

wallstreet:online AG^{*5a,5b,11}

Rating: Kaufen
Kursziel: 38,60 €
(bisher: 37,70 €)

Aktueller Kurs: 17,60
 29.03.22 / Xetra /
 (Schlusskurs)
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A2GS609
 WKN: A2GS60
 Börsenkürzel: WSO1
 Aktienanzahl³: 15,10
 Marketcap³: 265,76
 EnterpriseValue³: 245,96
³ in Mio. / in Mio. EUR
 Streubesitz: 37,0%

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: 30.03.2022 (10:27 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 30.03.2022 (11:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2022

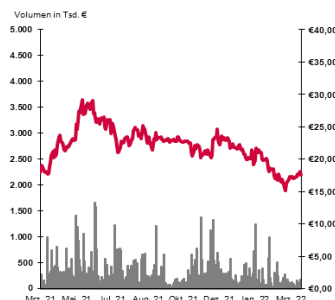
Unternehmensprofil

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

Mitarbeiter wallstreet:online-Gruppe: >200 (Stand: 03/22)
 Gründung: 1998
 Firmensitz: Berlin

Vorstand: Matthias Hach (CEO), Roland Nicklaus (CFO), Michael Bulgrin, Stefan Zmojda, Oliver Haugk

Die wallstreet:online-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 200.000 Depotkunden und geschätzten verwalteten Vermögenswerten von rund 6,0 Mrd. € (GBCe) gehört der Berliner Finanzdienstleister bereits rund zwei Jahre nach dem Start des Smartbrokers zu den führenden Anbietern auf dem Neo-Broker-Markt. Die wallstreet:online 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 3,90 Mrd. Seitenaufrufen (zum 31.12.2021) 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.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2020	31.12.2021**	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024e
Umsatzerlöse	28,21	51,4	62,33	84,02	98,57
EBITDA	4,52*	3,9	10,04	14,05	28,73
EBIT	2,03*	-	7,24	11,05	25,53
Nettoergebnis	3,55	-	5,00	7,65	17,77

*Kennzahlen bereinigt um einen Sondereffekt (Beteiligungsverkauf) in Höhe von 3,01 Mio. €

**gemäß vorläufiger Finanzkennzahlen der wallstreet:online AG

Kennzahlen in EUR					
Gewinn je Aktie	0,25	-	0,33	0,51	1,18
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen					
EV/Umsatz	8,72	4,79	3,95	2,93	2,50
EV/EBITDA	54,42	63,07	24,50	17,51	8,56
EV/EBIT	121,16	-	33,97	22,26	9,63
KGV	74,86	-	53,15	34,74	14,96
KBV	5,20				

Finanztermine	
03.05.2022:	33. MKK
23.05.2022:	Equity Forum 2022
28.11.2022:	Eigenkapitalforum 2022

**letzter Research von GBC:	
Datum:	Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
09.08.2021:	RS / 37,70 € / KAUFEN
09.03.2021:	RS / 29,00 € / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter 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 2021 mit Umsatzsprung und deutlichem Ausbau des Fintech-Geschäfts abgeschlossen; durch die geplante Optimierung des Brokerage-Geschäftsmodells mithilfe einer eigenen Smartbroker Cloud Plattform sollte sich das Wachstumstempo und die Ertragskraft deutlich erhöhen; Prognosen und Kursziel angehoben; Rating Kaufen

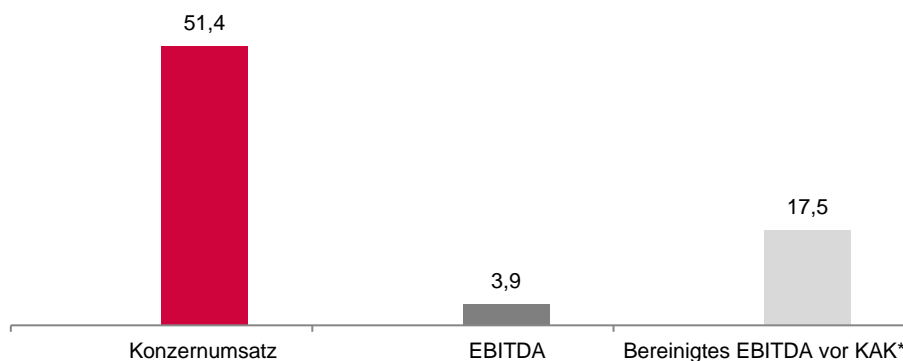
Geschäftsentwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr 2021

Am 07.03.2022 hat die wallstreet:online AG (wallstreet:online) ihre vorläufigen Geschäftszahlen für das Geschäftsjahr 2021 bekannt gegeben. Hiernach hat der Konzern auch im vergangenen Geschäftsjahr seinen dynamischen Wachstumskurs fortgesetzt und ein weiteres Rekordjahr verzeichnet. So sind die Umsatzerlöse im Vergleich zum Vorjahr sprunghaft um 82,0% auf 51,4 Mio. € (VJ: 28,2 Mio. €) angestiegen.

