höher aus als geplant, was im Wesentlichen auf höhere Abschreibungen von Plattformmodulen der selbstentwickelten Software, höhere aktivierte Eigenleistungen sowie die außerplanmäßigen Abschreibungen von Mietereinbauten und sonstiger Büroausstattung (4,1 Mio. EUR) zurückzuführen ist.
172. Im GJ 2024 wurde das ursprünglich geplante EBIT erneut verfehlt. Statt einem geplanten Verlust von -5,4 Mio. EUR wurde ein Verlust von -11,6 Mio. EUR realisiert. Dies ist insbesondere auf unter Plan liegende Umsatzerlöse (-14,4 Mio. EUR, entsprechend -5,2%), Sondereffekte im Zusammenhang mit der Restrukturierung sowie außerplanmäßige Wertminderungen zurückzuführen. Die geringer ausfallenden Umsatzerlöse waren maßgeblich durch geringere Umsatzerlöse von XING HR Solutions im Bereich Passive Sourcing (-23,7%) geprägt. Außerdem lagen die Umsatzerlöse von XING HR Solutions im Bereich Active Sourcing (-8,8%) und XING Marketing Solutions (-27,9%) unter den budgetierten Umsatzerlösen. Der hieraus resultierende Effekt wurde ergebnisseitig jedoch größtenteils durch unter Budget liegenden Personal-, Marketing- und sonstige betriebliche Aufwendungen insgesamt kompensiert. Dies resultierte in einem EBITDA, welches sogar um 0,9 Mio. EUR bzw. 2,6% über Plan lag. Nichtsdestotrotz beinhalteten insbesondere die Personal- und sonstigen betrieblichen Aufwendungen einmalige Aufwendungen im Zusammenhang mit der durchgeführten Restrukturierung, die das operative Ergebnis belasteten. Die um

7,1 Mio. EUR erhöhten Abschreibungen ergeben sich hauptsächlich aus der außerplanmäßigen Abschreibung des Geschäfts- oder Firmenwerts der InterNations (7,1 Mio. EUR), den erhöhten Abschreibungen von Plattformmodulen der selbstentwickelten Software (3,5 Mio. EUR; Restrukturierung) und den gegenläufig um 3,7 Mio. EUR geringeren Abschreibungen der Vermögenswerte aus Mietverhältnissen (Neubewertung des verkürzten Leasingvertrags der Firmenzentrale).

173. Zusammenfassend wurden die Umsatzerlöse im dargestellten Betrachtungszeitraum mit Ausnahme des GJ 2023 weitestgehend erreicht. Das geplante operative Ergebnis (EBIT) wurde im GJ 2022 erreicht, in den GJ 2023 und 2024 jedoch unterschritten. Die Planverfehlung im GJ 2023 ist maßgeblich durch die niedrigeren Umsatzerlöse und die beginnende Restrukturierung geprägt. Die Planverfehlung im GJ 2024 ergibt sich aus außerplanmäßigen Abschreibungen, das geplante EBITDA wurde jedoch erreicht. Die durchgeführte Plan-Ist-Analyse verdeutlicht, dass die vergangene Entwicklung teilweise wesentlich von einmaligen, vorher nicht planbaren oder nur schwierig zu planenden Sachverhalten geprägt war. Trotz einzelner Planabweichungen, bspw. in den Personal- und Marketingaufwendungen, konnten wir keine spezifischen Anhaltspunkte identifizieren, die Rückschlüsse auf eine mangelnde Planungsgüte der Gesellschaft schließen ließen, da insbesondere in zwei der drei Geschäftsjahre das geplante EBITDA nahezu getroffen wurde.
174. Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass die Abweichungen im Wesentlichen auf nicht vorhersehbare Einmaleffekte und Restrukturierungsmaßnahmen zurückzuführen sind und die Planungsgüte als gut erachtet werden kann. Insofern kann die Planungsrechnung der NWSE als belastbar aufgefasst werden.
175. Basierend auf dieser Analyse und vor dem Hintergrund des beschriebenen Planungsprozesses erachten wir die vorliegend für die Bewertung der NWSE herangezogene Planungsrechnung der Gesellschaft als geeignete Basis für die Ertragswertermittlung.

#### **4. Wesentliche Prämissen**

176. Bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der NWSE zum 23. Juni 2025 wurden die nachfolgend aufgeführten Vorgehensweisen zugrunde gelegt sowie von folgenden wesentlichen Prämissen ausgegangen:
- Für die Zwecke unserer Bewertungsarbeiten sind wir für das Bewertungsobjekt, die NWSE, von einer Fortsetzung der bisherigen Unternehmenstätigkeit ausgegangen (Going Concern-Prämisse). Damit einhergehend und in Übereinstimmung mit dem Unternehmens-

konzept der Gesellschaft wurde die Fortführung sämtlicher zum Bewertungsstichtag bestehender Geschäftsaktivitäten angenommen.

- Im Detailplanungszeitraum sowie in der Phase der ewigen Rente wird jeweils ein angemessenes Risiken-/Chancen-Profil sowie ein unternehmensspezifisches erwartbares Wachstum auf Basis der Stellung der NWSE im Markt und Wettbewerb angenommen, welches ein erhöhtes Ambitionsniveau reflektiert. Dabei werden einzelne strategische Maßnahmen und unternehmensspezifische Ausrichtungen der NWSE in den jeweiligen Umsatzerlösen und operativen Ergebnissen sachgerecht abgebildet.
- Als Sonderwerte haben wir liquide Mittel der NWSE in Form einer Überschussliquidität zzgl. Zinsen von 2,75% bis zum Bewertungsstichtag und unter Abzug der geplanten Dividende für das Jahr 2024 von 80,3 Mio. EUR angesetzt.
- Das Zinsergebnis der NWSE haben wir auf Basis der in der Bilanzplanung fortgeführten Bestände unter Berücksichtigung der bereits bestehenden sowie marktüblichen Zinskonditionen angesetzt. Hierbei wurde eine betriebsnotwendig vorzuhaltende Liquidität von 10 Mio. EUR zur Finanzierung der monatlichen Ausgaben berücksichtigt. Nach Schätzungen des Managements können die zu finanzierenden Ausgaben in der Spitze bis zu 17 Mio. EUR erreichen.
- Die vorhandenen gewerbe- und körperschaftsteuerlichen Verlustvorträge wurden im Bewertungskalkül berücksichtigt und somit bei der Bemessung der Unternehmenssteuern steuermindernd angesetzt.
- Im Detailplanungszeitraum wurde für die NWSE eine Ausschüttungsquote von 50,0% angesetzt. Für die Phase der ewigen Rente wurde ebenfalls eine marktübliche Ausschüttungsquote von 50,0% berücksichtigt (vgl. Tz. 156). Die Wertbeiträge aus Thesaurierungen in den beiden Phasen, d.h. im Detailplanungszeitraum sowie in der Phase der ewigen Rente, wurden dem Anteilseigner fiktiv unmittelbar zugerechnet.
- Der Ermittlung des Unternehmenswerts wurde als Bewertungsstichtag der 23. Juni 2025 zugrunde gelegt. Dies ist der Tag, an dem die Hauptversammlung der NWSE über die Übertragung der von den Minderheitsaktionären an der NWSE gehaltenen Aktien auf die Burda Digital beschließen soll.

### III. Erwartete Nettoausschüttungen aus dem betriebsnotwendigen Vermögen

#### 1. Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT) im Detailplanungszeitraum (Planungsrechnung)

177. Im Folgenden ist die konsolidierte Umsatz- und Ergebnisplanung der NWSE bis zum Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) für die GJ 2025<sup>10</sup> bis GJ 2029 sowie für das GJ 2024 (endend am 31. Dezember 2024) dargestellt.<sup>11</sup>

##### NWSE | Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	GJ24 Ist	GJ24 Ist ber.	GJ25 Plan	GJ26 Plan	GJ27 Plan	GJ28 Plan	GJ29 Plan	CAGR 2024-2029
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>263,4</b>	<b>260,6</b>	<b>234,9</b>	<b>251,3</b>	<b>275,9</b>	<b>320,8</b>	<b>371,2</b>	<b>7,3%</b>
Andere aktivierte Eigenleistungen	15,6	15,6	14,1	16,0	17,4	18,5	19,6	4,7%
Sonstige betriebliche Erträge	5,7	2,7	2,6	2,3	2,3	2,3	2,3	(2,7%)
<b>Gesamtleistung</b>	<b>284,7</b>	<b>278,9</b>	<b>251,6</b>	<b>269,6</b>	<b>295,6</b>	<b>341,6</b>	<b>393,2</b>	<b>7,1%</b>
Personalaufwand	(149,4)	(123,1)	(112,1)	(116,1)	(123,8)	(134,6)	(145,6)	3,4%
Marketingaufwand	(51,5)	(51,5)	(42,5)	(51,2)	(55,5)	(61,9)	(70,5)	6,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(49,5)	(43,9)	(47,6)	(51,5)	(58,2)	(62,3)	(69,3)	9,5%
<b>EBITDA</b>	<b>34,4</b>	<b>60,4</b>	<b>49,4</b>	<b>50,9</b>	<b>58,2</b>	<b>82,8</b>	<b>107,7</b>	<b>12,3%</b>
Abschreibungen	(46,0)	(36,2)	(30,3)	(26,8)	(26,5)	(27,4)	(29,8)	(3,8%)
<b>EBIT</b>	<b>(11,6)</b>	<b>24,2</b>	<b>19,1</b>	<b>24,0</b>	<b>31,7</b>	<b>55,3</b>	<b>77,9</b>	<b>26,3%</b>
Bereinigung der Sondereffekte	35,8	n/a	-	-	-	-	-	n/m
<b>EBIT nach Bereinigungen</b>	<b>24,2</b>	<b>24,2</b>	<b>19,1</b>	<b>24,0</b>	<b>31,7</b>	<b>55,3</b>	<b>77,9</b>	<b>26,3%</b>

KPIs	GJ24 Ist	GJ24 Ist ber.	GJ25 Plan	GJ26 Plan	GJ27 Plan	GJ28 Plan	GJ29 Plan
Umsatzwachstum	(13,8%)	(14,7%)	(9,8%)	7,0%	9,8%	16,3%	15,7%
Personalaufwand pro FTE (in TEUR)	(141)	(116)	(102)	(104)	(107)	(111)	(114)

KPIs in % der Umsatzerlöse	GJ24 Ist	GJ24 Ist ber.	GJ25 Plan	GJ26 Plan	GJ27 Plan	GJ28 Plan	GJ29 Plan
Personalaufwand	(56,7%)	(47,3%)	(47,7%)	(46,2%)	(44,9%)	(42,0%)	(39,2%)
Marketingaufwand	(19,6%)	(19,7%)	(18,1%)	(20,4%)	(20,1%)	(19,3%)	(19,0%)
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(18,8%)	(16,9%)	(20,3%)	(20,5%)	(21,1%)	(19,4%)	(18,7%)
<b>EBITDA-Marge</b>	<b>13,0%</b>	<b>23,2%</b>	<b>21,0%</b>	<b>20,2%</b>	<b>21,1%</b>	<b>25,8%</b>	<b>29,0%</b>
Abschreibungen	(17,5%)	(13,9%)	(12,9%)	(10,7%)	(9,6%)	(8,5%)	(8,0%)
<b>EBIT-Marge</b>	<b>(4,4%)</b>	<b>9,3%</b>	<b>8,1%</b>	<b>9,6%</b>	<b>11,5%</b>	<b>17,2%</b>	<b>21,0%</b>

Quelle: NWSE, PwC-Analyse.

178. Es wird erwartet, dass die geplanten Umsatzerlöse der NWSE zunächst von 263,4 Mio. EUR im GJ 2024 (bereinigt 260,6 Mio. EUR) auf 234,9 Mio. EUR im GJ 2025 sinken, bevor ab dem GJ 2026 eine nachhaltige Erholung einsetzt. Bis zum GJ 2029 sollen die Umsatzerlöse auf 371,2 Mio. EUR steigen, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 7,1% (bereinigt 7,3%) im Zeitraum der GJ 2024 bis GJ 2029 entspricht.

<sup>10</sup> Bei dem GJ 2025 handelt es sich um eine aktualisierte Hochrechnung auf Basis der Ergebnisse Januar 2025(Forecast).

<sup>11</sup> Das in der Tabelle abgebildete Umsatzwachstum im GJ 2025 sowie der berechnete CAGR basiert auf dem bereinigten Ergebnis des GJ 2024. Die für das GJ 2024 abgebildete EBIT-Marge (unbereinigt) von -4,4% bezieht sich auf das unbereinigte EBIT.

179. Der geplante Rückgang des Umsatzes im GJ 2025 um 28,5 Mio. EUR (bereinigt 25,7 Mio. EUR) ist auf die Repositionierung von XING zurückzuführen. Da die Repositionierung voraussichtlich im GJ 2026 abgeschlossen sein wird, rechnet das Unternehmen ab dem GJ 2027 mit stabilisierten Nutzeraktivitäten, einer verbesserten Marktpositionierung und daraus resultierenden Umsatzzuwächsen. Zudem sind die Geschäftsaktivitäten der NWSE stark von makroökonomischen Faktoren und hier insbesondere von der Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt abhängig. Je weniger Talente von Unternehmen nachgefragt werden, desto niedriger sind auch die Umsätze im Bereich der Vermittlung von Arbeitskräften. Die zugrunde liegende Planung berücksichtigt sowohl externe makroökonomische Indikatoren (u. a. Arbeitsmarktdaten, Konjunkturprognosen, Branchenindizes) als auch interne Marktanalysen.
180. Die Umsätze verteilen sich auf die Segmente HR Solutions & Talent Access, B2C sowie B2B Marketing Solutions. Die nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung der Umsatzerlöse nach Segmenten<sup>12</sup>:

#### NWSE | Umsatz nach Segmenten

in Mio. EUR	GJ24 Ist	GJ24 Ist ber.	GJ25 Plan	GJ26 Plan	GJ27 Plan	GJ28 Plan	GJ29 Plan	CAGR 2024-2029
HR Solutions & Talent Access	196,6	193,8	179,9	200,0	224,3	267,1	314,8	10,2%
B2C	58,7	58,7	46,4	41,1	41,9	43,8	46,0	(4,7%)
B2B Marketing Solutions	8,1	8,1	8,5	10,2	9,7	9,9	10,4	5,0%
<b>Gesamte Umsatzerlöse</b>	<b>263,4</b>	<b>260,6</b>	<b>234,9</b>	<b>251,3</b>	<b>275,9</b>	<b>320,8</b>	<b>371,2</b>	<b>7,3%</b>

Quelle: NWSE, PwC-Analyse.

#### HR Solutions & Talent Access

181. Das Segment HR Solutions & Talent Access umfasst Recruiting- sowie Employer-Branding-Produkte, die Arbeitgeber bei der Positionierung im Wettbewerb um Fachkräfte sowie beim Zugang zu Talenten unterstützen. In diesem Segment sind die Recruiting- sowie Employer-Branding-Produkte von XING und kununu zusammengefasst.<sup>13</sup> Der Umsatz des Segments wächst planmäßig von 196,6 Mio. EUR im GJ 2024 (bereinigt 193,8 Mio. EUR) auf 314,8 Mio. EUR im GJ 2029. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 9,9% (bereinigt 10,2%). Während XING insbesondere im Bereich Active Sourcing und Passive Sourcing tätig ist, bietet kununu ein zunehmend differenziertes Produktportfolio im Bereich Employer Branding und weiterer Produktkategorien wie Hiring Extension und Siegelprodukte, an. Die strategische

<sup>12</sup> Die CAGR-Berechnung erfolgt auf Basis der bereinigten Umsätze für das GJ 2024.

<sup>13</sup> Im GJ 2024 enthielt das Segment HR Solutions & Talent Access auch Umsätze mit HoneyPot, die im Rahmen der Bereinigung der Ertragslage eliminiert wurden.

Ausrichtung auf digitale Recruiting-Lösungen trägt dem anhaltenden Fachkräftemangel Rechnung und bildet die Grundlage für das prognostizierte Wachstum.

182. Die Umsatzerlöse von **XING** im Segment HR Solutions & Talent Access belaufen sich im GJ 2024 auf 107,8 Mio. EUR und betragen somit 54,9% (bereinigt 55,7%) des Segmentumsatzes. XING generiert Umsätze in den Bereichen Active Sourcing und Passive Sourcing sowie über das Bewerbermanagementsystem ATS, welches als SaaS-Lösung vertrieben wird.
183. Die Umsätze im Active Sourcing sinken zunächst von 56,9 Mio. EUR im GJ 2024 auf 37,5 Mio. EUR im GJ 2027, bedingt durch die Repositionierung mit erwarteten Abwanderungsraten der Bestandskunden sowie durch eine zurückhaltende Personalstrategie vieler Unternehmen aufgrund der schwierigen konjunkturellen Rahmenbedingungen, besonders in Deutschland. Eine Arbeitsmarkterholung wird ab dem GJ 2027 erwartet und soll anschließend zu einer Stabilisierung des Geschäfts mit fortan steigenden Umsatzerlösen führen. Bis GJ 2029 steigen die Umsätze wieder auf 46,2 Mio. EUR. Treiber sind, neben der erwarteten konjunkturellen Erholung, die auf Kundenseite zu einer steigenden Nachfrage nach Talenten führt, geringere Kündigungsraten (Customer Lifecycle Management) und gezielte Produktoptimierungen durch die Nutzung aller zur Verfügung stehender Kundendaten.
184. Das Passive Sourcing von XING, dessen Fokus auf der Veröffentlichung von Stellenanzeigen liegt, ist im Vergleich zum Active Sourcing nach Einschätzung des Managements zwar ähnlich konjunkturabhängig, jedoch im Zuge der konjunkturellen Entwicklung „vorgelagert“, sodass frühzeitiger als im Bereich Active Sourcing mit einer Erholung gerechnet wird. Nach einem Rückgang von 37,5 Mio. EUR im GJ 2024 auf 31,9 Mio. EUR im GJ 2025, steigen die Umsatzerlöse anschließend kontinuierlich auf 77,0 Mio. EUR im GJ 2029. Maßgeblicher Wachstumstreiber ist eine schnellere Markterholung im Vergleich zum Active Sourcing, da Passive Sourcing schneller auf eine sich erholende Wirtschaftslage reagiert als Active Sourcing. Außerdem wird aufgrund eines erhöhten Anteils bezahlter Jobanzeigen, einer besseren Monetarisierung des Traffics sowie aufgrund strategischer Agenturpartnerschaften weiteres Wachstum erwartet. Der erhöhte Anteil an bezahlten Jobanzeigen soll dadurch erreicht werden, dass man sich darauf konzentriert, in einen verstärkten Wettbewerb mit Tier-2-Wettbewerber zu gehen, indem man das bessere Preis-Leistungs-Verhältnis bieten möchte. Zudem generiert die Plattform XING eine sehr hohe Anzahl an Bewerbungen auf Stellenanzeigen (rd. 6,6 Mio. im GJ 2024) bzw. Bewerbungsabsichten, sog. Apply Intents, (rd. 10 Mio. in GJ 2024). Von diesen Apply Intents entfällt jedoch nur ein geringer Anteil auf bezahlte Stellenanzeigen, was ein großes Monetarisierungspotenzial zeigt. Außerdem soll die Stärkung der Partnerschaften mit Reselling-Agenturen die Reichweite der Plattform erhöhen, wodurch zusätzliche Marktanteile gewonnen werden sollen. Beispielsweise durch eine flexible Preisgestaltung soll die Kundenbindung erhöht und damit einhergehend die Churn rate

reduziert werden. Durch diese Maßnahmen soll die Anzahl der verkauften Stellenanzeigen von rd. 33 Tsd. im GJ 2024 auf rd. 50 Tsd. im GJ 2025 und schließlich auf rd. 140 Tsd. im GJ 2029 gesteigert werden. Verglichen hiermit konnten im GJ 2021 rd. 70 Tsd., im GJ 2022 rd. 84 Tsd. und im GJ 2023 rd. 49 Tsd. Stellenausschreibungen monetarisiert werden.

