

## Smartbroker Holding AG\*5a,5b,11

**Rating: Kaufen**  
**Kursziel: 17,70 €**  
**(bisher: 37,55 €)**

Aktueller Kurs: 8,44  
 24.03.2023 / Xetra /  
 (17:36 Uhr)  
 Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE000A2GS609  
 WKN: A2GS60  
 Börsenkürzel: SB1  
 Aktienanzahl<sup>3</sup>: 15,68  
 Marketcap<sup>3</sup>: 132,34  
 EnterpriseValue<sup>3</sup>: 119,84  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
 Streubesitz: 32,3%

Transparenzlevel: -

Marktsegment:  
 Freiverkehr  
 (Open Market)

Rechnungslegung:  
 HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsors:  
 mwb fairtrade

**Analysten**

Marcel Goldmann  
 goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker  
 filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 8

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 27.03.2023 (9:00 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 27.03.2023 (10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2023

**Unternehmensprofil**

Branche: Fintech / Internet-Dienstleister  
 Fokus: Online-Brokerage, Online-Werbung, Finanz-Community/Finanznachrichten

Mitarbeiter Smartbroker-Gruppe: >200 (Stand: 03/23)  
 Gründung: 1998  
 Firmensitz: Berlin

Vorstand: André Kolbinger (CEO), Roland Nicklaus (CFO), Oliver Haugk, Michael Bulgrin, Stefan Zmojda



Die Smartbroker-Gruppe betreibt den Smartbroker - einen mehrfach ausgezeichneten Online-Broker, der als einziger Anbieter in Deutschland das umfangreiche Produktspektrum der klassischen Broker mit den äußerst günstigen Konditionen der Neobroker verbindet und den Zugang zum Kapitalmarkt kostenfrei ermöglicht. Mit rund 267.000 Depots und geschätzten betreuten Kundenvermögenwerten von rund 9,0 Mrd. € (GBCe) gehört der Berliner Finanzdienstleister bereits rund drei Jahre nach dem Start des Smartbrokers zu den führenden Anbietern auf dem Neo-Broker-Markt. Die Smartbroker Holding AG und ihre Tochtergesellschaften stehen für über 20 Jahre Erfahrung im Vertrieb von Kapitalanlageprodukten, gleichzeitig betreibt das Unternehmen vier reichweitenstarke Börsenportale (wallstreet-online.de, boersenNews.de, FinanzNachrichten.de und ARIVA.de). Mit zuletzt rund 2,60 Mrd. Seitenaufrufen (zum 31.12.2022) ist die Gruppe der mit Abstand größte verlagsunabhängige Finanzportalbetreiber im deutschsprachigen Raum und unterhält die größte Finanz-Community. Allein in den Foren von wallstreet-online.de sind mehr als 500.000 User registriert.

P&L in Mio. €	31.12.2021	31.12.2022*	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
Umsatzerlöse	48,20	52,80	52,70	66,75	76,30
EBITDA	3,56	9,10	1,04	13,97	20,68
EBIT	0,35	8,20	-5,48	5,76	13,05
Nettoergebnis	-0,54	-10,80**	-4,10	3,70	8,72

\*gemäß vorläufiger Finanzkennzahlen der Smartbroker Holding AG

\*\*beeinflusst durch eine Sonderabschreibung von rund 13,0 Mio. € auf aktivierte Entwicklungskosten

**Kennzahlen in EUR**

Gewinn je Aktie	-0,04	-0,69	-0,26	0,24	0,56
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

**Kennzahlen**

EV/Umsatz	2,49	2,27	2,27	1,80	1,57
EV/EBITDA	33,66	13,17	115,23	8,58	5,79
EV/EBIT	342,40	14,61	neg.	20,81	9,18
KGV	neg.	neg.	neg.	35,77	15,18
KBV		2,65			

**Finanztermine**

- 03.05.2023: 35. MKK (München)
- 15.05.2023: Frühjahreskonferenz (Frankfurt)
- Juli 2023: Geschäftsbericht 2022
- Sept. 2023: Baader Konferenz (München)
- Nov. 2023: Eigenkapitalforum (Frankfurt)