Auf Ergebnisebene wurde das um Neukundengewinnungskosten für den Smartbroker in Höhe von 13,1 Mio. € bereinigte EBITDA um 45,0% auf 17,5 Mio. € (VJ: 12,0 Mio. €) gesteigert. Bedingt durch erhebliche Investitionen in den Aus- und Aufbau des Brokeragegeschäfts (Marke Smartbroker), welche neben angefallenen Entwicklungskosten vor allem den Marketing- und Personalbereich betrafen, ist das EBITDA nach Kundengewinnungskosten im Vergleich zum Vorjahr deutlich auf 3,9 Mio. € (VJ: 7,5 Mio. €) gesunken.

Damit hat die Gesellschaft sowohl ihre Umsatz- als auch Ergebnisguidance erfüllt. Unsere Umsatzprognose (49,10 Mio. €) wurde leicht übertroffen und unsere Ergebnisschätzung (EBITDA: 5,70 Mio. €) aufgrund von höheren Kosten für den Aus- und Aufbau des Brokeragegeschäfts nicht erreicht.

Vorläufige Zahlen des Geschäftsjahres 2021 (in Mio. €)



Quelle: wallstreet:online AG; GBC AG * Bereinigtes EBITDA vor Smartbroker Kundenakquisitionskosten (KAK)

Der dynamische Konzernumsatzanstieg resultiert vor allem aus dem deutlich erhöhten Geschäftsvolumen im Transaktionsgeschäftsbereich. In diesem Geschäftsfeld wurden die Segmenterlöse im Vergleich zum Vorjahr massiv auf 15,93 Mio. € (VJ: Segmentumsatz GBCe: 1,20 Mio. €) gesteigert. Dieser Umsatzsprung spiegelt die erfolgreichen Investitionen in die Erweiterung des Smartbroker-Kundenstamms wider.

Die Gesellschaft konnte im Brokeragegeschäftsfeld die Anzahl der eröffneten Wertpapierdepots sowie die verwalteten Vermögenswerte im vergangenen Geschäftsjahr mehr als verdoppeln. Laut Unternehmensangaben wurden zum 31.12.2021 insgesamt rund 246.000 Wertpapierdepots geführt, wovon circa 200.000 auf den Smartbroker entfielen. Der Neobroker des wallstreet:online-Konzerns ist demnach gegenüber dem Vorjahr um 120.000 Depots gewachsen, was einem Zuwachs von 140,0% entspricht.

Parallel hierzu sind die verwalteten Vermögenswerte (sog. „Assets under Custody“) gruppenweit im Vergleich zum Vorjahr deutlich um 105,0% auf 8,8 Mrd. € (VJ: 4,3 Mrd. €) angewachsen. Hieraus ergibt sich ein durchschnittliches Depotvolumen von ca. 36.000 €, wobei diese Zahl deutlich über den Werten bekannter Wettbewerber liegt. Entsprechend verfügt die Gesellschaft im Vergleich zu den Wettbewerbern über einen besonders werthaltigen Kundenstamm. In Bezug auf das verwaltete Kundenvermögen ist die wallstreet:online-Gruppe damit laut eigenen Aussagen innerhalb kürzester Zeit zum größten Neobroker-Betreiber in Deutschland aufgestiegen.