185. Die Umsätze aus dem Bewerbermanagement (ATS) bestehen aus Lizenzeinnahmen für Bewerbermanagementsysteme und entwickeln sich rückläufig von 13,4 Mio. EUR im GJ 2024 auf 8,7 Mio. EUR im GJ 2027, bevor ein leichter Anstieg auf 11,1 Mio. EUR im GJ 2029 prognostiziert wird. Infolge unterbliebener Investitionen in das Produkt in den GJ 2022 und GJ 2023 rechnet das Management zunächst mit hohen Abwanderungsraten sowie mit einer nachlassenden Nachfrage nach Bewerbermanagementsystemen. Optimierungen im System sowie im Vertrieb und ein neues Pricing-Modell sollen die spätere Stabilisierung unterstützen.
186. Die Umsatzerlöse von **kununu** belaufen sich im GJ 2024 auf 85,9 Mio. EUR und betragen somit 43,7% (bereinigt 44,3%) des Segmentumsatzes. Die Umsatzerlöse setzen sich hauptsächlich aus den Employer Branding-Produkten (EBP Core, EBP Pro), der Hiring Extension sowie Siegeln zusammen. kununu verzeichnet eine stetig positive Umsatzentwicklung mit einem Anstieg auf 180,5 Mio. EUR im GJ 2029 (+16,0% p.a.). Das Wachstum basiert auf einer klaren Produktstrategie, mit der Einführung neuer EBP- und Siegelprodukte (z. B. EBP SME, EBP Staffing), Stärkung der Hiring Extension und Steigerung der Plattform-Relevanz für Nutzer und Firmen.
187. kununu hat den relevanten, adressierbaren Markt für EBP in der DACH-Region auf 260.000 Unternehmen eingegrenzt.
188. Gemäß des Forecasts 3/2024 existierten zum Ende des GJ 2024 bei kununu insgesamt rd. 410.000 Unternehmensprofile. Von diesen rd. 410.000 Profilen waren rd. 67.000 Managed Profiles, wovon wiederum rd. 57.500 auf unbezahlte Claimed Profiles und rd. 9.500 auf zahlende Profile („Paid Profiles“) entfallen. Ein Großteil der Paid Profiles entfiel dabei auf Unternehmen mit 201-1.000 Mitarbeitern (51,4%) und mit über 1.000 Mitarbeitern (21,5%), was einer Marktdeckung von 24% bzw. 35% entspricht. Kleinere Unternehmen mit bis zu 200 Mitarbeitern sind bisher weniger erschlossen und liegen zukünftig im Fokus des Vertriebs. Wachstumstreiber des EBP sind vor diesem Hintergrund differenzierte Produktangebote für kleinere Unternehmen (EBP SME) und Personalvermittler (EBP Staffing). Am Ende des Planungszeitraums wird mit insgesamt rd. 590.000 Profilen geplant. Davon sollen 142.000 Managed Profiles sein, wovon 23.000 Paid Profiles sein werden.
189. Die Umsätze aus EBP (inkl. Bundle-Umsätze) steigen von 77,0 Mio. EUR im GJ 2024 auf 138,5 Mio. EUR im GJ 2029 (+12,5% p.a.). Waren im GJ 2024 wesentliche Basis des Umsatzes die EBP Core/Pro-Produkte sowie Erlöse aus dem EBP Bundle-Produkt mit XING, gewinnen die neuen

Produkte (EBP SME und EBP Staffing) deutlich an Bedeutung. Im GJ 2029 sollen sie ca. 20% des EBP-Umsatzes ausmachen.

190. Der Umsatz mit kununu-Siegeln ist durch eine hohe Wachstumsrate zu Beginn des Detailplanungszeitraums gekennzeichnet, wohingegen langfristig eine Normalisierung der Wachstumsdynamik erwartet wird. Die Umsätze steigen aufgrund der Einführung neuer Siegelprodukte (Salary Seal und Recruiter Seal) zunächst planmäßig von 8,4 Mio. EUR im GJ 2024 auf 13,3 Mio. EUR im GJ 2026 (+26,2% p.a.). Ab GJ 2027 steigt der Umsatz moderat um 3,0% p.a. auf 14,6 Mio. EUR im GJ 2029. Es wird erwartet, dass im GJ 2029 rd. 5.000 Siegel an rd. 4.300 Unternehmen verkauft werden.
191. Die kununu Hiring Extension, welche ab dem GJ 2025 breit ausgerollt werden soll, ermöglicht die automatisierte Platzierung von (sämtlichen) Stellenanzeigen eines Unternehmens innerhalb des eigenen Firmenprofils. Das Produkt ist als reines Upselling Produkt für bestehende EBP-Kunden geplant. Die geplanten Umsätze steigen von 2,4 Mio. EUR im GJ 2025 auf 26,6 Mio. EUR im GJ 2029. Im GJ 2029 wird eine Marktdurchdringung von 16% der EBP-Kunden erreicht. Zusätzlich soll das Produkt die bestehende Kundenbindung stärken. Die Hiring Extension ist als Modul in die bestehende EBP-Plattform integriert und profitiert von Skaleneffekten, Cross-Selling-Potenzialen und einer geplanten Ausweitung auf neue Kundensegmente. Zusätzlich wird das Wachstum durch eine hohe Vertriebspriorisierung und geplante Preissteigerungen gestützt.
192. Das Honeypot-Angebot wurde im GJ 2024 eingestellt. Bereits in den Vorjahren wurden mit Honeypot rückläufige Umsatzerlöse erwirtschaftet. Die Umsatzerlöse betragen 8,3 Mio. EUR im GJ 2022 und 6,3 Mio. EUR im GJ 2023. Aufgrund der Beendigung des Honeypot-Angebots im GJ 2024 wurden in diesem Jahr lediglich Umsatzerlöse von 2,8 Mio. EUR verzeichnet, die im Rahmen der Bereinigung der Ertragslage eliminiert wurden. Folglich werden in der Planung keine Umsatzerlöse mit Honeypot mehr geplant.

## **B2C**

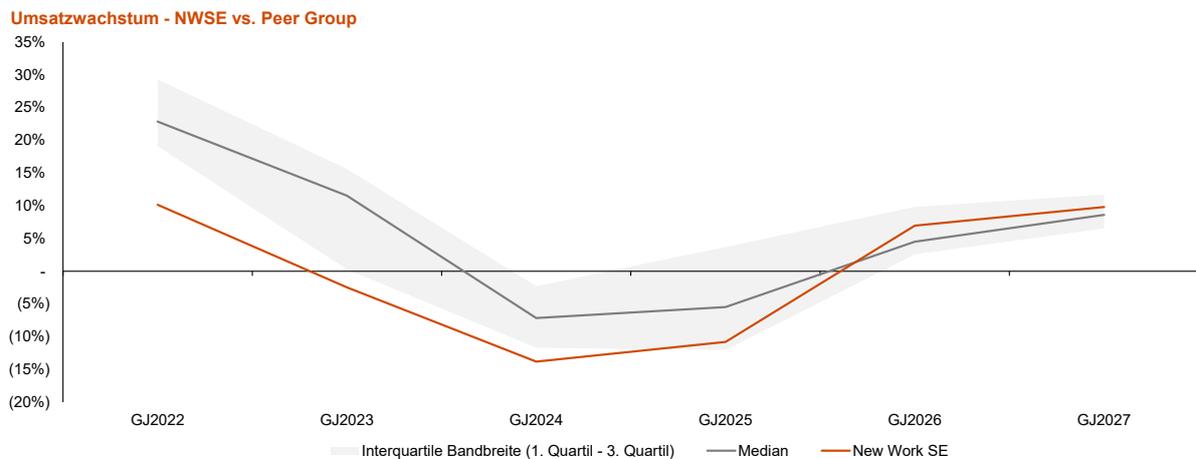
193. Das Segment B2C umfasst hauptsächlich Erlöse aus kostenpflichtigen Mitgliedschaften bei XING und InterNations. Insgesamt beträgt die Anzahl der Mitglieder bei XING zum Ende des GJ 2024 rd. 23 Mio., wovon rd. 500 Tsd. Mitglieder zahlende Mitglieder sind. Bis zum Ende des Planungszeitraums soll die Anzahl der Mitglieder auf rd. 25 Mio. ansteigen, wobei erwartet wird, dass die Anzahl der zahlenden Mitglieder auf rd. 200 Tsd. abnehmen wird. Bei InterNations wird erwartet, dass die Anzahl der Mitglieder von rd. 5 Mio. im GJ 2024 auf rd. 7 Mio. im GJ 2029 ansteigt. Die Anzahl der zahlenden Mitglieder soll sich im gleichen Zeitraum von rd. 50 Tsd. auf rd. 100 Tsd. erhöhen. Die Umsätze im B2C-Segment sinken dennoch von 58,7 Mio. EUR im GJ 2024

auf 46,0 Mio. EUR im GJ 2029 (-4,7% p.a.), da InterNations den Rückgang der Bezahlmitgliedschaften bei XING nicht ausgleichen kann. Ursache ist die erwartete abnehmende Relevanz klassischer Premium-Mitgliedschaften im Zuge der Neupositionierung von XING. Gegensteuernd sollen neue Produkte, wie bspw. ein Paid Newsletter (Umsatzbeitrag: 7,0 Mio. EUR im GJ 2029), zusätzliche Erlösquellen erschließen. Im Mittelpunkt des B2C-Segments steht somit die Stabilisierung von Umsätzen auf dem geplanten Niveau des GJ 2025 (rd. 46 Mio. EUR), mit sinkenden Umsätzen bei den XING-Mitgliedschaften und steigenden Umsätzen bei InterNations.

### **B2B Marketing Solutions**

194. Das Segment B2B Marketing Solutions bündelt die Vermarktung digitaler Werbeflächen auf der XING-Plattform (XING Marketing Solutions, „XMS“). Die Planung erfolgt detailliert für die einzelnen Sektionen der Plattform (Site Sections). Aus einer theoretisch zur Verfügung stehenden Gesamtwerbefläche wird über die sog. Fill Rate geplant, wie hoch die tatsächliche Nachfrage sein wird. Die Monetarisierung erfolgt bei den Werbekunden über tatsächliche Klicks auf eine Anzeige („CPC“, cost per click) oder über die Anzahl an Mitgliedern, die eine Anzeige gesehen haben („CPM“, cost per mil, also pro Tausend Mitglieder, denen eine Anzeige angezeigt wurde). Bei der Planung der CPC bzw. CPM ist reflektiert, dass XING aufgrund der Neupositionierung nicht mehr den Traffic aufweist wie zu der Zeit, als XING ein soziales Netzwerk war, und somit die Zahl abgenommen hat, wie oft Anzeigen von Mitgliedern gesehen wurden. Die Umsätze des Segments B2B Marketing Solutions steigen von 8,1 Mio. EUR im GJ 2024 auf 10,4 Mio. EUR im GJ 2029 (+5,0% p.a.). Vor dem Hintergrund sinkender Reichweite im sozialen Netzwerk fokussiert sich XMS ab dem GJ 2026 auf margenstarke Kunden, datengetriebene Zielgruppenansprache (Audience Network) sowie selektive Premium-Agenturbeziehungen. Die Umsätze sollen ab dem GJ 2026 auf einem stabilen Niveau von rd. 10 Mio. EUR gehalten werden.
195. Die gesamten Umsatzerlöse der NWSE setzen sich aus den genannten Segmentumsätzen zusammen. Während diese von GJ 2022 bis GJ 2024 bereits gesunken sind, setzt sich der Rückgang auch noch im GJ 2025 fort, bevor ab dem GJ 2026 eine nachhaltige Erholung einsetzt, die überwiegend durch das Segment HR Solutions & Talent Access bestimmt wird. Die jährliche Wachstumsrate von GJ 2024 bis GJ 2029 in diesem Segment beträgt 9,9% (bereinigt 10,2%). Macht dieses Segment im GJ 2024 noch 75% (bereinigt 74%) der Gesamtumsätze aus, steigt dieser Anteil auf 85% im GJ 2029. Ebenfalls steigen werden die Umsätze im Segment B2B Marketing Solutions (rd. 5,0% p.a.). Deren Anteil an den Gesamtumsätzen beträgt über den Planungshorizont konstant 3%. Entsprechend sinkt der Anteil der geplanten Umsätze mit bezahlten Mitgliedschaften im Segment B2C an den Gesamtumsätzen von 22% (bereinigt 23%) im GJ 2024 auf 12% im GJ 2029, mit rückläufigen Umsatzentwicklungen von durchschnittlich 4,7% p.a.

196. Verglichen mit den Wettbewerbern zeigt sich, dass die NWSE in den vergangenen drei Geschäftsjahren jährliche (teils negative) Wachstumsraten des Umsatzes erzielt hat, die unter denen der Wettbewerber liegen. Für die Planungsphase zeigt sich, dass sich im GJ 2025 nicht nur bei der NWSE ein weiterer Umsatzrückgang ergibt, sondern auch im Median der Vergleichsunternehmen. Bereits ab dem GJ 2026 wird eine positive Wachstumsrate bei der NWSE geplant, die über dem Median der Peer Group liegt. Dies ist auf das starke Wachstum bei kununu sowie die abgeschlossene Repositionierung von XING und daraus resultierende Nachholeffekte zurückzuführen.



Quelle: NWSE, S&P CIQ, PwC-Analyse.

197. Die **aktivierten Eigenleistungen** umfassen im Wesentlichen Personal- und Freelancerkosten sowie anteilige Gemein- und Nebenkosten für die Entwicklung der selbsterstellten Software. Für den Detailplanungszeitraum wird ein Anstieg der Kosten von 15,6 Mio. EUR im GJ 2024 auf 19,6 Mio. EUR im GJ 2029 erwartet. Grundlage hierfür ist die erwartete Entwicklung der zugrundeliegenden Personalkosten.
198. Die **sonstigen betrieblichen Erträge** setzen sich historisch aus Währungsdifferenzen und periodenfremden Erträgen zusammen. Im GJ 2024 beinhaltet der Posten einen Sondereffekt in Höhe von 2,6 Mio. EUR aus der Neubewertung von Untermietverträgen, der gemeinsam mit periodenfremden Erträgen von 0,4 Mio. EUR im Rahmen der Bereinigung der Ertragslage eliminiert wurde. Für das GJ 2025 wird der Ertrag auf einem Niveau von 2,6 Mio. EUR prognostiziert, der in den Folgejahren mit 2,3 Mio. EUR nahezu konstant bleibt.
199. Die **Gesamtleistung** der NWSE, welche sich aus den Umsatzerlösen, den aktivierten Eigenleistungen und den sonstigen betrieblichen Erträgen zusammensetzt, steigt somit über den Detailplanungszeitraum von 284,7 Mio. EUR im GJ 2024 (bereinigt 278,9 Mio. EUR) auf 393,2 Mio. EUR

im GJ 2029, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 6,7% (bereinigt 7,1%) entspricht. Ab dem GJ 2025 bis zum GJ 2029 beträgt die jährliche Wachstumsrate 11,8%.

200. Der **Personalaufwand** stellt mit 112,1 Mio. EUR im GJ 2025 weiterhin den größten Kostenblock auf Konzernebene dar, obgleich ein signifikanter Rückgang um 37,3 Mio. EUR (bereinigt 11,0 Mio. EUR) gegenüber dem GJ 2024 zu verzeichnen ist. Dieser Rückgang ist primär auf tiefgreifende Restrukturierungsmaßnahmen, insb. Abfindungszahlungen und Stellenabbau, im Rahmen von Recalibrate zurückzuführen, die bereits im GJ 2023 eingeleitet und im GJ 2024 fortgeführt wurden. Ein weiterer signifikanter Stellenabbau ist ab dem GJ 2025 nicht eingeplant. Der im Vergleich zum GJ 2024 sinkende Personalaufwand im GJ 2025 trotz ähnlicher FTE-Anzahl ist im Wesentlichen auf die veränderte Zusammensetzung der Belegschaft zurückzuführen. Die Repositionierung führt zu einer Verschiebung der Personalkapazitäten, insbesondere zugunsten vertriebsnaher Funktionen und technologischer Rollen. In einzelnen Unternehmensbereichen, insbesondere bei XING, erfolgt dies zusätzlich durch Bündelung von Teams, Aufgabenverlagerungen und Produktfokus auf wartungsarme Kernanwendungen. Somit sinkt der Personalaufwand je Mitarbeiter deutlich von 141 TEUR im GJ 2024 (bereinigt 116 TEUR) auf 102 TEUR im GJ 2025. Bis zum Ende des Detailplanungszeitraums steigt der Personalaufwand je Mitarbeiter auf 114 TEUR an, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 2,8% entspricht.
201. Bis ins GJ 2029 ist ein FTE-Aufbau von etwas mehr als 200 FTE auf rd. 1.300 FTE vorgesehen. Damit einhergehend steigt der Personalaufwand bis ins GJ 2029 auf 145,6 Mio. EUR an, was ausgehend von dem Personalaufwand im GJ 2025 einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 6,8% entspricht. Ein signifikanter Anteil des geplanten FTE-Aufbaus entfällt auf kununu, was mit dem hohen geplanten Wachstum und Ausbau der Plattform im Einklang steht. XING war besonders von dem durchgeführten Stellenabbau im Zuge der Restrukturierung betroffen. Eine erneute Erweiterung der FTE-seitigen Kapazitäten ist erst ab GJ 2027 vorgesehen. Die FTE-Planung für das GJ 2025 erfolgte detailliert auf Positionsebene, ab dem GJ 2026 auf Basis pauschalisierter Annahmen, unter Berücksichtigung von Produktivitätskennzahlen.
202. Die **Marketingaufwendungen** setzen sich aus drei Komponenten zusammen: Brand Marketing (z. B. TV- und Online-Kampagnen, Sponsoring, B2B-Events), Performance-Marketing (z. B. Mitgliederakquise, Job-Traffic-Boosts, Upsell-Kampagnen) und umsatzbezogenen Aufwendungen (z. B. Barter-Deals, Provisionszahlungen, App Store Fees). Beim Brand-Marketing liegen die Schwerpunkte auf einer kontinuierlichen Markenkommunikation, Sponsoringmaßnahmen, wie bspw. der Baller League, sowie dem Erhalt und Ausbau der Markenbekanntheit insbesondere in jüngeren Zielgruppen. Ein Beispiel für eine Performance-Marketing-Maßnahme ist das gezielte Bewerben bei Stellenausschreibungen auf XING (Job-Traffic-Boost), sofern der benötigte organische Traffic nicht zustande kommt, der erfahrungsgemäß benötigt wird, um das Versprechen

einer bestimmten Anzahl an Bewerbungen pro Stellenanzeige zu erfüllen, welches XING seinen Kunden gibt. Rund 50% der Marketingaufwendungen der NWSE entfallen auf das Brand-Marketing, rd. 30% auf Performance-Marketing.