**\*\*letzter Research von GBC:**

- Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
- 20.06.2022: RS / 37,55 € / KAUFEN
- 30.03.2022: RS / 38,60 € / KAUFEN
- 09.08.2021: RS / 37,70 € / KAUFEN
- 09.03.2021: RS / 29,00 € / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

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

## GJ 2022 mit robuster Geschäftsentwicklung und Neuausrichtung des Fintech-Geschäfts abgeschlossen; der Smartbroker-Relaunch sollte zukünftig für deutliche Umsatz- und Ergebniszuwächse sorgen; Prognosen und Kursziel gesenkt; Kaufen-Rating beibehalten

### Geschäftsentwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022

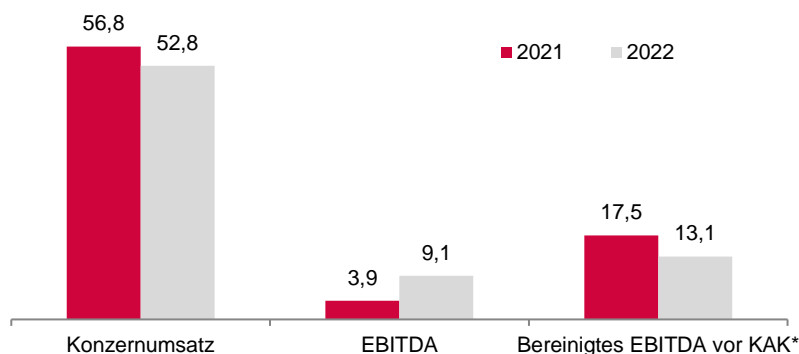
Am 16.03.2022 hat die Smartbroker Holding AG (Smartbroker) ihre vorläufigen Geschäftszahlen für das vergangene Geschäftsjahr 2022 bekannt gegeben. Hiernach hat der Konzern das abgelaufene Geschäftsjahr, trotz eines schwierigen Marktumfelds, mit einem Anstieg des HGB-Umsatzes um 9,5% auf 52,80 Mio. € (VJ: 48,20 Mio. €) abschließen können. Im Vergleich zum Pro-forma Umsatz (Pro-forma Konsolidierung der Smartbroker AG, ehemals wallstreet:online capital AG, ab 01.01.2022, anstatt regulärer HGB-Konsolidierung ab 01.08.2022) des Vorjahres in Höhe von 56,80 Mio. € ergab sich hingegen ein moderater Umsatzrückgang.

Auf Ergebnisebene ergab sich ein um Neukundengewinnungskosten für den Smartbroker von rund 4,00 Mio. € (VJ: 13,10 Mio. €) bereinigtes EBITDA von 13,10 Mio. € (VJ: 17,10 Mio. €), welches im Vergleich zum Vorjahr um 25,1% sank.

Ungeachtet der anhaltend hohen Investitionen in den Auf- und Ausbau des Brokeragegeschäfts, welche neben angefallenen Entwicklungskosten vor allem den Marketing- und Personalbereich und die vollzogene Neuausrichtung der Fintech-Sparte betrafen, ist das EBITDA nach Kundengewinnungskosten im Vergleich zum Vorjahr deutlich auf 9,10 Mio. € (VJ: 3,90 Mio. €) angestiegen. Dieser deutliche Ergebniszuwachs war hauptsächlich durch die rückläufigen Kundenakquisitionskosten bzgl. des Smartbrokers (ca. 4,0 Mio. in 2022 vs. 13,1 Mio. € in 2021) bedingt.

Alles in allem hat die Gesellschaft damit den Zielkorridor der im August 2022 angepassten Guidance (Umsatz 54,0 Mio. € bis 57,0 Mio. €, operatives EBITDA 10,0 Mio. € bis 12,0 Mio. €) leicht unterschritten. Unsere Umsatz- (62,33 Mio. €) und Ergebnisprognose (EBITDA von 10,04 Mio. €) wurde insbesondere aufgrund der Verschiebung des Smartbroker-Relaunches nicht erreicht. Unsere Schätzungen wurden noch unter dem Einfluss erstellt, dass der Smartbroker 2.0 bereit in 2022 auf den Markt kommen würde.