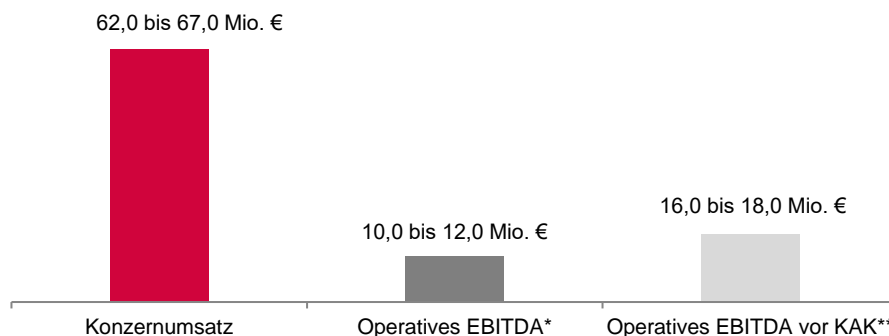
Darüber hinaus wurden im Traditionsgeschäft (Medien-/Portal-Business) die Segmenterlöse im Vergleich zum Vorjahr ebenfalls deutlich um 32,0% auf 35,47 Mio. € (VJ: 26,87 Mio. €) gesteigert. Zu dieser positiven Entwicklung haben unseres Erachtens insbesondere angestiegene Nutzerzahlen und Werbeerlöse beigetragen. So sind die Seitenaufrufe (sog. „page impressions“) im Portalgeschäft zum 31.12.2021 im Vergleich zum Vorjahresstichtag signifikant um 16,0% auf 3,90 Mrd. (31.12.2020: 3,40 Mrd.) angestiegen.

Ausblick der wallstreet:online-Gruppe auf das Geschäftsjahr 2022

In Anbetracht des dynamischen Geschäftsverlaufs und des erzielten Rekordgeschäftsjahres, rechnet das Management des Unternehmens auch für das aktuelle Geschäftsjahr 2022 mit einer Fortsetzung des eingeschlagenen Wachstumskurses. So erwartet die Gesellschaft für das laufende Geschäftsjahr 2022 Umsatzerlöse in einer Bandbreite von 62,0 Mio. € bis 67,0 Mio. € und damit ein Umsatzplus von rund 25,0%. Auf Ergebnisebene soll ein bereinigtes EBITDA (operatives EBITDA) nach Kundengewinnungskosten in einer Bandbreite von 10,0 Mio. € bis 12,0 Mio. € erreicht werden.

Bezüglich der Kundenakquise rechnet das Unternehmen für die laufende Geschäftsperiode mit Marketingkosten in Höhe von 6,0 Mio. € und somit mit einem bereinigten EBITDA vor Kundenakquisekosten in Höhe von 16,0 Mio. € bis 18,0 Mio. €. Der deutliche Rückgang der Kundengewinnungskosten im Vergleich zum Vorjahr resultiert hierbei aus einer strategischen Entscheidung, wonach alle Kräfte auf die geplante Einführung bzw. Implementierung (voraussichtlich im 2. HJ 2022) der eigenen „Smartbroker Cloud Plattform“ konzentriert werden sollen. Im Anschluss an die Markteinführung des neuen „Smartbrokers 2.0“ soll die Neukundengewinnung jedoch wieder deutlich forciert werden, wobei die Gesellschaft für das laufende Geschäftsjahr mit 55.000 neuen Depotkunden rechnet. Im Januar und Februar dieses Jahres wurden bereits mehr als 13.000 neue Wertpapierdepots eröffnet, was bereits 24,0% der Jahresplanung entspricht.

Umsatz- und Ergebnisprognose für das laufende Geschäftsjahr 2022



Quelle: wallstreet:online AG; GBC AG *EBITDA vor Sondereffekten **vor Smartbroker Kundenakquisitionskosten (KAK)

Mit der Einführung der eigenen Smartbroker Cloud-Plattform verspricht sich die Gesellschaft eine deutliche Verbesserung des bisherigen Brokerage-Geschäftsmodells und rechnet mit positiven Effekten sowohl umsatz- als auch ergebnisseitig. So geht wallstreet:online davon aus, dass durch die Implementierung einer eigenen IT-Infrastruktur neue Zielgruppen angesprochen und parallel hierzu auch die Kundengewinnungskosten gesenkt werden können. Zudem sollen durch die neue IT-Plattform alle digitalen Kanäle abgedeckt werden und hierdurch die Anzahl der Transaktionen je Depot deutlich gesteigert und zugleich die Kosten je Transaktionsausführung auf Seiten des Unternehmens gesenkt werden. Der insgesamt gesteigerte Internationalisierungsgrad soll zu zusätzlichen Cash Flows und zu Skalenvorteilen in den Kosten führen.