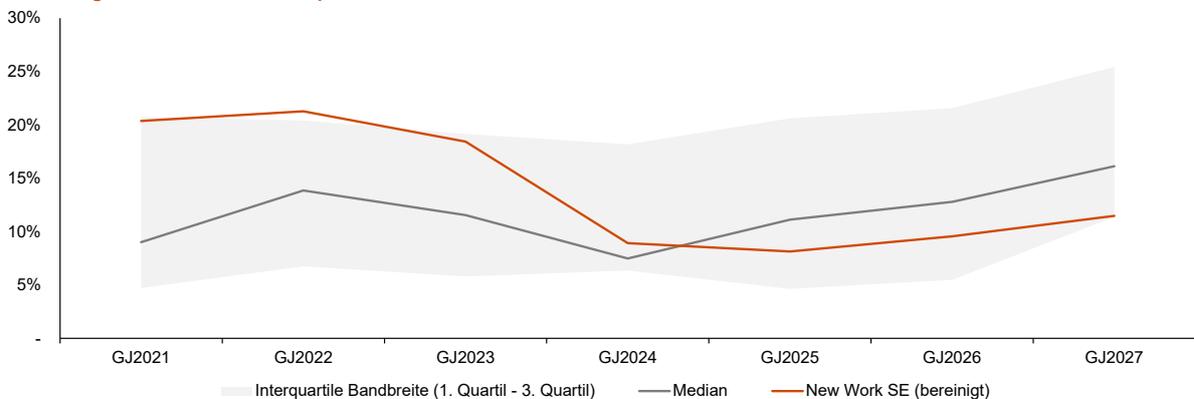
203. Der Marketingaufwand beträgt im GJ 2025 42,5 Mio. EUR und sinkt damit gegenüber dem Marketingaufwand im GJ 2024 um 9,0 Mio. EUR. Grund für den Rückgang sind einmalige Maßnahmen, die im GJ 2024 im Zusammenhang mit der Repositionierung der Marke XING stattgefunden haben, wie bspw. das Sponsoring der Baller League sowie die rückläufige Umsatzentwicklung. Ab dem GJ 2026 ist eine sukzessive Steigerung des Marketingaufwands auf 70,5 Mio. EUR im GJ 2029 geplant.
204. Während der Marketingaufwand für die Plattform XING über den Planungszeitraum niedriger liegt als im GJ 2024, wird für kununu mit einem stark steigendem Marketingbedarf gerechnet, wobei insbesondere Aufwendungen für das Brand-Marketing stark steigen werden. Der Grund liegt darin, dass einerseits im GJ 2024 die Marketingaufwendungen für XING aufgrund der Repositionierungskampagne höher waren und dass andererseits die Marketingaufwendungen für kununu in der Historie vergleichsweise niedrig waren. Gerade vor dem Hintergrund, dass kununu viele der relevanten, großen Unternehmen bereits erreicht hat und zukünftiges Wachstum insbesondere bei kleinen und mittelgroßen Unternehmen sieht, bedarf es hier zusätzlicher Marketingkampagnen, um den Bekanntheitsgrad zu steigern. Dies gilt umso mehr, als kununu seine Bekanntheit nicht nur auf der B2B-Seite steigern muss, über die die Monetarisierung erfolgt, sondern auch auf der B2C-Seite, um genügend Arbeitnehmer zu erreichen, welche den Content (insb. Unternehmensbewertungen, Gehaltsinformationen, etc.) generieren.
205. Die Planung der Marketingaufwendungen erfolgt für das GJ 2025 maßnahmen- und kampagnenbezogen und wird für die Folgejahre unter pauschalisierten Annahmen fortgeschrieben. Die Marketingaufwandsquote im Verhältnis zum Umsatz bleibt während der gesamten Planungsphase etwa in der Größenordnung des GJ 2024 (19,6% bzw. bereinigt 19,7%), welche aus den genannten Gründen (insb. bei kununu) jedoch deutlich über dem Niveau der vergangenen Jahre (rd. 12% - 14%) liegt.
206. In den **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** (sbA) sind FTE-bezogene Aufwendungen (bspw. Büroausstattung, Training, Reisekosten, sonst. Personalkosten, etc.), umsatzbezogene Aufwendungen (bspw. Nebenkosten des Geldverkehrs) sowie Aufwendungen für IT (Serverhosting, Lizenzen, etc.), externe Unterstützung (bspw. externe Content-Erstellung, Beratungskosten, etc.) und administrative Funktionen (Controlling, Accounting, Personalabteilung, etc.) enthalten.
207. Ausgehend von sbA von 49,5 Mio. EUR im GJ 2024 (bereinigt 43,9 Mio. EUR), wird über den Planungszeitraum eine deutliche Steigerung erwartet. Zum Ende der Planungsphase liegen die

sbA bei 69,3 Mio. EUR. Während die umsatz- und FTE-bezogenen sbA langsamer steigen als Umsatz bzw. FTE, steigen die Aufwendungen für IT, externer Support und Administratives stärker an.

208. Der Anstieg der sbA im GJ 2026 geht insbesondere auf die Einführung eines neuen Produkts, einem Paid Newsletter, zurück. Die hierfür veranschlagten Kosten (u. a. für externe Content-Erstellung) belaufen sich ab dem GJ 2026 auf ca. 4 Mio. EUR p.a. und sind im Bereich externer Dienstleistungen verbucht. Ab dem GJ 2027 wird für dieses Produkt ein positiver Ergebnisbeitrag erwartet, wobei die Kosten stabil bleiben und die Umsätze zunehmen.
209. Grundsätzlich ist der Anstieg der sbA auf gestiegene Server- und Hostingkosten (aufgrund der erwarteten Verdoppelung des Traffics bis zum GJ 2029), steigende Lizenzausgaben und steigende Aufwendungen für den Zukauf externer Content-Erstellung zurückzuführen. Ein weiterer Anstieg liegt in höheren Ausgaben für AI-basierte Features begründet.
210. Basierend auf den oben dargestellten Entwicklungen erwartet die NWSE einen kontinuierlichen Anstieg des **EBITDA** von 34,4 Mio. EUR im GJ 2024 (bzw. bereinigt 60,4 Mio. EUR) auf 107,7 Mio. EUR im GJ 2029. Dies entspricht einer deutlichen Verbesserung der EBITDA-Marge von 13,0% (bzw. bereinigt 23,2%, vgl. Tz. 139) im GJ 2024 auf 29,0% im GJ 2029. Grund dieser Entwicklung sind Skaleneffekte, insbesondere im Non-Sales-Bereich, sowie eine effizientere Kostenstruktur infolge der Restrukturierung.
211. Die **Abschreibungen** sinken planmäßig von 46,0 Mio. EUR im GJ 2024 (bereinigt 36,2 Mio. EUR) auf 29,8 Mio. EUR im GJ 2029. Ein Großteil der Abschreibungen entfällt auf die selbsterstellte Software, deren Entwicklungskosten aktiviert und linear rollierend über eine zu erwartende Nutzungsdauer von fünf Jahren abgeschrieben werden. Weiterhin entfällt ein signifikanter Teil der geplanten Abschreibungen auf Sachanlagen und Vermögenswerten aus Mietverhältnissen. Der Rückgang der Abschreibungen vom GJ 2024 auf das GJ 2025 ist bspw. auf erhöhte Abschreibungen der selbsterstellten Software im GJ 2024 aufgrund der strategischen Neuausrichtung von XING und dadurch nicht mehr benötigter Plattformmodule zurückzuführen. Der leichte Anstieg der geplanten Abschreibungen zwischen GJ 2027 und GJ 2029 liegt in den steigend geplanten Vermögenswerten aus Mietverhältnissen sowie steigenden Sachanlagen begründet. Weiterhin plant die NWSE einen Anstieg der Abschreibungen auf selbsterstellte Software, was mit den steigenden aktivierten Eigenleistungen im Einklang steht. Den Abschreibungen stehen geplante Investitionen von 19,3 Mio. EUR im GJ 2025 gegenüber, die sich auf 28,6 Mio. EUR im GJ 2029 erhöhen. Die Investitionen setzen sich aus den Ausgaben für die aktivierte, selbsterstellte Software sowie aus Investitionen in Mietereinbauten und Betriebs- und Geschäftsausstattung zusammen.

212. Das **EBIT** betrug im GJ 2024 -11,6 Mio. EUR bzw. unter Berücksichtigung der Bereinigungen 24,2 Mio. EUR. Aufgrund der oben beschriebenen Entwicklungen erwartet die Gesellschaft über den Detailplanungszeitraum ein kontinuierlich ansteigendes EBIT auf 77,9 Mio. EUR im GJ 2029. Dies entspricht einer deutlichen Verbesserung der bereinigten EBIT-Marge von 9,3% (vgl. Tz. 138) im GJ 2024 auf 21,0% im GJ 2029.
213. Ein Vergleich mit den EBIT-Margen der Peer Group verdeutlicht, dass die EBIT-Marge der NWSE (bereinigt) bis zum GJ 2024 oberhalb des Medians der Vergleichsunternehmen lag. Für den betrachteten Prognosezeitraum bewegt sich die EBIT-Marge der NWSE durchgehend unterhalb des Medians der Vergleichsunternehmen, liegt jedoch in deren Bandbreite.

EBIT Marge - NWSE vs. Peer Group



Quelle: NWSE, S&P CIQ, PwC-Analyse.

214. Insgesamt erachten wir die Planung der NWSE als sehr ambitioniert. Zu Beginn des Planungszeitraums wird zwar mit sinkenden Umsatzerlösen gerechnet. Nach Abschluss der Repositionierung von XING, der Einführung neuer Produkte, insbesondere bei kununu, rechnet das Management bereits ab dem GJ 2026 mit einer sich erholenden gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und Wachstumsraten, die (deutlich) oberhalb der Wachstumsraten der Wettbewerber liegen.
215. Auskunftsgemäß ist nach Abschluss des ersten Quartals 2025 der Konzern-Umsatzrückgang per Ende März 2025 (-22%) deutlich größer als der geplante Konzern-Umsatzrückgang für das gesamte GJ 2025 (-9%). Die konsolidierte EBITDA-Marge lag per März 2025 (19%) ebenfalls unterhalb der geplanten EBITDA-Marge für das gesamte GJ 2025 (21%).
216. Nach den Prognosen des IWF ist bis zum GJ 2027 mit nur einem geringen Wachstum und ab dem GJ 2029 auch wieder mit einer Eintrübung der Wachstumsraten zu rechnen (s. hierzu Kapitel D.II.1). Unter Berücksichtigung eines prognostizierten Wachstums von langfristig 0,7% p.a. im Hauptabsatzmarkt der NWSE (Jahr 2030 für Deutschland) ist der Umsatzplanung, welche in den

beiden letzten Planjahren ein Umsatzwachstum von zusammen fast 100 Mio. EUR vorsieht (Wachstumsrate von rd. 16% p.a.) ein (sehr) hoher Ambitioniertheitsgrad zu attestieren.

217. Ein Blick auf die EBIT(DA)-Margenentwicklung zeigt zwar, dass niedrigere Margen geplant wurden als in vergangenen Geschäftsjahren erzielt und diese entweder auf einem vergleichbaren Niveau wie die Margen der Wettbewerber oder leicht unterhalb liegen. Hierbei ist zu beachten, dass die vergangenen Margen in den GJ 2022 und GJ 2023 zum Beispiel durch vergleichsweise geringere Investitionen in Marketingaktivitäten erzielt wurden. Hinzu kommt, dass bei kununu die margenstarken, großen Kunden bereits bedient werden. Die Wachstumsstrategie zum Ausbau und Erhalt der Position als Marktführer sieht daher vor, nun kleinere Unternehmen zu gewinnen, was mit geringeren Margen einhergeht. Um der daraus resultierenden Margenreduktion entgegenzuwirken wird bspw. bei kununu der Fokus auf eCommerce-Vertrieb gelegt und neue Produkte angeboten, die speziell auf kleinere Kunden zugeschnitten sind. Des Weiteren sind die geplanten positiven Auswirkungen der Repositionierung von XING mit erhöhten Unsicherheiten behaftet.

## **2. Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT) in der ewigen Rente**

218. Zur Ableitung des Ergebnisses vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT) für den Zeitraum der ewigen Rente ab dem GJ 2030 haben wir – ausgehend vom Detailplanungszeitraum – die künftige Ertragskraft der NWSE bei angenommener zeitlich unendlicher Unternehmensfortführung geschätzt.
219. Bei dieser Schätzung haben wir die Prognosen über die konjunkturelle Entwicklung in den Hauptabsatzmärkten der NWSE sowie das Ergebnis des Vergleichs der Planung der NWSE mit den prognostizierten Entwicklungen der Wettbewerber herangezogen. Auch unter Berücksichtigung der bis zum Abschluss unserer Arbeiten im ersten Quartal 2025 erreichten Umsätze und Ergebnisse, halten wir die Planung der NWSE für sehr ambitioniert (vgl. Tz. 214 ff.).
220. Die Planung der NWSE sieht ein kontinuierliches Wachstum der Umsätze ab dem GJ 2026 und einen starken Umsatzanstieg mit zweistelligen Wachstumsraten in den entfernteren GJ 2028 und GJ 2029 vor.
221. Die Nachfrage nach den Recruiting-Angeboten ist stark konjunkturabhängig. Das Geschäft von XING ist einem wettbewerbsintensiven Marktumfeld ausgesetzt, Marktanteile wurden in der Vergangenheit deswegen verloren. Der Erfolg der voraussichtlich im GJ 2026 abgeschlossenen Repositionierungsmaßnahmen für XING ist mit großer Unsicherheit verbunden, weil der finanzielle Erfolg daraus im Wesentlichen erst in den entfernteren GJ 2028 und GJ2029 im Plan abgebildet wird.

222. Das geplante Wachstum der NWSE liegt über den prognostizierten Entwicklungen des BIP und der erwarteten Preisentwicklung in den Hauptabsatzmärkten. Die Planung des Umsatzwachstums der NWSE liegt ab dem GJ 2026 über der der Wettbewerber. Konjunkturelle Eintrübungen werden in der Umsatzplanung ab GJ 2026 nicht abgebildet. Das erst in den späteren GJ 2028 und GJ 2029 geplante starke Wachstum ist aufgrund der zeitlichen Entfernung vom Bewertungsstichtag mit einer höheren Unsicherheit verbunden.
223. Vor diesem Hintergrund schätzen wir die Umsatzerlöse ab dem GJ 2030 auf 351,2 Mio. EUR. Dies entspricht dem Durchschnitt der geplanten Umsätze aus den GJ 2028 und GJ 2029 unter Berücksichtigung der nachhaltigen Wachstumsrate von 1,5%.
224. Das EBITDA schätzen wir in Höhe der für das GJ 2029 erwarteten Marge zu den Umsatzerlösen mit 29,0%, welches vor dem Hintergrund der erheblich steigend geplanten EBITDA-Margen im Detailplanungszeitraum ein hohes Anspruchsniveau widerspiegelt.
225. Im Zeitraum der ewigen Rente sind abgenutzte Vermögenswerte durch Reinvestitionen zu ersetzen. Für den Zeitraum der ewigen Rente ist zudem ein eingeschwungener Zustand zu unterstellen. Um den künftigen Marktgegebenheiten zu entsprechen, den technologischen Fortschritt erzielen zu können sowie das Umsatzniveau nachhaltig erreichen zu können, haben wir dementsprechend eine nachhaltige Reinvestition von 29,0 Mio. EUR angesetzt. Die Reinvestition ergibt sich aus der Investition des Vorjahres von 28,6 Mio. EUR erhöht um die Wachstumsrate.

### **3. Netto-Ausschüttungen nach persönlichen Ertragsteuern**

226. Die prognostizierten Ergebnisse vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) haben wir unter Berücksichtigung des Finanzergebnisses, der Unternehmenssteuern und der persönlichen Ertragsteuerbelastung der Anteilseigner der NWSE in erwartete Nettoausschüttungen an die

Anteilseigner überführt. Auf Basis der nachstehend beschriebenen Vorgehensweise und getroffenen Annahmen leiten sich die erwarteten Nettoausschüttungen an die Anteilseigner wie folgt ab.

#### NWSE | Zu diskontierende Nettoausschüttungen

in Mio. EUR	GJ25 Plan	GJ26 Plan	GJ27 Plan	GJ28 Plan	GJ29 Plan	ab GJ30 Ewige Rente
Umsätze	234,9	251,3	275,9	320,8	371,2	351,2
<b>EBITDA</b>	<b>49,4</b>	<b>50,9</b>	<b>58,2</b>	<b>82,8</b>	<b>107,7</b>	<b>101,9</b>
EBITDA-Marge	21,0%	20,2%	21,1%	25,8%	29,0%	29,0%
Abzug von Leasingzahlungen	(8,0)	(4,4)	(5,0)	(5,3)	(5,7)	(5,8)
Abschreibungen	(30,3)	(26,8)	(26,5)	(27,4)	(29,8)	
Bereinigung Abschreibungen um Abschreibungen Leasing	3,7	4,2	4,5	4,8	5,1	
<b>Adjustiertes EBIT</b>	<b>14,8</b>	<b>23,8</b>	<b>31,2</b>	<b>54,8</b>	<b>77,3</b>	<b>96,1</b>
Reinvestition in der ewigen Rente						(29,0)
<b>Adjustiertes EBIT nach Reinvestition in der ewigen Rente</b>	<b>14,8</b>	<b>23,8</b>	<b>31,2</b>	<b>54,8</b>	<b>77,3</b>	<b>67,1</b>
Finanzergebnis	(0,0)	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4
<b>EBT</b>	<b>14,8</b>	<b>23,9</b>	<b>31,4</b>	<b>55,0</b>	<b>77,7</b>	<b>67,5</b>
Unternehmenssteuern	(5,7)	(6,8)	(8,5)	(11,8)	(15,3)	(17,2)
Cashflowrelevante Anpassungen in der ewigen Rente						1,2
<b>Ausschüttungsfähiges Ergebnis</b>	<b>9,1</b>	<b>17,1</b>	<b>22,9</b>	<b>43,2</b>	<b>62,3</b>	<b>51,6</b>
Thesaurierung	(4,5)	(8,6)	(11,4)	(21,6)	(31,2)	(25,8)
<b>Ausschüttung</b>	<b>4,5</b>	<b>8,6</b>	<b>11,4</b>	<b>21,6</b>	<b>31,2</b>	<b>25,8</b>
Persönliche Ertragssteuern	(1,2)	(2,3)	(3,0)	(5,7)	(8,2)	(6,8)
<b>Ausschüttungen (nach Est)</b>	<b>3,3</b>	<b>6,3</b>	<b>8,4</b>	<b>15,9</b>	<b>22,9</b>	<b>19,0</b>
Fiktive Zurechnung der Thesaurierung	4,5	8,6	11,4	21,6	31,2	25,8
Persönliche Ertragssteuer auf fiktive Zurechnung (12,5% zzgl. SolZ)	(0,6)	(1,1)	(1,5)	(2,8)	(4,1)	(3,4)
<b>Zu diskontierende Nettoausschüttung</b>	<b>7,3</b>	<b>13,7</b>	<b>18,3</b>	<b>34,6</b>	<b>50,0</b>	<b>41,4</b>

Quelle: NWSE, PwC-Analyse.