#### Vorläufige Zahlen des Geschäftsjahres 2022 (in Mio. €)



Quelle: Smartbroker Holding AG; GBC AG \* Bereinigtes EBITDA vor Smartbroker Kundenakquisitionskosten (KAK)

Der moderate Konzernumsatzrückgang resultierte insbesondere aus dem rückläufigen Geschäftsvolumen im Transaktionsgeschäftsbereich. In diesem Geschäftsfeld sind die Segmenterlöse im Vergleich zum Vorjahr v.a. aufgrund einer rückläufigen Handelsaktivität

(18 Trades in 2022 vs. 29 Trades in 2021 je Kunde) der Brokeragekunden um 12,0% auf 18,70 Mio. € (VJ: 21,30 Mio. €) gesunken.

Andererseits konnte die Gesellschaft, trotz eines verkleinerten Marketingbudgets und unter historisch schwierigen Kapitalmarktbedingungen, die bisherige Anzahl der geführten Wertpapierdepots bis Ende 2022 auf 267.000 (VJ: 246.000 Depots) erneut steigern. Im gleichen Zeitraum wuchs das betreute Kundenvermögen (sog. Assets under Custody) auf 9,20 Mrd. € (VJ: 8,80 Mrd. €).

Des Weiteren haben sich im Traditionsgeschäft (Medien-/Portal-Business) die Segmenterlöse mit 34,10 Mio. € im Vergleich zum Vorjahr (VJ: 35,50 Mio. €) nahezu stabil entwickelt. Zu dieser robusten Entwicklung haben unseres Erachtens vor allem die langfristigen Verträge mit Finanzinstituten, Werbeagenturen und das B2B-Softwaregeschäft (ARIVA.DE AG) beigetragen. Zudem hat auch, laut Unternehmensangaben, die zielgenaue Ausrichtung der Portale auf eine überdurchschnittlich attraktive Leserschaft zu einem stabilen Geschäftsverlauf geführt.

### **Ausblick der Smartbroker-Gruppe auf das Geschäftsjahr 2023**

Für das laufende Geschäftsjahr 2023 ist das Smartbroker-Management positiv gestimmt. So rechnet das Unternehmen mit einem Konzernumsatz zwischen 51,0 Mio. € bis 56,0 Mio. € und einem um Neukundengewinnungskosten bereinigten EBITDA (operatives E-BITDA) zwischen 1,0 Mio. € bis 4,0 Mio. €. Einem noch besseren operativen Ergebnisausblick stehen vom Management erwartete umfangreiche Kosten für den Aufbau des Smartbrokers 2.0 und zusätzlichen Migrationskosten (geplant für 2. HJ 2023) entgegen.

Ende 2022 hat Smartbroker bekannt gegeben, die Transaktionsabwicklung und die Depotführung (zukünftig) auf die Baader Bank zu übertragen. Zudem sind die Entwicklungsarbeiten für den Smartbroker 2.0 in den vergangenen Monaten planmäßig vorangeschritten. Die Gesellschaft erwartet im laufenden Jahr weitere Investitionen von rund 6,0 Mio. €, um das in der Umsetzung befindliche Projekt Smartbroker 2.0 abzuschließen und ist hierfür vollständig durchfinanziert. Die Brutto-Barmittelbestände betragen Ende 2022 mehr als 27,0 Mio. €.

Der Relaunch des Smartbrokers ist für Mitte 2023 geplant. Nach der planmäßigen Reduzierung der Marketingausgaben für das laufende Jahr 2023 (geplante Marketingausgaben von 2,0 Mio. €), beabsichtigt der Konzern, das Neukundenmarketing anschließend wieder hochzufahren. Die Migration der Smartbroker-Bestandskunden auf die neue Infrastruktur soll kurz nach Produktstart im Sommer 2023 beginnen. Die Neuausrichtung des Transaktionsgeschäfts soll laut Unternehmensangaben dazu beitragen, dass der Smartbroker ab 2024 zum profitablen Hauptwachstumstreiber des Konzerns wird.