227. Die Planung der NWSE berücksichtigt die Bilanzierung der Leasingverhältnisse im Konzernabschluss nach IFRS 16 (Leasingverhältnisse). In der Planung der NWSE wurden entsprechend Abschreibungen des Nutzungsrechts und Zinsaufwendungen für die Leasingverbindlichkeit geplant.
228. Für den Zweck der Bewertung sehen wir von dieser Bilanzierung ab und ziehen die Leasingausgaben, so wie sie jährlich gezahlt werden, vom Ergebnis (EBITDA) ab. Die in den insgesamt geplanten Abschreibungen berücksichtigten Abschreibungen des Nutzungsrechts addieren wir zum EBITDA hinzu. Im GJ 2025 sind die Leasingausgaben mit 8,0 Mio. EUR im Vergleich zu den folgenden GJ hoch, weil die Leasingrate für die Firmenzentrale, New Work Harbour, im GJ 2025 noch gezahlt wird. Da das Nutzungsrecht für die Firmenzentrale aber bereits per Ende 2024 abgeschlossen wurde, sind die im GJ 2025 geplanten Abschreibungen der übrigen Nutzungsrechte geringer als die zu zahlende Leasingrate.
229. Das konsolidierte Finanzergebnis ist ausgehend vom Vermögensstatus der NWSE zum 31. Dezember 2024 auf Basis einer integrierten Bilanz- und Finanzplanung für die jeweiligen Planjahre abgeleitet worden. Hierin sind die geplanten Investitionen und Abschreibungen sowie die Entwicklung des Nettoumlaufvermögens einbezogen. Des Weiteren wurde die Auskehrung der als Sonderwert angesetzten Überschussliquidität von 80,3 Mio. EUR (liquide Mittel zzgl.

Zinserträgen bis zum Bewertungsstichtag und unter Abzug der geplanten Dividende für das GJ 2024) berücksichtigt. Zinsaufwendungen für Leasingverbindlichkeiten wurden nicht angesetzt, weil die Leasingzahlungen direkt vom EBITDA in Abzug gebracht werden.

230. Die Haben- und Sollzinssätze haben wir im Detailplanungszeitraum auf Grundlage marktüblicher Zinsen mit rund 2,75% (Habenzins) und den kreditspezifischen Sollzinssätzen der Bankdarlehen mit rund 4,04% angesetzt. In der ewigen Rente wurden, basierend auf den marktüblichen Konditionen, dieselben Zinssätze angesetzt.
231. Bei der Bemessung der betrieblichen Ertragsteuern haben wir grundsätzlich die Gewerbesteuer, die Körperschaftsteuer und den Solidaritätszuschlag für das Inland sowie ausländische Ertragsteuern für die Auslandsgesellschaften berücksichtigt. Diese Unternehmenssteuern haben wir unter voller Berücksichtigung der gewerbe- und körperschaftsteuerlichen Verlustvorträge der NWSE angesetzt. Die Berechnung der Gewerbesteuer erfolgte auf Basis des Gewerbesteuerhebesatzes von Hamburg in Höhe von 470%. Die Ermittlung der Körperschaftsteuer erfolgte mit 15,0%. Der Solidaritätszuschlag wurde in Höhe von 5,5% auf die Körperschaftsteuer berechnet. Für die ausländischen Geschäftsaktivitäten wurde der jeweils einschlägige Steuersatz zugrunde gelegt sowie der bestehende Verlustvortrag bei der NWAT entsprechend berücksichtigt. Auf Basis der ausländischen und inländischen Geschäftsaktivitäten der NWSE und unter Berücksichtigung der handelsrechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen haben wir für das GJ 2025 einen rechnerischen Steuersatz von 38,7% in Bezug auf das IFRS-Ergebnis ermittelt. Im Detailplanungszeitraum reduziert sich der rechnerische Steuersatz kontinuierlich auf 19,7% im GJ 2029, wobei insbesondere die Nutzung der steuerlichen Verlustvorträge eine steuerreduzierende Auswirkung entfaltet. Anschließend wurde aufgrund der entfallenden Steuervorteile aus der Nutzung der Verlustvorträge in der ewigen Rente eine höhere durchschnittliche effektive Steuerquote von 25,4% angenommen.
232. Die cashflowrelevanten Anpassungen in der ewigen Rente ergeben sich aus der wachstumsbedingten Veränderung der Nettoverschuldung zum Erhalt der nachhaltigen Kapitalstruktur sowie aus dem nachhaltigen wachstumsbedingten Investitionsbedarf in das Umlaufvermögen. Diese Anpassungen wurden bei der Ableitung der entsprechend zu diskontierenden Beträge in der ewigen Rente berücksichtigt.
233. Im Detailplanungszeitraum wurde für die NWSE eine Ausschüttungsquote von 50,0% angesetzt. Für die Phase der ewigen Rente wurde ebenfalls eine marktübliche Ausschüttungsquote von 50,0% berücksichtigt (vgl. Tz. 156). Die Wertbeiträge aus Thesaurierungen werden dem Anteilseigner in beiden Phasen, d.h. im Detailplanungszeitraum sowie in der Phase der ewigen Rente

fiktiv unmittelbar zugerechnet und führen somit bewertungstechnisch nicht zu Veränderungen des Zinsergebnisses der NWSE.

234. Aufgrund des bestehenden steuerlichen ausschüttbaren Gewinns im Sinne des § 27 Abs. 1 S. 3 KStG wurden bei der Ermittlung des Unternehmenswertes keine steuerfreien Ausschüttungen aus dem steuerlichen Einlagekonto angenommen (§ 27 KStG).
235. Da der Unternehmenswert aus der Sicht der Unternehmenseigner ermittelt wird, ist die Steuerbelastung der Anteilseigner auf die Ausschüttungen aus dem Unternehmen sowie auf die Kursgewinne (fiktiv zugerechnete Thesaurierungsbeträge) zu berücksichtigen. Aus den unterschiedlichen Zufluss- und Realisierungszeitpunkten resultieren unterschiedliche effektive Steuerbelastungen. Die effektive Steuerlast für Zinsen und Dividenden entspricht regelmäßig der nominellen Steuerbelastung. Die effektive Steuerbelastung auf zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen hängt dagegen vom Zeitpunkt der Realisierung der Wertsteigerung ab. Sie reduziert sich mit der zunehmenden Haltedauer eines Wertpapiers durch den Anteilseigner. Anteilseigner werden deshalb bestrebt sein, die effektive Steuerlast auf Kursgewinne durch lange Haltedauern möglichst gering zu halten.
236. Entsprechend den Empfehlungen des IDW sind wir im vorliegenden Bewertungsfall für die Ausschüttungen von einem typisierten persönlichen Steuersatz in Höhe der Abgeltungsteuer von 25,0% zzgl. Solidaritätszuschlag von 5,5% ausgegangen.
237. Thesaurierungen der finanziellen Überschüsse führen zu Wertsteigerungen, die auf Basis der getroffenen Typisierung einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung unterliegen. Diese haben wir mit 13,2% (einschließlich Solidaritätszuschlag) bei der Bemessung der persönlichen Ertragsteuern berücksichtigt.

#### **IV. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes**

##### **1. Allgemeine Vorgehensweise**

238. Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftigen finanziellen Überschüsse mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalisierungszinssatz orientiert sich an der (erwarteten) Rendite einer im Vergleich zum Bewertungsobjekt adäquaten alternativen Kapitalverwendung. Er gibt demnach an, welche Mindestverzinsung aus dem Bewertungsobjekt erzielt werden muss, um nicht schlechter gestellt zu sein als bei einer Anlage in der nächstbesten Alternative. Bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte ist zur Bemessung der Alternativrendite grundsätzlich typisierend von erzielbaren Renditen aus einem Bündel von am Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen (Aktienportfolio) auszugehen und

eine Anpassung an die Risikostruktur des Bewertungsobjekts vorzunehmen. Im Fall der unmittelbaren Typisierung der persönlichen Ertragsteuern sind die zu diskontierenden finanziellen Überschüsse um persönliche Ertragsteuern zu mindern und der Kapitalisierungszinssatz ebenfalls nach Kürzung um persönliche Ertragsteuern anzusetzen.

239. Bei Renditen für Unternehmensanteile wird üblicherweise zwischen den Komponenten Basiszinssatz und Risikozuschlag differenziert.
240. Zusätzlich ist die Möglichkeit des Wachstums der finanziellen Überschüsse nach dem Ende des Planungszeitraumes für die Phase der ewigen Rente zu beurteilen und bewertungstechnisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz zu berücksichtigen.

## 2. Basiszinssatz

241. Für die Ableitung des Basiszinssatzes wurde von der Zinsstrukturkurve für deutsche Staatsanleihen ausgegangen. Die Zinsstrukturkurve am Rentenmarkt bildet den Zusammenhang zwischen Zinssätzen und Laufzeiten ab, wie er für Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko gelten würde. Die Verwendung von aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten fristadäquaten Zerobondfaktoren gewährleistet die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz.
242. Zur Ableitung der maßgeblichen Zinsstrukturkurve werden aus Objektivierungsgründen die von der deutschen Bundesbank verwendete Svensson-Methode sowie veröffentlichte Zinsstrukturdaten zugrunde gelegt. Bei den veröffentlichten Zinsstrukturdaten handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen, d. h. von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen, ermittelt werden.
243. Für die gegebene Struktur der finanziellen Überschüsse haben wir einen barwertäquivalenten einheitlichen Basiszinssatz aus der Zinsstrukturkurve für den Dreimonatszeitraum vor dem Tag der Unterzeichnung dieser Gutachtlichen Stellungnahme abgeleitet (Quelle: Deutsche Bundesbank). Die praxisübliche Dreimonatsdurchschnittsbildung wurde zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen sowie zur Reduzierung möglicher Schätzfehler, insbesondere bei langfristigen Renditen vorgenommen. Unter Berücksichtigung dieses barwertäquivalenten einheitlichen Basiszinssatzes wurde ein gerundeter Basiszinssatz von derzeit 2,75% p.a. vor persönlichen Steuern und somit (unter Berücksichtigung von Abgeltungsteuer von 25,0% zzgl. Solidaritätszuschlag von 5,5%) rund 2,02% p.a. nach persönlichen Steuern abgeleitet.
244. Zu möglichen bewertungsrelevanten Auswirkungen veränderter Zinskonditionen zwischen dem Abschluss unserer Bewertungsarbeiten und dem Tag der beschlussfassenden ordentlichen Hauptversammlung der NWSE (Bewertungstichtag) verweisen wir auf Tz. 327.

### 3. Risikozuschlag

245. Ein unternehmerisches Engagement ist stets mit Risiken und Chancen verbunden. Deshalb können die zukünftigen finanziellen Überschüsse nicht mit Sicherheit prognostiziert werden. Die Übernahme dieser unternehmerischen Unsicherheit (des Unternehmerrisikos) lassen sich Marktteilnehmer durch Risikoprämien (Risikozuschläge) auf den Basiszinssatz vergüten.
246. Da Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlagerisiko) eingehen, ist ein Zuschlag zum Kapitalmarktzins notwendig (Risikozuschlag). Um Risikoäquivalenz mit dem zu diskontierenden Zahlungsstrom herzustellen, muss sich die Ermittlung des Risikozuschlags an der Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens bzw. Bewertungsobjekts orientieren.
247. Zur Bemessung des Risikozuschlags für das Bewertungsobjekt kann entsprechend der Definition der Alternativinvestition auf Modelle zur Preisbildung an Kapitalmärkten zurückgegriffen werden, die ausgehend von der für ein Marktportfolio gegebenen Marktrisikoprämie eine Abschätzung der unternehmensindividuellen Risikoprämie ermöglichen. Entsprechend den berufsständischen Verlautbarungen haben wir zur Bemessung des Risikozuschlags das Tax-CAPM herangezogen.
248. Mehrheitlich und auch in der deutschen Rechtsprechung wird davon ausgegangen, der Risikozuschlag könne mittels des (Tax-)CAPM (Capital Asset Pricing Model) ermittelt werden. Zur Begründung der Maßgeblichkeit dieses kapitalmarkttheoretischen Modells ist insbesondere auszuführen, dass bei der Feststellung des Unternehmenswertes auf Basis des (Tax-)CAPM intersubjektiv nachvollziehbare Grundsätze unter Zugrundelegung von Kapitalmarktdaten Anwendung finden. Ferner gibt es kein anderes Modell, das wie das CAPM die Bewertung risikobehafteter Anlagenmöglichkeiten besser erläutert. Die weiteren in der Literatur diskutierten Modelle sind dem (Tax-)CAPM keinesfalls überlegen, sondern weisen deutliche Schwächen auf, weshalb sie zur Ermittlung des Risikozuschlages nicht herangezogen werden können.
249. Auf der Grundlage des Tax-CAPM erhält man die unternehmensspezifische Risikoprämie durch Multiplikation des Betafaktors des Unternehmens mit der Marktrisikoprämie. Der Betafaktor ist ein Maß für das Unternehmensrisiko im Verhältnis zum Marktrisiko. Ein Betafaktor größer eins bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert, ein Betafaktor kleiner eins, dass der Wert sich im Durchschnitt unterproportional ändert.
250. Die künftig erwartete Marktrisikoprämie lässt sich aus der historischen Differenz zwischen der Rendite risikobehafteter Wertpapiere, beispielsweise auf Basis eines Aktienindex, und den

Renditen (quasi) risikofreier Kapitalmarktanlagen abschätzen. Empirische Untersuchungen für den deutschen Kapitalmarkt zeigen, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit je nach dem zugrunde gelegten Betrachtungszeitraum durchschnittlich 8,0% bis 10,0% an Rendite eingebracht haben.

251. Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft („FAUB“) des IDW diskutiert in seinen Sitzungen regelmäßig die Einflussfaktoren zur Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes und aktualisiert bei nachhaltigen Veränderungen seine Empfehlungen entsprechend. Aufgrund von aktuellen Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien sowie basierend auf Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen implizit ermittelten Marktrisikoprämien kam der FAUB zu dem Ergebnis, dass es sachgerecht ist, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämie ab Oktober 2019 an einer Bandbreite der Marktrisikoprämie nach Einkommensteuern von 5,0% bis 6,5% zu orientieren.
252. Die Bandbreite wurde vom FAUB zwischenzeitlich nochmals in den Jahren 2022 und 2024 bestätigt. Auch die zum Abschluss der Bewertungsarbeiten gegebenen Kapitalmarktrahmenbedingungen unterstützen weiterhin den Ansatz der Marktrisikoprämie in dieser Größenordnung. So weisen selbst langlaufende deutsche Staatsanleihen im Vergleich zur langjährigen Historie vergleichsweise geringe Renditen auf, auch wenn sich diese im Vergleich zu einem sehr kurzfristigen Betrachtungszeitraum wieder erhöht haben. Damit entspricht die Kapitalmarktsituation weiterhin nicht der Konstellation, wie sie im langfristigen Durchschnitt für die Vergangenheit beobachtbar war, sondern weist auf eine erhöhte Risikoaversion der Kapitalmarktteilnehmer hin.
253. Einzelne empirische Beobachtungen zeigen zudem relativ konstante Gesamtrenditeforderungen der Kapitalmarktteilnehmer. Das Ergebnis einer solchen relativ konstanten Gesamtrenditeforderung ist, dass in unsicheren Zeiten gestiegene Marktrisikoprämien beobachtbar sind, die rechnerisch von reduzierten Basiszinssätzen begleitet werden, und umgekehrt. In der Vergangenheit war bei relativ moderaten Schwankungen des Basiszinssatzes der Ansatz einer konstanten, aus historischen Durchschnitten abgeleiteten Marktrisikoprämie grundsätzlich sachgerecht, da aus dieser vereinfachenden Vorgehensweise im Ergebnis relativ stabile Gesamtrenditeforderungen resultierten, die als gesuchte Alternativrenditen herangezogen werden konnten und auch empirisch beobachtbar waren. In der jüngeren Vergangenheit schlugen sich jedoch die krisenbedingt hohen Volatilitäten des Basiszinssatzes immer stärker in den sich rechnerisch bei Ansatz einer konstanten Marktrisikoprämie ergebenden Gesamtrenditeforderungen nieder. Demgegenüber bewegten sich die empirisch beobachtbaren impliziten Gesamtrenditeforderungen der Marktteilnehmer aber in einem engen Korridor, was die Annahme einer langfristig stabilen Gesamtrenditeforderung empirisch stützt. Als Ergebnis ist festzuhalten, dass aufgrund der besonderen Kapitalmarktsituation zum Bewertungsstichtag die frühere vereinfachende Vorgehensweise zur

Ableitung der bewertungsrelevanten Gesamtrenditeforderung als gesuchte Alternativrendite auf der Basis einer konstanten, auf historischen Durchschnitten basierenden Marktrisikoprämie nicht mehr sachgerecht ist, denn sie würde zu einer von empirischen Beobachtungen signifikant abweichenden errechneten Gesamtrenditeforderung führen.

254. In Übereinstimmung mit dieser Betrachtung liegen die impliziten Risikoprämien bei Aktien auch heute noch über dem Vorkrisenniveau der Banken- und Staatsschuldenkrise. Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien sowie auf Prognosen von Finanzanalysten basierende ex-ante Analysen zu impliziten Risikoprämien legen eine Orientierung eher am oberen Ende der Bandbreite historisch gemessener Aktienrenditen bzw. der daraus abgeleiteten Risikoprämien nahe. Aufgrund dessen halten wir eine Marktrisikoprämie für die Bewertung der NWSE nach persönlichen Steuern von 5,75% für sachgerecht. Die abgeleitete Marktrisikoprämie entspricht zudem dem Mittelwert der vom FAUB empfohlenen Bandbreite von Marktrisikoprämien nach persönlichen Steuern.
255. Da die Aktien der NWSE (ohne Antrag und Veranlassung der Gesellschaft) noch im Freiverkehr an der Wertpapierbörse Hamburg gehandelt werden, ist es grundsätzlich möglich, mit Hilfe geeigneter ökonomischer Verfahren den originären Betafaktor der NWSE rechnerisch abzuleiten.
256. Bei der Analyse des originären Betafaktors ist zu beachten, dass der historische Aktienkurs der NWSE durch einen geringen Streubesitz, einen geringen Handel sowie eine vergleichsweise hohe Geld-Brief-Spanne als Anzeichen für die eingeschränkte Liquidität des Handels gekennzeichnet ist.
257. So befinden sich zum Abschluss der Bewertungsarbeiten nur 164.809 von insgesamt 5.620.435 NWSE Aktien nicht im Besitz der Burda Digital. Dies entspricht einem Streubesitz von rd. 2,93%. Die Fungibilität der Aktie an den deutschen Börsenplätzen<sup>14</sup> ist erheblich eingeschränkt; so wurde im vergangenen Fünfjahreszeitraum an den betrachteten Börsenplätzen an nur 706 von insgesamt 1.276 Handelstagen ein Handelsvolumen von über 2.000 Aktien verzeichnet. Im vergangenen Zweijahreszeitraum belief sich die Anzahl an Handelstagen mit Handelsvolumina von über 2.000 Aktien an den deutschen Börsenplätzen auf 246 von insgesamt 508 Handelstagen. Hierbei ist zu beachten, dass der Aktienhandel ab dem 27. August 2024 nur noch am Börsenplatz Hamburg möglich war.

---

<sup>14</sup> XETRA, Tradegate, Börse Frankfurt, Börse Hamburg, Börse Stuttgart, Börse München, Börse Düsseldorf, Börse Berlin, Börse Hannover

258. Die Geld-Brief-Spanne des Aktienkurses der NWSE am Börsenplatz Hamburg lag im arithmetischen Durchschnitt über einen Fünfjahreszeitraum bei rund 1,9% beziehungsweise über einen Zweijahreszeitraum bei rund 2,5%. Demgegenüber weisen die im CDAX gelisteten Aktien eine Geld-Brief-Spanne im 1. Quartil von unter 50 Basispunkten und die im DAX notierten Gesellschaften eine noch deutlich geringere Geld-Brief-Spanne von rd. 10 Basispunkten auf. Diese Beobachtungen lassen darauf schließen, dass die NWSE-Aktie nicht ausreichend liquide und der originäre Betafaktor damit verzerrt ist.
259. Durch den Vollzug des Übernahmeangebots (öffentliches Delisting-Erwerbsangebot) im vergangenen Kalenderjahr 2024 durch Burda Digital und weitere Aktienerwerbe besitzt Burda Digital zum heutigen Tag 97,07% der Aktien an der NWSE. Der geringe Streubesitz und das öffentliche Delisting-Erwerbsangebot sowie die damit einhergehende Entkoppelung vom Marktgeschehen und nicht auszuschließende Kapitalmarktspekulationen führen zu einer Verzerrung des historischen Aktienkurses der NWSE.
260. Der originäre Betafaktor der NWSE, der bei einer rein mathematischen Ableitung im Durchschnitt über mehrere Regressionszeiträume (fünf/zwei Jahre) und Intervalle (monatlich/wöchentlich) bzw. bei Regression gegen unterschiedliche Indizes (MSCI World/CDAX) unter Berücksichtigung der Kapitalstruktur in einer Bandbreite zwischen 0,16 und 1,27 (verschuldeter Betafaktor) liegt, ist offensichtlich nicht stabil und verzerrt. Auch angesichts der vorliegenden Daten zum Streubesitz, zum Handelsvolumen und zur Geld-Brief-Spanne kann der originäre Betafaktor der NWSE demnach nicht als aussagekräftig und unverzerrt aufgefasst werden.
261. Vor diesem Hintergrund haben wir im Rahmen der vorliegenden Unternehmensbewertung den originären Betafaktor der NWSE nicht berücksichtigt und stattdessen einen Betafaktor auf Basis einer Gruppe börsennotierter Vergleichsunternehmen („**Peer Group**“) ermittelt.
262. Bezüglich der Auswahl der Gruppe von Vergleichsunternehmen bietet sich grundsätzlich ein Vergleich mit Unternehmen der gleichen Branche oder einer ähnlichen Produktstruktur und eines ähnlichen Marktumfeldes an. In Einzelfällen bieten sich auch Vergleichsunternehmen in indirekt vergleichbaren Produkt- und Marktsegmenten an, sofern die wesentlichen wertrelevanten Merkmale übereinstimmen. Eine absolute Deckungsgleichheit der Unternehmen ist weder möglich noch erforderlich. Jedoch sollten die künftigen Einzahlungsüberschüsse der als vergleichbar ausgewählten Unternehmen und des zu bewertenden Unternehmens einem weitgehend übereinstimmenden operativen Risiko unterliegen.
263. Für die Ermittlung der Gruppe von Vergleichsunternehmen haben wir zunächst ein Screening zur Identifikation von Unternehmen durchgeführt, die auf Basis ihres Geschäftsmodells mit der NWSE vergleichbar sind („**Long List**“). Hierzu haben wir auf die Datenbank Capital IQ („**S&P**

CIQ“) des Informationsdienstleisters Standard & Poor's Global Inc., New York, NY, USA („S&P“) zurückgegriffen.

264. Das Screening der Vergleichsunternehmen haben wir auf Basis von Kriterien wie der Industrieklassifizierung, der Unternehmensbeschreibung und der Geschäftstätigkeit durchgeführt.
265. Im Rahmen eines qualitativen Prüf- und Analyseverfahrens haben wir das Geschäftsmodell der einzelnen Unternehmen anhand von Unternehmensbeschreibungen aus Capital IQ und öffentlich verfügbaren Informationen analysiert. Dabei lag der Fokus auf Unternehmen, die im Kern Plattformen für Jobvermittlung, Arbeitgeber- und Arbeitnehmer-Branding oder verwandte Dienstleistungen betreiben. Unternehmen, deren Geschäftsmodell hauptsächlich aus traditionellen, nicht Arbeitsmarkt-spezifischen Social-Media-Diensten bestand, wurden ausgeschlossen. Weiterhin haben wir Unternehmen ausgeschlossen, deren primärer Geschäftsfokus auf Dienstleistungen im Bereich der Arbeitnehmerüberlassung liegt. In die Gruppe der vergleichbaren Unternehmen haben wir auch im Ausland ansässige und notierte Gesellschaften einbezogen. In der Bewertungspraxis ist es weithin üblich und etabliert, dass angesichts der internationalen Verflechtung der Kapitalmärkte auch ausländische Unternehmen in eine Peer Group aufgenommen werden können. Die Unternehmen mit ausreichender Übereinstimmung des Geschäftsmodells mit der NWSE wurden anschließend in eine finale Auswahl („**Short List**“) übernommen.
266. Als weitere Nebenbedingung für die Vergleichsunternehmen wurde zusätzlich die Börsennotierung mit einem ausreichend liquiden Handel berücksichtigt. Auf dieser Basis haben wir die folgenden Vergleichsunternehmen für die Geschäftstätigkeit der NWSE identifiziert:
267. **Careerlink Co., Ltd.**, mit Sitz in Osaka, Japan, ist ein landesweit tätiger Anbieter von Personaldienstleistungen, der sich auf die Online-Personalvermittlung und Vermittlung von Zeitarbeitskräften spezialisiert hat. Das Unternehmen betreibt Plattformen, welche Personal aus verschiedenen Branchen vermitteln und unterstützt sowohl öffentliche Auftraggeber als auch Unternehmen aus dem privaten Sektor. Die Kunden reichen von lokalen KMU bis hin zu insbesondere großen japanischen Konzernen und öffentlichen Einrichtungen. Im GJ 2024 (GJ 2023) erzielte Careerlink Umsatzerlöse von 279,7 Mio. EUR (373,1 Mio. EUR) und ein EBITDA von 22,6 Mio. EUR (55,9 Mio. EUR), was einer EBITDA-Marge von 8,07% (14,98%) entspricht. Das EBIT belief sich auf 20,9 Mio. EUR (54,0 Mio. EUR), entsprechend einer EBIT-Marge von 7,49% (14,48%).
268. **DHI Group** mit Sitz in Centennial, CO, USA, ist ein auf den Technologiebereich spezialisiertes Unternehmen, das datengetriebene Plattformlösungen für das Recruiting und Talentmanagement anbietet. Über ihre beiden Hauptmarken Dice und ClearanceJobs verbindet das Unternehmen Arbeitgeber mit qualifizierten Tech-Fachkräften und unterstützt Unternehmen bei der effizienten Besetzung von IT- und sicherheitskritischen Positionen. Die Plattformen der DHI Group

bieten KI-gestützte Matching-Algorithmen, detaillierte Datenanalysen sowie Tools zur Ansprache und Verwaltung von Kandidaten. Die Kundenbasis besteht primär aus Unternehmen der Technologie-, Verteidigungs-, Finanz- und Beratungsbranche, die hochqualifizierte IT-Spezialisten und sicherheitsüberprüfte Fachkräfte suchen. Im GJ 2024 (GJ 2023) erzielte die DHI Group Umsatzerlöse von 131,2 Mio. EUR (140,5 Mio. EUR) und ein EBITDA von 23,5 Mio. EUR (23,7 Mio. EUR), was einer EBITDA-Marge von 17,90% (16,87%) entspricht. Das EBIT des Unternehmens belief sich auf 6,9 Mio. EUR (8,1 Mio. EUR), entsprechend einer EBIT-Marge von 5,24% (5,73%).

269. **en-japan inc.** mit Sitz in Tokio, Japan, ist ein Anbieter digitaler Rekrutierungslösungen und Personalvermittlungsdienste mit Schwerpunkt auf dem japanischen Markt. Das Unternehmen betreibt mehrere Online-Jobportale, darunter „en Ten“ und „AMBI“, und bietet darüber hinaus Dienstleistungen in den Bereichen Executive Search an. Der Fokus liegt auf der Vermittlung von Fach- und Führungskräften in Festanstellungen. Die Kundenbasis umfasst sowohl kleine und mittlere Unternehmen als auch vermehrt große japanische Konzerne, mit zunehmender Expansion in internationale Märkte. Im GJ 2024 (GJ 2023) erzielte en-japan Umsatzerlöse von 432,1 Mio. EUR (481,0 Mio. EUR) und ein EBITDA von 49,9 Mio. EUR (44,5 Mio. EUR), was einer EBITDA-Marge von 11,54% (9,26%) entspricht. Das EBIT belief sich auf 32,3 Mio. EUR (28,3 Mio. EUR), entsprechend einer EBIT-Marge von 7,47% (5,89%).
270. **Hays plc** mit Hauptsitz in London, Vereinigtes Königreich, ist ein weltweit tätiges Personalberatungsunternehmen, das sich auf die Rekrutierung von Fach- und Führungskräften spezialisiert hat. Das Unternehmen ist in über 30 Ländern aktiv und bietet Dienstleistungen in den Bereichen Festanstellung, temporäre Beschäftigung sowie projektbasierte Vermittlung an. Neben der klassischen Personalvermittlung umfasst das Portfolio auch digitale Rekrutierungsplattformen, Workforce-Solutions und Talent Advisory. Hays ist in spezialisierten Sektoren wie IT, Finanzwesen, Bau, Ingenieurwesen, Gesundheitswesen und Recht tätig. Durch die Kombination aus tiefgehender Branchenkenntnis, lokaler Marktpräsenz und technologiebasierten Lösungen unterstützt Hays sowohl multinationale Konzerne als auch KMU bei der effizienten Besetzung von Positionen. Im GJ 2024 (GJ 2023) erzielte Hays Umsatzerlöse von 8.090,7 Mio. EUR (8.722,1 Mio. EUR) und ein EBITDA von 101,4 Mio. EUR (251,8 Mio. EUR), was einer EBITDA-Marge von 1,25% (2,89%) entspricht. Das EBIT belief sich auf 77,8 Mio. EUR (227,7 Mio. EUR), entsprechend einer EBIT-Marge von 0,96% (2,61%).
271. **JAC Recruitment Co., Ltd.** mit Sitz in Tokio, Japan, ist ein international tätiges Personalvermittlungsunternehmen, das sich auf die direkte Vermittlung von hochqualifizierten Fach- und Führungskräften spezialisiert hat. Das Unternehmen betreibt Online-Plattformen in Japan und Südostasien und richtet sich insbesondere an multinationale Unternehmen sowie an japanische

Firmen mit internationaler Ausrichtung. JAC Recruitment konzentriert sich auf die Besetzung von Positionen im mittleren und oberen Management in Bereichen wie Finanzwesen, IT, Technik, Vertrieb, Marketing und Pharma. Im GJ 2024 (GJ 2023) erzielte JAC Recruitment Umsatzerlöse von 239,2 Mio. EUR (227,4 Mio. EUR) und ein EBITDA von 59,6 Mio. EUR (58,5 Mio. EUR), was einer EBITDA-Marge von 24,91% (25,74%) entspricht. Das EBIT belief sich auf 55,6 Mio. EUR (54,2 Mio. EUR), entsprechend einer EBIT-Marge von 23,26% (23,83%).

272. **Recruit Holdings Co., Ltd.** mit Hauptsitz in Tokio, Japan, ist ein global tätiges Unternehmen für Online-Stellenmärkte und Personalvermittlung. Das Unternehmen ist in mehr als 60 Ländern aktiv und unterteilt seine Geschäftstätigkeit in drei Hauptsegmente: HR-Technology, Matching & Solutions sowie Staffing. Zu den bekanntesten Marken gehören Indeed und Glassdoor, zwei der weltweit führenden Online-Job- und Arbeitgeberbewertungsplattformen. Recruit Holdings bietet Dienstleistungen entlang der gesamten Wertschöpfungskette im Personalbereich – von der digitalen Jobsuche über die Vermittlung temporärer und permanenter Arbeitskräfte bis hin zu Beratungs- und Softwarelösungen für das Talentmanagement. Die Kundenbasis reicht von Start-ups bis hin zu internationalen Großkonzernen verschiedenster Branchen. Im GJ 2024 (GJ 2023) erzielte Recruit Holdings Umsatzerlöse von 21.818,5 Mio. EUR (24.356,0 Mio. EUR) und ein EBITDA von 3.086,0 Mio. EUR (3.091,9 Mio. EUR), was einer EBITDA-Marge von 14,14% (12,70%) entspricht. Das EBIT belief sich auf 2.859,7 Mio. EUR (2.811,7 Mio. EUR), entsprechend einer EBIT-Marge von 13,11% (11,54%).
273. **SEEK Limited** mit Hauptsitz in Melbourne, Australien, ist ein führender Anbieter digitaler Rekrutierungsplattformen in der Asien-Pazifik-Region und darüber hinaus. Das Unternehmen betreibt Online-Stellenmärkte und HR-Tech-Lösungen in Australien, Neuseeland, Südostasien und Teilen Lateinamerikas. Zu den bekanntesten Plattformen zählen seek.com.au, JobStreet, JobsDB und Catho. SEEK bietet technologiegestützte Lösungen für die Stellensuche, Talentgewinnung und -entwicklung sowie datengestützte Matching-Tools für Unternehmen. Darüber hinaus investiert das Unternehmen in HR-Technologie-Start-ups und betreibt über seine Beteiligungen auch Geschäftsmodelle im Bereich Online-Bildung und Talententwicklung. Die Kundenbasis reicht von kleinen Unternehmen bis hin zu großen multinationalen Konzernen. Im GJ 2024 (GJ 2023) erzielte SEEK Umsatzerlöse von 657,1 Mio. EUR (788,3 Mio. EUR) und ein EBITDA von 192,4 Mio. EUR (267,0 Mio. EUR), was einer EBITDA-Marge von 29,28% (33,87%) entspricht. Das EBIT belief sich auf 181,4 Mio. EUR (257,3 Mio. EUR), entsprechend einer EBIT-Marge von 27,60% (32,64%).
274. In der folgenden Übersicht ist die Ableitung der unverschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen auf Basis monatlicher Renditen über einen fünfjährigen Beobachtungszeitraum sowie

auf Basis wöchentlicher Renditen über einen zweijährigen Beobachtungszeitraum bei Regression gegen lokale Aktienindizes und den globalen MSCI World-Aktienindex dargestellt.

#### Betafaktor der Vergleichsunternehmen - Lokaler Index

2 Jahre wöchentlich / 5 Jahre monatlich

Gesellschaft	Index	2 Jahre wöchentlich				5 Jahre monatlich			
		Datenpunkte	Versch. Betafaktor	EK-Quote	Unversch. Betafaktor	Datenpunkte	Versch. Betafaktor	EK-Quote	Unversch. Betafaktor
Careerlink Co., Ltd.	Nikkei 225 Index	104	0,6	128%	0,8	60	1,2	166%	2,0
DHI Group, Inc.	S&P 500	104	0,7	70%	0,6	60	1,2	80%	1,0
en-japan inc.	Nikkei 225 Index	104	0,5	133%	0,6	60	1,4	134%	1,9
Hays plc	FTSE 350 Index (GBP)	104	1,2	96%	1,2	60	1,6	107%	1,7
JAC Recruitment Co., Ltd.	Nikkei 225 Index	104	0,5	120%	0,6	60	1,3	119%	1,5
Recruit Holdings Co., Ltd.	Nikkei 225 Index	104	1,2	110%	1,3	60	1,5	105%	1,5
SEEK Limited	S&P/ASX All Ordinaries Index	104	1,4	86%	1,3	60	1,6	87%	1,4
<b>Mittelwert</b>			<b>0,9</b>	<b>106%</b>	<b>0,9</b>		<b>1,4</b>	<b>114%</b>	<b>1,6</b>
<b>Median</b>			<b>0,7</b>	<b>110%</b>	<b>0,8</b>		<b>1,4</b>	<b>107%</b>	<b>1,5</b>

#### Betafaktor der Vergleichsunternehmen - Globaler Index

2 Jahre wöchentlich / 5 Jahre monatlich

Gesellschaft	Index	2 Jahre wöchentlich				5 Jahre monatlich			
		Datenpunkte	Versch. Betafaktor	EK-Quote	Unversch. Betafaktor	Datenpunkte	Versch. Betafaktor	EK-Quote	Unversch. Betafaktor
Careerlink Co., Ltd.	MSCI World Index	104	0,7	128%	0,8	60	0,5	166%	0,9
DHI Group, Inc.	MSCI World Index	104	0,9	70%	0,7	60	1,5	80%	1,2
en-japan inc.	MSCI World Index	104	0,6	133%	0,8	60	1,4	134%	1,8
Hays plc	MSCI World Index	104	0,7	96%	0,7	60	1,0	107%	1,1
JAC Recruitment Co., Ltd.	MSCI World Index	104	0,4	120%	0,5	60	1,0	119%	1,2
Recruit Holdings Co., Ltd.	MSCI World Index	104	1,2	110%	1,3	60	1,7	105%	1,8
SEEK Limited	MSCI World Index	104	1,2	86%	1,0	60	1,6	87%	1,5
<b>Mittelwert</b>			<b>0,8</b>	<b>106%</b>	<b>0,8</b>		<b>1,3</b>	<b>114%</b>	<b>1,4</b>
<b>Median</b>			<b>0,7</b>	<b>110%</b>	<b>0,8</b>		<b>1,4</b>	<b>107%</b>	<b>1,2</b>

Quelle: S&P CIQ, PwC Analyse.