### **GBC-Einschätzung und Bewertung**

Basierend auf der eingetretenen Verschiebung der Smartbroker 2.0 Einführung und der Neuausrichtung des Brokeragegeschäfts (Partnerbankwechsel etc.), passen wir unsere bisherigen Schätzungen für das aktuelle Geschäftsjahr und auch für die Folgejahre nach unten an. Vor dem Hintergrund des aktuell auch schwierigen Marktumfelds, haben wir unsere neuen Schätzungen bewusst konservativ gefasst.

Für das laufende Geschäftsjahr 2023 rechnen wir nun mit Umsatzerlösen in Höhe von 52,70 Mio. € (zuvor: 84,02 Mio. €) und einem EBITDA von 1,04 Mio. € (zuvor: 14,05 Mio. €) und liegen damit am unteren Ende der von der Gesellschaft kommunizierten Prognosebandbreite. Für das darauffolgende Geschäftsjahr 2024 kalkulieren wir mit

Umsatzerlösen von 66,75 Mio. € (zuvor: 98,57 Mio. €) und einem EBITDA von 13,97 Mio. € (zuvor: 28,73 Mio. €). Im Geschäftsjahr 2025, welches wir erstmals in unsere detaillierte Schätzperiode aufgenommen haben, sollten die Umsatzerlöse und das EBITDA weiter auf 76,30 Mio. € bzw. 20,68 Mio. € zulegen können.

P&L in Mio. €	GJ 22	GJ 23e (neu)	GJ 23e (alt)	GJ 24e (neu)	GJ 24e (alt)	GJ 25e
Umsatz	52,80	52,70	84,02	66,75	98,57	76,30
EBITDA	9,10	1,04	14,05	13,97	28,73	20,68
EBIT	-8,20	-5,48	11,05	5,76	25,53	13,05
Nettoergebnis	-10,80	-4,10	7,65	3,70	17,77	8,72

Quelle: Smartbroker Holding AG; Prognosen GBC AG

Insgesamt sehen wir den Smartbroker-Konzern weiterhin gut aufgestellt, um seine Marktposition in beiden Geschäftsfeldern (Portal Business, Brokerage Business) auszubauen. Die geplante Einführung des Smartbrokers 2.0 (inkl. der Apps und Produkterweiterungen) sollte die zukünftige Wachstumsdynamik des Unternehmens ab dem Geschäftsjahr 2024 deutlich erhöhen. Durch die hohe Skalierbarkeit des Brokerage-Geschäftsmodells sollten parallel hierzu ebenfalls die erwarteten Ergebniszuwächse die Konzernprofitabilität überproportional ansteigen lassen.

**Basierend auf unseren gesenkten Schätzungen, haben wir im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells ebenfalls unser bisheriges Kursziel auf 17,70 € (zuvor: 37,55 € je Aktie) gesenkt. Neben den reduzierten Prognosen hat der Anstieg der Kapitalkosten, infolge der Erhöhung des risikofreien Zinses (von 0,40% auf nun 1,50%), zu einer Kurszielminderung geführt. In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus vergeben wir damit weiterhin das Rating „Kaufen“ und sehen ein deutliches Kurspotenzial.**

## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die Smartbroker Holding AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2023, 2024 und 2025 in Phase 1, erfolgt von 2026 bis 2030 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 10,0% (zuvor: 10,0%) und eine EBITDA-Marge von 29,1% bis 34,60% (zuvor: 31,1% bis 39,10%). Die Steuerquote haben wir mit 30,0% in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0%.

### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Smartbroker Holding AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,50% (bisher: 0,40%).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,34 (zuvor: 1,34).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,85% (zuvor: 7,70%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,85% (zuvor: 7,70%).

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,85% (zuvor: 7,70%) errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2023 entspricht als Kursziel 17,70 € (bisher: 37,55 €). Unsere Kurszielsenkung resultiert primär aus den deutlich gesenkten Prognosen für das aktuelle Geschäftsjahr und für die Folgejahre. Kurszielmindernd haben sich ebenfalls die erhöhten Kapitalkosten infolge der Erhöhung des risikofreien Zinses (von 0,40% auf nun 1,50%) ausgewirkt.