275. Unter Berücksichtigung lokaler und globaler Indizes haben wir unverschuldete Betafaktoren durchschnittlich in einer Bandbreite zwischen 0,8 und 1,6 (unter Berücksichtigung von Mittelwert und Median) ermittelt.
276. Auffällig ist, dass die Betafaktoren, die auf Basis wöchentlicher Renditedaten abgeleitet wurden, deutlich niedriger liegen als die Betafaktoren, die sich aus der Regression monatlicher Renditedaten ergeben. Diese wöchentlichen Betafaktoren liegen zudem unter 1,0, was bei einem stark konjunkturabhängigen Geschäftsmodell, wie dem Recruiting-Markt nicht plausibel ist. Aufgrund dieser Verzerrung ist ihre Aussagekraft für die Ableitung des Betafaktors der NWSE eingeschränkt. Unter Berücksichtigung von börsennotierten Unternehmen mit Plattform-Geschäftsmodellen ergeben sich bei Betrachtung der wöchentlichen und monatlichen Betafaktoren Bandbreiten von 1,2 bis 1,6.
277. Bei der Betrachtung aller vier Regressionsmethoden ergibt sich unter Berücksichtigung von Mittelwert und Median ein durchschnittlicher Betafaktor von 1,13. Im Rahmen der Bewertung wurde ein unverschuldeter Betafaktor von abgerundet 1,1 zugrunde gelegt.
278. Den auf diese Weise abgeleiteten unverschuldeten Betafaktor haben wir im Bewertungskalkül an die erwartete künftige Kapitalstruktur der NWSE angepasst (sog. „Relevering“). Die Anpassung

des Betafaktors an die periodenspezifische Kapitalstruktur wurde für die einzelnen Planperioden und für die Phase der ewigen Rente vorgenommen.

#### 4. Wachstumsabschlag

279. Künftiges Wachstum der finanziellen Überschüsse resultiert grundsätzlich aus Thesaurierungen und deren Wiederanlage sowie organisch aus Preis-, Mengen- und Struktureffekten. Im Detailplanungszeitraum sind diese Wachstumspotenziale in den Unternehmensplanungen der NWSE und somit in den prognostizierten finanziellen Überschüssen berücksichtigt. Für die Phase der ewigen Rente ist das thesaurierungsbedingte Wachstum im Wertbeitrag aus Thesaurierung ebenfalls explizit enthalten. Wachstumspotenziale, die über diesen Planungshorizont hinausgehen, werden bewertungstechnisch durch den Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz erfasst.
280. Der Wachstumsabschlag spiegelt dabei im eingeschwungenen, nachhaltigen Zustand der ewigen Rente insbesondere langfristige Entwicklungen wider, die sich aus strukturellen Marktgegebenheiten und unternehmensspezifischen Rahmenbedingungen der NWSE ergeben.
281. Die NWSE sieht sich insbesondere im Kernsegment „HR Solutions & Talent Access“ einem ausgeprägten Wettbewerbsdruck durch international agierende Wettbewerber, vor allem LinkedIn (gehört zur Microsoft Corporation, Redmond, WA, USA) und Recruit Holdings Co. Ltd., Tokio, Japan, gegenüber. Aufgrund der historisch höheren Wachstumsdynamik und Marktanteilsgewinne von Wettbewerbern ist das nachhaltige Preiserhöhungspotenzial der NWSE begrenzt. Gleichzeitig ergibt sich durch die Neuausrichtung des Geschäftsmodells, die stärkere Abgrenzung zu LinkedIn sowie den strukturellen Fachkräftemangel eine nachhaltig positive Wachstumsbasis für die NWSE.
282. Vor dem Hintergrund des beschriebenen Wettbewerbsdrucks, der begrenzten Preissetzungsmöglichkeiten der NWSE und der Marktgegebenheiten im Bereich der digitalen Recruiting-Plattformen sowie unter Berücksichtigung der langfristigen Inflationserwartungen erachten wir einen nachhaltigen Wachstumsabschlag in Höhe von 1,5% (vor persönlichen Steuern) für sachgerecht. Nach persönlichen Steuern beträgt der Wachstumsabschlag rund 1,3%.

## 5. Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes

283. In der folgenden Tabelle sind die für die zu betrachtenden Zeiträume relevanten Kapitalisierungszinssätze zusammenfassend dargestellt, wobei sich Veränderungen des Risikozuschlags aus Veränderungen der Finanzierungsstruktur im Detailplanungszeitraum und in der ewigen Rente ergeben.

### NWSE | Eigenkapitalkosten

	GJ 25 Plan	GJ 26 Plan	GJ 27 Plan	GJ 28 Plan	GJ 29 Plan	ab GJ 30 Ewige Rente
Basiszinssatz	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%
Persönliche Ertragsteuer auf den Basiszinssatz	(0,73%)	(0,73%)	(0,73%)	(0,73%)	(0,73%)	(0,73%)
<b>Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern</b>	<b>2,02%</b>	<b>2,02%</b>	<b>2,02%</b>	<b>2,02%</b>	<b>2,02%</b>	<b>2,02%</b>
Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Unverschuldeter Betafaktor	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Verschuldungsgrad	0,00%	0,04%	(1,11%)	(1,12%)	(1,48%)	(2,41%)
Verschuldeter Betafaktor	1,10	1,10	1,09	1,09	1,08	1,07
<b>Eigenkapitalkosten nach persönlichen Ertragsteuern</b>	<b>8,35%</b>	<b>8,35%</b>	<b>8,28%</b>	<b>8,28%</b>	<b>8,26%</b>	<b>8,20%</b>
Wachstumsabschlag nach Steuern (ewige Rente)						(1,30%)
<b>Eigenkapitalkosten nach persönlichen Ertragsteuern und Wachstumsabschlag</b>	<b>8,35%</b>	<b>8,35%</b>	<b>8,28%</b>	<b>8,28%</b>	<b>8,26%</b>	<b>6,90%</b>

Quelle: PwC-Analyse.

## V. Ertragswert des operativen Geschäfts

284. Falls ein Unternehmen nicht für begrenzte Dauer eingerichtet ist oder aufgrund besonderer Umstände eine begrenzte Dauer angenommen werden muss, wird für Unternehmensbewertungszwecke von einer unbegrenzten Lebensdauer ausgegangen. Dies gilt auch für den Fall, dass der jeweilige Erwerber seine Beteiligung nicht unbegrenzt halten will, da der von ihm beim Verkauf theoretisch erzielbare Preis identisch mit dem Barwert der dann erwarteten Nettoausschüttungen ist.
285. Der Ertragswert des operativen Geschäfts der NWSE ergibt sich aus der Summe der Barwerte der zu kapitalisierenden Dividenden und den künftigen Wertbeiträgen aus Thesaurierung. Für die Ermittlung der Barwerte der Nettoausschüttungen sind die prognostizierten Ergebnisse der GJ 2025 bis GJ 2029 einzeln zu diskontieren. Die Diskontierung erfolgt auf den Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung, den 23. Juni 2025. Für die durchschnittlich entziehbaren

Nettoausschüttungen ab dem GJ 2030 ergibt sich der Barwert nach der Formel der ewigen Rente. Der Barwert der ewigen Rente ist ebenfalls auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren.

### NWSE | Ertragswertermittlung

in Mio. EUR	GJ 25 Plan	GJ 26 Plan	GJ 27 Plan	GJ 28 Plan	GJ 29 Plan	ab GJ 30 Ewige Rente
<b>Zu diskontierende Nettoausschüttung</b>	<b>7,3</b>	<b>13,7</b>	<b>18,3</b>	<b>34,6</b>	<b>50,0</b>	<b>41,4</b>
Eigenkapitalkosten nach persönlichen Ertragsteuern	8,35%	8,35%	8,28%	8,28%	8,26%	6,90%
Barwertfaktor	0,92	0,85	0,79	0,73	0,67	9,73
<b>Barwert der diskontierten Nettoausschüttungen</b>	<b>6,7</b>	<b>11,7</b>	<b>14,4</b>	<b>25,2</b>	<b>33,6</b>	<b>402,6</b>
<b>Ertragswert zum 31.12.2024</b>	<b>494,2</b>					
Aufzinsungsfaktor	1,04					
<b>Ertragswert zum 23.06.2025</b>	<b>513,5</b>					

Quelle: PwC-Analyse.

286. Der Ertragswert der NWSE beträgt zum Bewertungsstichtag 23. Juni 2025 513,5 Mio. EUR.

## VI. Wert der gesondert bewerteten Vermögenswerte

287. Als nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist gemäß dem IDW S 1 i.d.F. 2008 Vermögen gesondert zu berücksichtigen, das frei veräußert werden kann, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird (funktionales Abgrenzungskriterium).
288. Im Rahmen von Gesprächen mit dem Management der NWSE haben wir Bestände an liquiden Mitteln als nicht betriebsnotwendige Überschussliquidität identifiziert. Die überschüssige, operativ nicht benötigte Liquidität der NWSE Gruppe wurde auf Basis der liquiden Mittel zum 31. Dezember 2024 von 92,2 Mio. EUR zzgl. 2,7 Mio. EUR Mietkautionen abgeleitet und um die betriebsnotwendig vorzuhaltende Liquidität von 10,0 Mio. EUR reduziert (vgl. Tz. 176). Die sich ergebende Liquidität von 84,9 Mio. EUR wurde anschließend um Zinsen von 2,75% bis zum Bewertungsstichtag erhöht und durch Abzug der geplanten Dividende für das GJ 2024 auf insgesamt 80,3 Mio. EUR zum Bewertungsstichtag festgelegt.
289. Dieser Betrag wurde zwecks Ermittlung des Unternehmenswertes zu dem Ertragswert der NWSE als Sonderwert hinzuaddiert.
290. Weitere nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände oder Sonderwerte konnten nicht identifiziert werden und liegen somit nicht vor.

## VII. Unternehmenswert auf Ertragswertbasis

291. Unter Berücksichtigung des Ertragswerts des operativen Geschäfts und des Wertes der gesondert angesetzten Vermögenswerte ergibt sich der Unternehmenswert der NWSE und der Wert je Aktie der NWSE zum 23. Juni 2025 wie folgt.

### NWSE | Unternehmenswert zum 23.06.2025

in Mio. EUR

<b>Ertragswert zum Bewertungsstichtag 23.06.2025</b>	<b>513,5</b>
Summe der Sonderwerte	80,3
<b>Unternehmenswert zum 23.06.2025</b>	<b>593,8</b>
Anzahl der Aktien	5.620.435
<b>Wert je Aktie in EUR</b>	<b>105,65</b>

Quelle: PwC-Analyse.

292. Der Unternehmenswert der NWSE beträgt zum Bewertungsstichtag 23. Juni 2025 593,8 Mio. EUR. Dies entspricht bei der Gesamtzahl der NWSE Aktien von 5.620.435 Stück einem Wert je Aktie von 105,65 EUR.

## VIII. Liquidationswert

293. Erweist es sich gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, sämtliche betriebsnotwendigen und nicht betriebsnotwendigen Vermögensteile gesondert zu veräußern, so ist der Bewertung der Liquidationswert zugrunde zu legen, sofern dem nicht rechtliche oder tatsächliche Zwänge entgegenstehen. Zur Überprüfung, ob der Liquidationswert den ermittelten Ertragswert übersteigt, wurde der Liquidationswert der Gesellschaft überschlägig auf Basis der letzten verfügbaren Informationen zur Vermögenslage aus dem Konzernabschluss der NWSE zum 31. Dezember 2024 ermittelt und dem von uns nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert gegenübergestellt.
294. Der Wert des Vermögens wird grundsätzlich vom Absatzmarkt der zu liquidierenden Vermögenswerte bestimmt. Wir haben bei unseren Berechnungen unterstellt, dass das bestehende Anlagevermögen zum Buchwert veräußert werden kann. Zur Ermittlung der Liquidationswerte von Vorräten sowie von Forderungen aus Lieferungen und Leistungen haben wir geringfügige Veräußerungsabschläge auf die Buchwerte zum 31. Dezember 2024 angewandt.
295. Von den auf dieser Grundlage ermittelten Vermögenswerten sind die Unternehmensschulden und Rückstellungen abzuziehen. Diese wurden vereinfachungsbedingt mit ihrem bilanziellen Wert zum 31. Dezember 2024 angesetzt. Zusätzlich sind die durch eine Liquidation entstehenden Kosten, z. B. Abwicklungskosten und Sozialplanaufwendungen, in Abzug zu bringen.

296. Der von uns auf diese Weise überschlägig ermittelte Liquidationswert liegt deutlich unterhalb des Ertragswerts, sodass ihm keine Relevanz für die Unternehmensbewertung der NWSE und der Ableitung des Werts je Aktie zukommt.

## F. Plausibilisierung des Unternehmenswerts auf Basis von Multiplikatoren

### I. Grundsätzliche Vorgehensweise

297. Die Bewertungspraxis kennt vereinfachte Verfahren auf Basis von Multiplikatoren, die zur Plausibilisierung der Ergebnisse der Unternehmensbewertung auf Basis der Ertragswertmethode oder DCF-Methode herangezogen werden können. Hierbei wird der Unternehmenswert anhand eines mit dem Multiplikator bestimmten Vielfachen einer Erfolgsgröße des Bewertungsobjekts abgeschätzt.
298. Geeignete Multiplikatoren können aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen (Peer Group) oder aus vergleichbaren Transaktionen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden. Grundsätzlich ist darauf hinzuweisen, dass in der Regel kein Unternehmen mit einem anderen vollständig vergleichbar ist. Das Ergebnis der Multiplikatorbewertung kann deshalb im Regelfall nur in Form einer Bandbreite möglicher Werte dargestellt werden, in der sich das Bewertungsergebnis wiederfinden sollte. Bei auf Basis von Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist zu beachten, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise in hohem Maß durch die subjektive Interessenlage der Transaktionspartner bestimmt sind. Sie berücksichtigen beispielsweise Synergieeffekte und subjektive Erwartungshaltungen. Insofern ist die Aussagekraft dieses Ansatzes gegenüber aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren für die Plausibilisierung eines objektivierten Unternehmenswerts in der Regel geringer. Dementsprechend haben wir in der folgenden Analyse ausschließlich vergleichbare börsennotierte Unternehmen zugrunde gelegt.
299. Im Rahmen einer vergleichenden Marktbewertung lassen sich Multiplikatoren auf Basis verschiedener Erfolgsgrößen anwenden.
300. *KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis)*: Der sog. Equity Multiplikator stellt auf die Erfolgsgröße nach Abzug aller Aufwendungen (insbesondere auch nach der Bedienung der Fremdkapitalgeber und nach Steuern) für die Ermittlung des Marktwerts des Eigenkapitals ab. Bei Anwendung dieses Multiplikators wird ein vergleichbarer Verschuldungsgrad zwischen dem Bewertungsobjekt und den Vergleichsunternehmen vorausgesetzt.
301. *Enterprise Value/EBIT (Gesamtunternehmenswert zu Ergebnis vor Zinsen und Steuern)*: Dieser Multiplikator gehört zu den Entity Multiplikatoren und dient der Ermittlung des Gesamtunternehmenswerts. Der Gesamtunternehmenswert umfasst den Marktwert des Fremdkapitals sowie den Marktwert des Eigenkapitals. Somit ist das Ergebnis von dem zu ermittelnden

Unternehmenswert (Marktwert des Eigenkapitals) zu unterscheiden. Zugleich stellt der Multiplikator als Ergebnisgröße auf das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) ab und neutralisiert dabei die unterschiedlichen Kapitalstrukturen der Vergleichsunternehmen und des Bewertungsobjekts.

302. *Enterprise Value/EBITDA (Gesamtunternehmenswert zu Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen)*: Dieser Multiplikator gehört ebenfalls zu den Entity Multiplikatoren. Als Ergebnisgröße wird hier auf das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen abgestellt (EBITDA). Der Multiplikator neutralisiert ebenfalls unterschiedliche Kapitalstrukturen, setzt jedoch vergleichbare Ausgaben für abzuschreibendes Anlagevermögen sowie eine vergleichbare Aktivierung von F&E Ausgaben voraus.
303. *Enterprise Value/Umsatz (Gesamtunternehmenswert zu Umsatz)*: Dieser Multiplikator gehört ebenfalls zu den Entity Multiplikatoren. Als Ergebnisgröße werden hierbei die Umsätze herangezogen. Der Multiplikator neutralisiert unterschiedliche Kapitalstrukturen, setzt jedoch insbesondere eine vergleichbare Umsatzrentabilität voraus.
304. Für die Zwecke der vergleichenden Marktbewertung wurden die Vergleichsunternehmen herangezogen, die auch bei der Ermittlung des Betafaktors zugrunde gelegt wurden. Hinsichtlich der Auswahlkriterien verweisen wir auf die Darstellung in Tz. 263 ff.

## II. Ableitung der Multiplikatoren

305. Während bei der Ertragswertmethode die in der Zukunft erwarteten Zahlungsströme explizit in die Berechnung des Unternehmenswertes eingehen, basieren die Multiplikatoren in der Regel jeweils auf einer prognostizierten Umsatz- oder Ertragsgröße eines in der nahen Zukunft liegenden Geschäftsjahres. Die längerfristigen Ertragserwartungen, der charakteristische Ertragsverlauf und das Risiko finden ihren Niederschlag im Multiplikator. Unter bestimmten Prämissen können die Verfahren der Kapitalwertkalküle und der Multiplikatoren ineinander überführt werden.
306. Kritische Faktoren einer vergleichenden Marktbewertung sind die prognostizierten Erfolgsfaktoren und die Auswahl der Vergleichsunternehmen für die Ermittlung der Multiplikatoren.
307. Unter den Vergleichsunternehmen bestehen zum Teil deutliche Unterschiede hinsichtlich der Kapitalstruktur und der in der Zukunft erzielbaren Ergebnismargen. Daher muss im Rahmen der Bewertung mithilfe von Multiplikatoren auf eine geeignete Ertragsgröße (Umsatz, EBITDA, EBIT oder Jahresüberschuss) abgestellt werden.

308. Der Enterprise Value/Umsatz-Multiplikator lässt möglicherweise eine bestehende unterschiedliche Aufwandsstruktur und somit unterschiedliche operative Profitabilität zwischen den Vergleichsunternehmen und dem zu bewertenden Unternehmen unberücksichtigt. Daher ist dieser Multiplikator grundsätzlich nur von eingeschränkter Aussagekraft und wurde von uns nicht zur Plausibilisierung des ermittelten Ertragswerts herangezogen.
309. Die Aussagekraft des KGV wird durch den Verschuldungsgrad beeinflusst. Diese Problematik wird mit der Anwendung von Enterprise Value-Multiplikatoren vermieden. Wir haben daher auf die Anwendung des KGV-Multiplikators verzichtet.
310. Für die Zwecke dieser Analyse haben wir die EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen analysiert. Im Hinblick auf die oben genannten Anwendungsvoraussetzungen messen wir diesen Multiplikatoren die höchste Aussagekraft bei. Dabei haben wir auch berücksichtigt, dass diese Multiplikatoren in der Bewertungspraxis und bei Software- und Technologieunternehmen sehr häufig zur Anwendung kommen.
311. Wir haben als Grundlage für die Ableitung der Multiplikatoren auf die jeweiligen durchschnittlichen EBITDA-Schätzungen und EBIT-Schätzungen der Jahre 2025 bis 2027 für die Vergleichsunternehmen auf Basis von S&P CIQ zusammengetragenen Analystendaten zurückgegriffen. Für spätere Planjahre reduziert sich die Zahl der zur Verfügung stehenden Analystenschätzungen, so dass wir von einem Einbezug in die Bewertung abgesehen haben. Für die Careerlink Co., Ltd. liegen keine Analystenschätzungen vor und für die DHI Group, Inc. liegen lediglich Analystenschätzungen für die GJ 2025 und GJ 2026 vor.
312. Für die Ermittlung des Gesamtunternehmenswerts wurde die Börsenkapitalisierung zuzüglich verzinslichen Fremdkapitals, Netto-Pensionsverpflichtungen und Minderheitsanteilen der Vergleichsunternehmen und abzüglich vorhandener Liquidität zugrunde gelegt.

313. Für die Vergleichsunternehmen ergeben sich folgende EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren:

### NWSE | EBITDA Multiplikatoren

Unternehmen	GJ25	GJ26	GJ27
Careerlink Co., Ltd.			
DHI Group, Inc.	3,2x	3,1x	
en-japan inc.	4,0x	3,5x	3,6x
Hays plc	11,6x	9,5x	6,9x
JAC Recruitment Co., Ltd.	9,8x	8,2x	6,7x
Recruit Holdings Co., Ltd.	15,8x	14,2x	13,1x
SEEK Limited	20,1x	17,1x	14,6x
<b>Median</b>	<b>10,7x</b>	<b>8,8x</b>	<b>6,9x</b>
<b>Mittelwert</b>	<b>10,7x</b>	<b>9,3x</b>	<b>9,0x</b>

Quelle: S&P CIQ, PwC-Analyse.

### NWSE | EBIT Multiplikatoren

Unternehmen	GJ25	GJ26	GJ27
Careerlink Co., Ltd.			
DHI Group, Inc.	22,1x	19,3x	
en-japan inc.	5,7x	4,8x	5,8x
Hays plc	23,2x	16,7x	10,4x
JAC Recruitment Co., Ltd.	10,6x	8,8x	7,0x
Recruit Holdings Co., Ltd.	19,8x	17,7x	17,0x
SEEK Limited	29,6x	24,2x	19,5x
<b>Median</b>	<b>21,0x</b>	<b>17,2x</b>	<b>10,4x</b>
<b>Mittelwert</b>	<b>18,5x</b>	<b>15,3x</b>	<b>11,9x</b>

Quelle: S&P CIQ, PwC-Analyse.

### III. Multiplikatorbewertung

314. Wendet man die Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen auf das für die NWSE geplante EBITDA bzw. EBIT der GJ 2025 bis GJ 2027 an, können die nachfolgenden Unternehmenswerte für die NWSE bestimmt werden.

#### NWSE | EBITDA Multiplikatoren

Bandbreite EBITDA Multiplikatoren	2025	2026	2027
<b>Median</b>	<b>10,7x</b>	<b>8,8x</b>	<b>6,9x</b>
<b>Mittelwert</b>	<b>10,7x</b>	<b>9,3x</b>	<b>9,0x</b>
<b>EBITDA NWSE (€ in Mio.)</b>	49,4	50,9	58,2
<b>€ in Mio.</b>			
<b>Gesamtunternehmenswert NWSE   Median</b>	<b>528,4</b>	<b>448,8</b>	<b>404,1</b>
<b>Gesamtunternehmenswert NWSE   Mittelwert</b>	<b>531,0</b>	<b>471,5</b>	<b>524,4</b>
Sonderwerte	80,3	80,3	80,3
<b>€ in Mio.</b>			
<b>Eigenkapitalwert NWSE   Median</b>	<b>608,8</b>	<b>529,2</b>	<b>484,4</b>
<b>Eigenkapitalwert NWSE   Mittelwert</b>	<b>611,4</b>	<b>551,8</b>	<b>604,8</b>
Anzahl der Aktien (in Mio.)	5,6	5,6	5,6
<b>Aktienpreis (in €)   Median</b>	<b>108,31</b>	<b>94,15</b>	<b>86,19</b>
<b>Aktienpreis   Mittelwert</b>	<b>108,77</b>	<b>98,19</b>	<b>107,60</b>

Quelle: S&P CIQ, PwC-Analyse.

#### NWSE | EBIT Multiplikatoren

Bandbreite EBIT Multiplikatoren	2025	2026	2027
<b>Median</b>	<b>21,0x</b>	<b>17,2x</b>	<b>10,4x</b>
<b>Mittelwert</b>	<b>18,5x</b>	<b>15,3x</b>	<b>11,9x</b>
<b>EBIT NWSE (€ in Mio.)</b>	19,1	24,0	31,7
<b>€ in Mio.</b>			
<b>Gesamtunternehmenswert NWSE   Median</b>	<b>400,7</b>	<b>414,4</b>	<b>330,1</b>
<b>Gesamtunternehmenswert NWSE   Mittelwert</b>	<b>353,6</b>	<b>367,2</b>	<b>377,8</b>
Sonderwerte	80,3	80,3	80,3
<b>€ in Mio.</b>			
<b>Eigenkapitalwert NWSE   Median</b>	<b>481,0</b>	<b>494,7</b>	<b>410,5</b>
<b>Eigenkapitalwert NWSE   Mittelwert</b>	<b>434,0</b>	<b>447,5</b>	<b>458,1</b>
Anzahl der Aktien (in Mio.)	5,6	5,6	5,6
<b>Aktienpreis (in €)   Median</b>	<b>85,58</b>	<b>88,02</b>	<b>73,03</b>
<b>Aktienpreis   Mittelwert</b>	<b>77,22</b>	<b>79,62</b>	<b>81,50</b>

Quelle: S&P CIQ, PwC-Analyse.

315. Mit Blick auf die Ergebnisse der EBITDA-Multiplikatorbewertung für die GJ 2025 bis GJ 2027 lässt sich eine Bandbreite des Gesamtunternehmenswerts der NWSE von 404,1 Mio. EUR bis 531,0 Mio. EUR ableiten. Unter Berücksichtigung der Sonderwerte von 80,3 Mio. EUR ergibt sich eine Bandbreite des Eigenkapitalwerts der NWSE von 484,4 Mio. EUR bis 611,4 Mio. EUR. Dies entspricht einer Bandbreite des Wertes pro Aktie von 86,19 EUR bis 108,77 EUR.
316. Mit Blick auf die Ergebnisse der EBIT-Multiplikatorbewertung für die GJ 2025 bis GJ 2027 lässt sich eine Bandbreite des Gesamtunternehmenswerts der NWSE von 330,1 Mio. EUR bis 414,4 Mio. EUR ableiten. Unter Berücksichtigung der Sonderwerte von 80,3 Mio. EUR ergibt sich eine Bandbreite des Eigenkapitalwerts der NWSE von 410,5 Mio. EUR bis 494,7 Mio. EUR. Dies entspricht einer Bandbreite des Wertes pro Aktie von 73,03 EUR bis 88,02 EUR.
317. Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert der NWSE liegt innerhalb der im Rahmen der EBITDA-Multiplikatorbewertung ermittelten Unternehmenswertbandbreiten und oberhalb der im Rahmen der EBIT-Multiplikatorbewertung ermittelten Unternehmenswertbandbreiten.

## G. Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b AktG

### I. Börsenkurs

318. Die NWSE war - wie bereits in Tz. 144 ff. ausgeführt - von Dezember 2006 bis zu ihrem Delisting am 26. August 2024 im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet, seitdem werden die NWSE-Aktien ohne Antrag und Veranlassung der Gesellschaft nur noch im Freiverkehr an der Wertpapierbörse Hamburg unter der ISIN DE000NWRK013 (WKN NWRK01) gehandelt.
319. Grundsätzlich gilt, dass nach höchstrichterlicher Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG) und des Bundesgerichtshofs (BGH) die Bemessung der Barabfindung nicht ohne Berücksichtigung des Börsenkurses als Untergrenze der Barabfindung erfolgen darf, wenn der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt (Beschluss des BVerfG vom 27. April 1999 - 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 ff.; Beschluss des BGH vom 12. März 2001 - II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 ff.).
320. Die Bemessung der Barabfindung für Aktien an einer börsennotierten Gesellschaft darf nach bislang vorherrschender Meinung (vgl. bereits Tz. 22) grundsätzlich nicht ohne Berücksichtigung des Börsenkurses als Untergrenze der Barabfindung erfolgen. Vorliegend beläuft sich der ermittelte, maßgebliche 3-Monats-Durchschnittskurs der NSWE auf 68,91 EUR (vgl. Tz. 149). Er spielt damit angesichts eines unter Berücksichtigung des Ertragswerts des operativen Geschäfts und des Wertes der gesondert angesetzten Vermögenswerte ermittelten Werts von 105,65 EUR je Aktie (vgl. Tz. 292) keine Rolle.

### II. Ermittlung der angemessenen Barabfindung

321. Zur Ermittlung der Höhe der angemessenen Barabfindung wurde der Unternehmenswert der NWSE zum 23. Juni 2025 von 593,8 Mio. EUR auf die Gesamtzahl der NWSE Aktien von 5.620.435 Stück bezogen. Es ergibt sich ein Wert je Aktie von 105,65 EUR.
322. Der gewichtete 3-Monats-Durchschnittskurs der NWSE in der relevanten Referenzperiode beträgt 68,91 EUR. Dabei liegt dieser Durchschnittskurs unterhalb des auf Basis des Ertragswertverfahrens ermittelten Wert je Aktie.
323. Wie zuvor geschildert, wird in der Literatur teilweise vertreten, dass – angesichts der jüngeren Beschlüsse des BGH (dazu oben Tz. 9) – ein aussagekräftiger Börsenkurs allein maßgeblich sei und keine Untergrenze mehr darstelle. Jedoch ist im vorliegenden Fall seitens des

Hauptaktionärs angedacht, die angemessene Barabfindung auf Basis des höheren Ertragswertes zu bemessen, so dass weitere Analysen zum Börsenkurs nicht erforderlich waren.

324. Die angemessene Barabfindung je Aktie der NWSE beträgt demnach 105,65 EUR und basiert auf dem Ertragswert der NWSE.
325. Der Ermittlung der Abfindung nach dem Ertragswertverfahren liegen die uns bis zum Abschluss der Bewertungsarbeiten zur Verfügung gestellten Informationen zugrunde. Sollten Ereignisse zwischen dem Abschluss unserer Bewertungsarbeiten und dem Tag der ordentlichen Hauptversammlung am 23. Juni 2025 eintreten, die einen Einfluss auf die Höhe der Abfindung haben, sind die Werte entsprechend anzupassen.
326. Aufgrund der derzeit dynamischen Entwicklung der wirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen und der damit verbundenen Auswirkungen auf die Zinsstruktur können wir zum Abschluss unserer Bewertungsarbeiten nicht ausschließen, dass zum Tag der beschlussfassenden ordentlichen Hauptversammlung, der der Stichtag für die Bewertung ist, die Verwendung eines abweichenden Basiszinssatzes nach den anzuwendenden Bewertungsgrundsätzen erforderlich ist. Infolge dieser Unsicherheiten stellen wir im Folgenden neben dem Ergebnis, wie es sich zum Abschluss unserer Bewertungsarbeiten ergibt, eine Szenario-Betrachtung dar, die alternativ die Auswirkung von Basiszinssätzen in einer Bandbreite zwischen -0,5% und +0,5% berücksichtigt. Dabei wurde vereinfachend unterstellt, dass alle sonstigen Bewertungsparameter und -vorgehensweisen unverändert bleiben.
327. Die nachstehende Tabelle zeigt die auf dieser Grundlage ermittelten Unternehmenswerte je Aktie im Überblick:

#### NWSE | Sensitivierung des Unternehmenswerts

in Mio. EUR	Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern				
	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%
Unternehmenswert zum 23.06.2025	623,9	608,4	<b>593,8</b>	579,9	566,7
Unternehmenswert je Aktie in EUR	111,00	108,25	<b>105,65</b>	103,18	100,83

Quelle: PwC-Analyse.

## H. Ergebniszusammenfassung

328. Die Burda Digital SE, München („**Burda Digital**“ oder „**Hauptaktionärin**“), hat uns, die PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main („**PwC**“), mit Schreiben vom 20. Februar 2025 beauftragt, eine gutachtliche Stellungnahme zum objektivierten Unternehmenswert der NWSE mit Sitz in Hamburg („**NWSE**“ oder „**Gesellschaft**“) sowie zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b AktG zu erstatten. Bewertungsanlass ist die geplante Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NWSE auf die Burda Digital gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG.
329. Der Beschluss über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre soll auf der ordentlichen Hauptversammlung der NWSE am 23. Juni 2025 gefasst werden. Dieser Tag ist der Bewertungsstichtag.
330. Vor diesem Hintergrund haben wir – neben dem volumengewichteten Durchschnitts-Börsenkurs der NSWE-Aktie im maßgeblichen dreimonatigen Referenzzeitraum – den Ertragswert der NWSE unter Beachtung des IDW Standards „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008)“ des IDW ermittelt. Im Rahmen dieser Wertermittlung haben wir gesondert berücksichtigte Vermögenswerte zusätzlich zum Ertragswert erfasst. Den auf diese Weise ermittelten Unternehmenswert haben wir anhand einer Multiplikatormethode plausibilisiert. Weiterhin haben wir den volumengewichteten Dreimonatsdurchschnittskurs der NWSE-Aktie gegenübergestellt. Unserer Wertermittlung liegt daher die erläuterte prognoseorientierte Ertragswertmethode zugrunde. Basis unserer Berechnungen war die Planungsrechnung der NWSE für die Detailplanungsphase für die GJ 2025 bis GJ 2029. Aus den uns vorliegenden Prognosedaten sowie einer nachhaltigen Ertragskraft in der Phase der ewigen Rente, d.h. für die Geschäftsjahre ab 2030, haben wir die zu erwartenden Nettoausschüttungen abgeleitet.
331. Die Nettoausschüttungen sind mit einem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag, den 23. Juni 2025, zu diskontieren. Zur Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes haben wir einen Basiszinssatz von 2,75% vor persönlichen Steuern (d.h. 2,02% nach persönlichen Steuern), eine Nach-Steuer-Marktrisikoprämie von 5,75% sowie einen periodenspezifischen, in Anlehnung an die Kapitalstruktur sich verändernden Betafaktor von 1,1 (unverschuldet) verwendet.
332. Unter Berücksichtigung der vorgenannten Prämissen ergeben sich für die GJ 2025 bis GJ 2029 periodenspezifische Kapitalisierungszinssätze nach persönlichen Steuern zwischen rd. 8,26% und 8,35%. Für die Phase der ewigen Rente ab dem GJ 2030, für die wir ein langfristig erzielbares Wachstum der Nettoausschüttungen von 1,50% (vor persönlichen Steuern) angenommen haben, wurden die erwarteten Nettoausschüttungen mit einem Kapitalisierungszinssatz nach Wachstumsabschlag und nach persönlichen Steuern von rd. 6,90% diskontiert.

333. Auf Basis der dargestellten Annahmen und unter Beachtung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen des Standards IDW S 1 i. d. F. 2008 haben wir einen Unternehmenswert der NWSE zum 23. Juni 2025 von 593,8 Mio. EUR ermittelt. Auf Basis der Anzahl von 5.620.435 NWSE-Aktien ergibt sich ein Unternehmenswert je Aktie von 105,65 EUR.
334. Der Liquidationswert liegt unterhalb des Ertragswerts und ist somit für die Bewertung der NWSE nicht relevant. Die Marktbewertung führt zu keinem höheren Ergebnis als die Ertragswertberechnung.
335. Weiterhin haben wir den so ermittelten Unternehmenswert je NWSE-Aktie mit dem volumengewichteten Durchschnitts-Börsenkurs der NWSE im maßgeblichen dreimonatigen Referenzzeitraum verglichen. Dieser stellt nach bislang vorherrschender Meinung die Untergrenze der angemessenen Abfindung dar, wenn er den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Der Dreimonatsdurchschnittskurs der NWSE bis einschließlich 18. Februar 2025 – dem letzten Tag vor Bekanntgabe des Squeeze-Out-Verlangens – beträgt 68,91 EUR und liegt damit unterhalb dem auf Basis des Ertragswertverfahrens ermittelten Wert je Aktie. In der Literatur wird teilweise vertreten, dass – angesichts der jüngeren Beschlüsse des BGH – ein aussagekräftiger Börsenkurs allein maßgeblich sei und keine Untergrenze mehr darstelle. Jedoch ist im vorliegenden Fall seitens des Hauptaktionärs angedacht, die angemessene Barabfindung auf Basis des höheren Ertragswertes zu bemessen, so dass weitere Analysen zum Börsenkurs nicht erforderlich waren.
336. Die angemessene Barabfindung je Aktie der NWSE beträgt demnach 105,65 EUR.
337. Der Ermittlung der angemessenen Barabfindung nach dem Ertragswertverfahren liegen die uns bis zum Ende der Bewertungsarbeiten zur Verfügung gestellten Informationen zugrunde. Sollten Ereignisse zwischen dem Abschluss unserer Bewertungsarbeiten und dem Tag der ordentlichen Hauptversammlung eintreten, die einen Einfluss auf die Höhe der Barabfindung haben, sind die Werte entsprechend anzupassen.
338. Besondere Schwierigkeiten im Sinne des § 293e Abs. 1 Satz 2 Nr. 3 AktG i.V.m. § 327c Abs. 2 AktG haben sich bei der Bewertung nicht ergeben.

339. Wir haben diese gutachtliche Stellungnahme auf der Grundlage der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen sowie der uns erteilten Auskünfte und der Ergebnisse eigener Untersuchungen erstellt.
340. Wir erstatten diese gutachtliche Stellungnahme nach bestem Wissen und Gewissen unter Bezugnahme auf die Grundsätze, wie sie in den §§ 2 und 43 der Wirtschaftsprüferordnung niedergelegt sind.
341. Frankfurt am Main, den 5. Mai 2025

**PricewaterhouseCoopers GmbH**  
**Wirtschaftsprüfungsgesellschaft**



André Menze



Dr. Steve Janner

# Allgemeine Auftragsbedingungen

## für

### Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2024

#### 1. Geltungsbereich

(1) Die Auftragsbedingungen gelten für Verträge zwischen Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfern oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften (im Nachstehenden zusammenfassend „Wirtschaftsprüfer“ genannt) und ihren Auftraggebern über Prüfungen, Steuerberatung, Beratungen in wirtschaftlichen Angelegenheiten und sonstige Aufträge, soweit nicht etwas anderes ausdrücklich in Textform vereinbart oder gesetzlich zwingend vorgeschrieben ist.

(2) Dritte können nur dann Ansprüche aus dem Vertrag zwischen Wirtschaftsprüfer und Auftraggeber herleiten, wenn dies vereinbart ist oder sich aus zwingenden gesetzlichen Regelungen ergibt. Im Hinblick auf solche Ansprüche gelten diese Auftragsbedingungen auch diesen Dritten gegenüber. Einreden und Einwendungen aus dem Vertragsverhältnis mit dem Auftraggeber stehen dem Wirtschaftsprüfer auch gegenüber Dritten zu.

#### 2. Umfang und Ausführung des Auftrags

(1) Gegenstand des Auftrags ist die vereinbarte Leistung, nicht ein bestimmter wirtschaftlicher Erfolg. Der Auftrag wird nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Berufsausübung ausgeführt. Der Wirtschaftsprüfer übernimmt im Zusammenhang mit seinen Leistungen keine Aufgaben der Geschäftsführung. Der Wirtschaftsprüfer ist für die Nutzung oder Umsetzung der Ergebnisse seiner Leistungen nicht verantwortlich. Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sich zur Durchführung des Auftrags sachverständiger Personen zu bedienen.