**DCF-Model**

**Smartbroker Holding AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung**

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	10,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	27,1%	ewige EBITA - Marge	26,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	23,2%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	4,2%		

**dreistufiges DCF - Modell:**

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	
Umsatz	52,70	66,75	76,30	83,93	92,32	101,55	111,70	122,88	
US Veränderung	-0,2%	26,7%	14,3%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,50	2,15	2,78	3,38	4,04	4,83	5,80	6,93	
EBITDA	1,04	13,97	20,68	24,43	28,25	32,60	37,54	42,52	
EBITDA-Marge	2,0%	20,9%	27,1%	29,1%	30,6%	32,1%	33,6%	34,6%	
EBITA	-5,48	5,76	13,05	18,07	22,49	27,31	32,66	38,05	
EBITA-Marge	-10,4%	8,6%	17,1%	21,5%	24,4%	26,9%	29,2%	31,0%	26,1%
Steuern auf EBITA	1,64	-1,73	-3,91	-5,42	-6,75	-8,19	-9,80	-11,42	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-3,84	4,03	9,13	12,65	15,74	19,12	22,86	26,64	
Kapitalrendite	-9,3%	10,6%	26,7%	41,1%	55,4%	71,6%	90,3%	111,2%	100,0%
Working Capital (WC)	2,74	3,14	3,36	3,52	3,88	4,27	4,69	5,16	
WC zu Umsatz	5,2%	4,7%	4,4%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	
Investitionen in WC	3,26	-0,40	-0,22	-0,17	-0,35	-0,39	-0,43	-0,47	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	35,22	31,09	27,40	24,86	22,82	21,04	19,27	17,74	
AFA auf OAV	-6,52	-8,21	-7,63	-6,36	-5,77	-5,30	-4,88	-4,47	
AFA zu OAV	18,5%	26,4%	27,8%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	
Investitionen in OAV	-6,34	-4,08	-3,94	-3,82	-3,73	-3,51	-3,11	-2,94	
Investiertes Kapital	37,96	34,23	30,76	28,39	26,70	25,30	23,96	22,90	
EBITDA	1,04	13,97	20,68	24,43	28,25	32,60	37,54	42,52	
Steuern auf EBITA	1,64	-1,73	-3,91	-5,42	-6,75	-8,19	-9,80	-11,42	
Investitionen gesamt	-3,08	-4,48	-4,16	-3,99	-4,08	-3,90	-3,54	-3,41	
Investitionen in OAV	-6,34	-4,08	-3,94	-3,82	-3,73	-3,51	-3,11	-2,94	
Investitionen in WC	3,26	-0,40	-0,22	-0,17	-0,35	-0,39	-0,43	-0,47	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-0,40	7,76	12,61	15,02	17,43	20,51	24,20	27,70	327,77

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	266,19	281,98
Barwert expliziter FCFs	85,12	84,88
Barwert des Continuing Value	181,08	197,10
Nettoschulden (Net debt)	-11,32	-18,61
Wert des Eigenkapitals	277,52	300,58
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	277,52	300,58
Ausstehende Aktien in Mio.	15,68	15,68
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>17,70</b>	19,17

**Kapitalkostenermittlung:**

risikolose Rendite	1,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,34
Eigenkapitalkosten	8,8%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>8,8%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	8,2%	8,5%	8,8%	9,1%	9,4%
99,5%	19,24	18,40	17,64	16,95	16,31
99,7%	19,27	18,43	17,67	16,97	16,34
100,0%	19,31	18,46	<b>17,70</b>	17,00	16,37
100,2%	19,34	18,49	17,73	17,03	16,39
100,5%	19,37	18,53	17,76	17,06	16,42

## ANHANG

### I.

#### Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

### II.

#### §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

#### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

#### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

#### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

#### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.



Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

#### **§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

#### **§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

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

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,5b,11)**

#### **§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.



(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

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

### **§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst**

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvertr. Chefanalyst**

### **§ 3 Urheberrechte**

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

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

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)