(2) Die Berücksichtigung ausländischen Rechts bedarf – außer bei betriebswirtschaftlichen Prüfungen – der ausdrücklichen Vereinbarung in Textform.

(3) Ändert sich die Sach- oder Rechtslage nach Abgabe der abschließenden beruflichen Äußerung, so ist der Wirtschaftsprüfer nicht verpflichtet, den Auftraggeber auf Änderungen oder sich daraus ergebende Folgerungen hinzuweisen.

#### 3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

(1) Der Auftraggeber hat dafür zu sorgen, dass dem Wirtschaftsprüfer alle für die Ausführung des Auftrags notwendigen Unterlagen und weiteren Informationen rechtzeitig übermittelt werden und ihm von allen Vorgängen und Umständen Kenntnis gegeben wird, die für die Ausführung des Auftrags von Bedeutung sein können. Dies gilt auch für die Unterlagen und weiteren Informationen, Vorgänge und Umstände, die erst während der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers bekannt werden. Der Auftraggeber wird dem Wirtschaftsprüfer geeignete Auskunftspersonen benennen.

(2) Auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers hat der Auftraggeber die Vollständigkeit der vorgelegten Unterlagen und der weiteren Informationen sowie der gegebenen Auskünfte und Erklärungen in einer vom Wirtschaftsprüfer formulierten Erklärung in gesetzlicher Schriftform oder einer sonstigen vom Wirtschaftsprüfer bestimmten Form zu bestätigen.

#### 4. Sicherung der Unabhängigkeit

(1) Der Auftraggeber hat alles zu unterlassen, was die Unabhängigkeit der Mitarbeiter des Wirtschaftsprüfers gefährdet. Dies gilt für die Dauer des Auftragsverhältnisses insbesondere für Angebote auf Anstellung oder Übernahme von Organfunktionen und für Angebote, Aufträge auf eigene Rechnung zu übernehmen.

(2) Sollte die Durchführung des Auftrags die Unabhängigkeit des Wirtschaftsprüfers, die der mit ihm verbundenen Unternehmen, seiner Netzwerkkonzerne oder solcher mit ihm assoziierten Unternehmen, auf die die Unabhängigkeitsvorschriften in gleicher Weise Anwendung finden wie auf den Wirtschaftsprüfer, in anderen Auftragsverhältnissen beeinträchtigen, ist der Wirtschaftsprüfer zur außerordentlichen Kündigung des Auftrags berechtigt.

#### 5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Soweit der Wirtschaftsprüfer Ergebnisse im Rahmen der Bearbeitung des Auftrags in gesetzlicher Schriftform oder Textform darzustellen hat, ist allein diese Darstellung maßgebend. Entwürfe solcher Darstellungen sind

unverbindlich. Sofern nicht anders gesetzlich vorgesehen oder vertraglich vereinbart, sind mündliche Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers nur dann verbindlich, wenn sie in Textform bestätigt werden. Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrags sind stets unverbindlich.

#### 6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

(1) Die Weitergabe beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers (Arbeitsergebnisse oder Auszüge von Arbeitsergebnissen – sei es im Entwurf oder in der Endfassung) oder die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber an einen Dritten bedarf der in Textform erteilten Zustimmung des Wirtschaftsprüfers, es sei denn, der Auftraggeber ist zur Weitergabe oder Information aufgrund eines Gesetzes oder einer behördlichen Anordnung verpflichtet.

(2) Die Verwendung beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers und die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber zu Werbezwecken durch den Auftraggeber sind unzulässig.

#### 7. Mängelbeseitigung

(1) Bei etwaigen Mängeln hat der Auftraggeber Anspruch auf Nacherfüllung durch den Wirtschaftsprüfer. Nur bei Fehlschlagen, Unterlassen bzw. unberechtigter Verweigerung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung kann er die Vergütung mindern oder vom Vertrag zurücktreten; ist der Auftrag nicht von einem Verbraucher erteilt worden, so kann der Auftraggeber wegen eines Mangels nur dann vom Vertrag zurücktreten, wenn die erbrachte Leistung wegen Fehlschlagens, Unterlassung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung für ihn ohne Interesse ist. Soweit darüber hinaus Schadensersatzansprüche bestehen, gilt Nr. 9.

(2) Ein Nacherfüllungsanspruch aus Abs. 1 muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Nacherfüllungsansprüche nach Abs. 1, die nicht auf einer vorsätzlichen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.

(3) Offenbare Unrichtigkeiten, wie z.B. Schreibfehler, Rechenfehler und formelle Mängel, die in einer beruflichen Äußerung (Bericht, Gutachten und dgl.) des Wirtschaftsprüfers enthalten sind, können jederzeit vom Wirtschaftsprüfer auch Dritten gegenüber berichtigt werden. Unrichtigkeiten, die geeignet sind, in der beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers enthaltene Ergebnisse infrage zu stellen, berechtigen diesen, die Äußerung auch Dritten gegenüber zurückzunehmen. In den vorgenannten Fällen ist der Auftraggeber vom Wirtschaftsprüfer tunlichst vorher zu hören.

#### 8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist nach Maßgabe der Gesetze (§ 323 Abs. 1 HGB, § 43 WPO, § 203 StGB) verpflichtet, über Tatsachen und Umstände, die ihm bei seiner Berufstätigkeit anvertraut oder bekannt werden, Stillschweigen zu bewahren, es sei denn, dass der Auftraggeber ihn von dieser Schweigepflicht entbindet.

(2) Der Wirtschaftsprüfer wird bei der Verarbeitung von personenbezogenen Daten die nationalen und europarechtlichen Regelungen zum Datenschutz beachten.

#### 9. Haftung

(1) Für gesetzlich vorgeschriebene Leistungen des Wirtschaftsprüfers, insbesondere Prüfungen, gelten die jeweils anzuwendenden gesetzlichen Haftungsbeschränkungen, insbesondere die Haftungsbeschränkung des § 323 Abs. 2 HGB.

(2) Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist der Anspruch des Auftraggebers aus dem zwischen ihm und dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis auf Ersatz eines fahrlässig verursachten Schadens, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt. Gleiches gilt für Ansprüche, die Dritte aus oder im Zusammenhang mit dem Vertragsverhältnis gegenüber dem Wirtschaftsprüfer geltend machen.

(3) Leiten mehrere Anspruchsteller aus dem mit dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis Ansprüche aus einer fahrlässigen Pflichtverletzung des Wirtschaftsprüfers her, gilt der in Abs. 2 genannte Höchstbetrag für die betreffenden Ansprüche aller Anspruchsteller insgesamt.

(4) Der Höchstbetrag nach Abs. 2 bezieht sich auf einen einzelnen Schadensfall. Ein einzelner Schadensfall ist auch bezüglich eines aus mehreren Pflichtverletzungen stammenden einheitlichen Schadens gegeben. Der einzelne Schadensfall umfasst sämtliche Folgen einer Pflichtverletzung ohne Rücksicht darauf, ob Schäden in einem oder in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren entstanden sind. Dabei gilt mehrfaches auf gleicher oder gleichartiger Fehlerquelle beruhendes Tun oder Unterlassen als einheitliche Pflichtverletzung, wenn die betreffenden Angelegenheiten miteinander in rechtlichem oder wirtschaftlichem Zusammenhang stehen. In diesem Fall kann der Wirtschaftsprüfer nur bis zur Höhe von 5 Mio. € in Anspruch genommen werden.

(5) Ein Schadensersatzanspruch erlischt, wenn nicht innerhalb von sechs Monaten nach der in Textform erklärten Ablehnung der Ersatzleistung Klage erhoben wird und der Auftraggeber auf diese Folge hingewiesen wurde. Dies gilt nicht für Schadensersatzansprüche, die auf vorsätzliches Verhalten zurückzuführen sind, sowie bei einer schuldhaften Verletzung von Leben, Körper oder Gesundheit sowie bei Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen. Das Recht, die Einrede der Verjährung geltend zu machen, bleibt unberührt.

(6) § 323 HGB bleibt von den Regelungen in Abs. 2 bis 5 unberührt.

#### 10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

(1) Ändert der Auftraggeber nachträglich den durch den Wirtschaftsprüfer geprüften und mit einem Bestätigungsvermerk versehenen Abschluss oder Lagebericht, darf er diesen Bestätigungsvermerk nicht weiterverwenden.

Hat der Wirtschaftsprüfer einen Bestätigungsvermerk nicht erteilt, so ist ein Hinweis auf die durch den Wirtschaftsprüfer durchgeführte Prüfung im Lagebericht oder an anderer für die Öffentlichkeit bestimmter Stelle nur mit in gesetzlicher Schriftform erteilter Einwilligung des Wirtschaftsprüfers und mit dem von ihm genehmigten Wortlaut zulässig.

(2) Widerruft der Wirtschaftsprüfer den Bestätigungsvermerk, so darf der Bestätigungsvermerk nicht weiterverwendet werden. Hat der Auftraggeber den Bestätigungsvermerk bereits verwendet, so hat er auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers den Widerruf bekanntzugeben.

(3) Der Auftraggeber hat Anspruch auf fünf Berichtsausfertigungen. Weitere Ausfertigungen werden besonders in Rechnung gestellt.

#### 11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sowohl bei der Beratung in steuerlichen Einzelfragen als auch im Falle der Dauerberatung die vom Auftraggeber genannten Tatsachen, insbesondere Zahlenangaben, als richtig und vollständig zugrunde zu legen; dies gilt auch für Buchführungsaufträge. Er hat jedoch den Auftraggeber auf von ihm festgestellte wesentliche Unrichtigkeiten hinzuweisen.

(2) Der Steuerberatungsauftrag umfasst nicht die zur Wahrung von Fristen erforderlichen Handlungen, es sei denn, dass der Wirtschaftsprüfer hierzu ausdrücklich den Auftrag übernommen hat. In diesem Fall hat der Auftraggeber dem Wirtschaftsprüfer alle für die Wahrung von Fristen wesentlichen Unterlagen, insbesondere Steuerbescheide, so rechtzeitig vorzulegen, dass dem Wirtschaftsprüfer eine angemessene Bearbeitungszeit zur Verfügung steht.

(3) Mangels einer anderweitigen Vereinbarung in Textform umfasst die laufende Steuerberatung folgende, in die Vertragsdauer fallenden Tätigkeiten:

- Ausarbeitung und elektronische Übermittlung der Jahressteuererklärungen, einschließlich E-Bilanzen, für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschlüsse und sonstiger für die Besteuerung erforderlichen Aufstellungen und Nachweise
- Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern
- Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden
- Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern
- Mitwirkung in Einspruchs- und Beschwerdeverfahren hinsichtlich der unter a) genannten Steuern.

Der Wirtschaftsprüfer berücksichtigt bei den vorgenannten Aufgaben die wesentliche veröffentlichte Rechtsprechung und Verwaltungsauffassung.

(4) Erhält der Wirtschaftsprüfer für die laufende Steuerberatung ein Pauschalhonorar, so sind mangels anderweitiger Vereinbarungen in Textform die unter Abs. 3 Buchst. d) und e) genannten Tätigkeiten gesondert zu honorieren.

(5) Sofern der Wirtschaftsprüfer auch Steuerberater ist und die Steuerberatervergütungsverordnung für die Bemessung der Vergütung anzuwenden ist, kann eine höhere oder niedrigere als die gesetzliche Vergütung in Textform vereinbart werden.

(6) Die Bearbeitung besonderer Einzelfragen der Einkommensteuer, Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer und Einheitsbewertung sowie aller Fragen der Umsatzsteuer, Lohnsteuer, sonstigen Steuern und Abgaben erfolgt auf Grund eines besonderen Auftrags. Dies gilt auch für

- die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z.B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer und Grunderwerbsteuer,
- die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen, die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen und
- die Unterstützung bei der Erfüllung von Anzeige- und Dokumentationspflichten.

(7) Soweit auch die Ausarbeitung der Umsatzsteuerjahreserklärung als zusätzliche Tätigkeit übernommen wird, gehört dazu nicht die Überprüfung etwaiger besonderer buchmäßiger Voraussetzungen sowie die Frage, ob alle in Betracht kommenden umsatzsteuerrechtlichen Vergünstigungen wahrgenommen worden sind. Eine Gewähr für die vollständige Erfassung der Unterlagen zur Geltendmachung des Vorsteuerabzugs wird nicht übernommen.

#### 12. Elektronische Kommunikation

Die Kommunikation zwischen dem Wirtschaftsprüfer und dem Auftraggeber kann auch per E-Mail erfolgen. Soweit der Auftraggeber eine Kommunikation per E-Mail nicht wünscht oder besondere Sicherheitsanforderungen stellt, wie etwa die Verschlüsselung von E-Mails, wird der Auftraggeber den Wirtschaftsprüfer entsprechend in Textform informieren.

#### 13. Vergütung

(1) Der Wirtschaftsprüfer hat neben seiner Gebühren- oder Honorarforderung Anspruch auf Erstattung seiner Auslagen; die Umsatzsteuer wird zusätzlich berechnet. Er kann angemessene Vorschüsse auf Vergütung und Auslagensersatz verlangen und die Auslieferung seiner Leistung von der vollen Befriedigung seiner Ansprüche abhängig machen. Mehrere Auftraggeber haften als Gesamtschuldner.

(2) Ist der Auftraggeber kein Verbraucher, so ist eine Aufrechnung gegen Forderungen des Wirtschaftsprüfers auf Vergütung und Auslagensersatz nur mit unbestrittenen oder rechtskräftig festgestellten Forderungen zulässig.

#### 14. Streitschlichtungen

Der Wirtschaftsprüfer ist nicht bereit, an Streitbelegungsverfahren vor einer Verbraucherschlichtungsstelle im Sinne des § 2 des Verbraucherstreitbelegungsgesetzes teilzunehmen.

#### 15. Anzuwendendes Recht

Für den Auftrag, seine Durchführung und die sich hieraus ergebenden Ansprüche gilt nur deutsches Recht.

Kredit Neugeschäft/Agency  
Auslands- und Inlandsavale  
4244/MA  
Sylvia Topuz

Dieses Dokument besteht aus 2 Seite(n)

Postanschrift:  
Landesbank Baden-Württemberg  
Am Hauptbahnhof 2  
70173 Stuttgart

Telefon 0621 428-74416  
Telefax 0711 127-6696345  
DOKA\_GA@LBBW.de

Zur Übermittlung an der Vorstand der

New Work SE  
Am Strandkai 1  
20457 Hamburg

Gewährleistungserklärung nach Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO i.V.m. § 327b Abs. 3 AktG zugunsten der Minderheitsaktionäre der New Work SE für die Barabfindungsverpflichtung der Burda Digital SE.

Referenznummer: LBW25BG902344

Die Burda Digital SE, eingetragen im Handelsregister beim Amtsgericht München unter HRB 240850 ("Burda Digital"), und mit Geschäftsanschrift Arabellastraße 23, 81925 München, hat uns mitgeteilt, dass sie zum heutigen Tage unmittelbar 5.455.626 der insgesamt 5.620.435 ausgegebenen auf den Namen lautenden Stückaktien an der New Work SE, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 148078 ("Gesellschaft"), und somit einen Anteil in Höhe von 97,07 % des Grundkapitals der Gesellschaft i.S.v. §§ 327a Abs. 2 i.V.m. 16 Abs. 4 AktG hält. Die Gesellschaft hält derzeit keine eigenen Aktien. Die Burda Digital ist folglich Hauptaktionärin der Gesellschaft im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG.

Die Burda Digital hat das Verlangen an den Vorstand der Gesellschaft gerichtet, in einer ordentlichen Hauptversammlung am 23. Juni 2025 über die Übertragung der Aktien sämtlicher übriger Aktionäre ("Minderheitsaktionäre") auf die Burda Digital als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen. Die Burda Digital hat als Barabfindung einen Betrag in Höhe von EUR 105,65 je Aktie der Gesellschaft festgelegt.

Gemäß § 327b Abs. 3 AktG hat der Hauptaktionär der Gesellschaft vor Einberufung der Hauptversammlung dem Vorstand der Gesellschaft die Erklärung eines im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstituts zu übermitteln, durch die das Kreditinstitut die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung des Hauptaktionärs übernimmt, den Minderheitsaktionären der Gesellschaft nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Gesellschaft unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen Aktien zu zahlen.

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Gesellschaft gehen kraft Gesetzes alle Aktien der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft auf die Burda Digital über und die Minderheitsaktionäre erhalten im Gegenzug einen Anspruch gegen die Burda Digital auf unverzügliche Zahlung der festgelegten Barabfindung.

Dies vorausgeschickt, übernehmen wir, die Landesbank Baden-Württemberg, Am Landesbank Baden-Württemberg

Landesbank Baden-Württemberg  
Anstalt des öffentlichen Rechts  
Hauptsitze:  
Stuttgart, Karlsruhe,  
Mannheim, Mainz  
Identnr. 06740264

HRA 12704  
Amtsgericht Stuttgart  
HRA 4356, HRA 104 440  
Amtsgericht Mannheim  
HRA 40687  
Amtsgericht Mainz

Bankleitzahl 600 501 01  
BIC/SWIFT-Code  
SOLADEST600  
USt.-IdNr. DE 147 800 343  
kontakt@LBBW.de  
www.LBBW.de

Vorstand:  
Rainer Neske (Vorsitzender),  
Anastasios Agathagelidis, Joachim Erdle,  
Andreas Götz, Dirk Kipp, Stefanie Münz,  
Thorsten Schönenberger

Hauptbahnhof 2, 70173 Stuttgart, als im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugtes Kreditinstitut hiermit nach § 327b Abs. 3 AktG gegenüber jedem Minderheitsaktionär der Gesellschaft unbeding und unwiderruflich die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Burda Digital, den Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Gesellschaft unverzüglich die festgelegte Barabfindung in Höhe von EUR 105,65 je auf die Burda Digital übergegangene Stückaktie der Gesellschaft zu zahlen.

Jeder Minderheitsaktionär der New Work SE erwirbt aus dieser Gewährleistungserklärung im Wege eines echten Vertrages zugunsten Dritter im Sinne von § 328 Abs. 1 BGB einen unmittelbaren und ohne die Zustimmung des Minderheitsaktionärs nicht aufhebbaren Zahlungsanspruch gegen uns. Wir können aus dieser Gewährleistungserklärung nur insoweit in Anspruch genommen werden, als der Anspruch auf Barabfindung jeweils besteht und nicht verjährt ist. Der Anspruch eines Minderheitsaktionärs uns gegenüber aus dieser Gewährleistungserklärung wird mit dem Anspruch auf Zahlung der festgelegten Barabfindung gegen die Burda Digital fällig und erlischt, wenn sein Anspruch auf die Barabfindung erlischt. Im Verhältnis zu jedem Minderheitsaktionär der Gesellschaft sind Einwendungen und Einreden aus unserem Verhältnis zur Burda Digital ausgeschlossen.

Diese Gewährleistungserklärung im Sinne von § 327b Abs. 3 AktG unterliegt ausschließlich deutschem Recht.

Stuttgart, 6. Mai 2025

Landesbank Baden-Württemberg



Julia Maurer  
Handlungsbevollmächtigte



Andreas Graser  
Prokurist