GBC-Einschätzung und Bewertung

Basierend auf dem positiven Ausblick der Gesellschaft und der aktuell sehr überzeugenden Unternehmensperformance, heben wir unsere bisherigen Umsatzschätzungen für die Geschäftsjahre 2022 und 2023 an. So erwarten wir für das aktuelle Geschäftsjahr nun Umsatzerlöse in Höhe von 62,33 Mio. € (zuvor: 61,35 Mio. €) und im Folgejahr 2023 Umsatzerlöse in Höhe von 84,02 Mio. € (zuvor: 72,55 Mio. €). Im darauffolgenden Geschäftsjahr 2024 sollten die Umsatzerlöse weiter zulegen können auf 98,57 Mio. €.

Vor dem Hintergrund, dass wir zukünftig mit höheren Aus- und Aufbauposten bezüglich des Brokeragegeschäfts (Smartbroker) rechnen als es bisher der Fall war, haben wir unsere bisherigen Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2022 und 2023 nach unten angepasst. Für die Geschäftsperioden 2022 und 2023 erwarten wir nun ein EBITDA von 10,04 Mio. € (zuvor: 20,02 Mio. €) bzw. 14,05 Mio. € (zuvor: 28,15 Mio. €). Im darauffolgenden Geschäftsjahr 2024 kalkulieren wir mit einem EBITDA-Anstieg auf 28,73 Mio. €.

GuV in Mio. € \ GJ.-Ende	GJ 2021	GJ 2022e (neu)	GJ 2022e (alt)	GJ 2023e (neu)	GJ 2023e (alt)	GJ 2024e
Umsatz	51,4	62,33	61,35	84,02	72,55	98,57
EBITDA	3,9	10,04	20,02	14,05	28,15	28,73
Bereinigtes EBITDA vor KAK*	17,5	16,04	35,36	29,55	46,29	46,93
EBIT		7,24	17,22	11,05	25,15	25,53
Nettoergebnis		5,00	12,01	7,65	17,54	17,77

Quelle: wallstreet:online AG; Prognosen GBC AG *vor Smartbroker Kundenakquisitionskosten (KAK)

Insgesamt sehen wir die wallstreet:online-Gruppe in beiden Geschäftsbereichen (Media, Brokerage) gut positioniert, um auch zukünftig sehr dynamisch zu wachsen und die Profitabilität weiter zu steigern. Die geplante Einführung einer eigenen Brokerage-Plattform (Smartbroker 2.0) sollte das bisherige Geschäftsmodell im Transaktionsbusiness signifikant verbessern und hierdurch ein deutlich stärkeres Wachstum und einen überproportionalen Ergebnisanstieg durch erwartete Skaleneffekte ermöglichen. Daneben rechnen wir damit, dass die verstärkte Kombination der synergetischen Medien- und Brokerage-Geschäftsaktivitäten den profitablen Wachstumskurs der wallstreet:online-Gruppe zusätzlich beflügeln werden.

Basierend auf unseren neuen Schätzungen haben wir im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells ein neues Kursziel von 38,60 € je Aktie ermittelt und damit unser bisheriges Kursziel (bisher: 37,70 €) leicht angehoben. Unsere Kurszielanhebung resultiert primär aus dem erstmaligen Einbezug des Geschäftsjahres 2024 in die konkrete Schätzperiode und dem damit verbundenen höheren Ausgangsniveau für die Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells. In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus vergeben wir damit weiterhin das Rating Kaufen und sehen ein deutliches Kurspotenzial.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die wallstreet:online AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2022, 2023 und 2024 in Phase 1, erfolgt von 2025 bis 2029 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 10,0% (zuvor: 12,5%) und eine EBITDA-Marge von 31,1% bis 39,10% (zuvor: 36,4% bis 39,50%). 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 wallstreet:online 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 und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 0,25% (bisher: 0,25%). Dieser stellt die Untergrenze unseres Bewertungsmodells dar.

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 7,60% (zuvor: 7,60%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,60% (zuvor: 7,60%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,60% (zuvor: 7,60%) errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2022 entspricht als Kursziel 38,60 € (bisher: 37,70 €). Unsere Kurszielanhebung resultiert primär aus dem erstmaligen Einbezug des Geschäftsjahres 2024 in die konkrete Schätzperiode und dem damit verbundenen höheren Ausgangsniveau für die Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells. Kurszielmindernd haben sich hingegen die gesenkten Ergebnisschätzungen für die Geschäftsjahre 2022 und 2023 ausgewirkt.

DCF-Model

Wallstreet:online 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	29,1%	ewige EBITA - Marge	37,4%
AFA zu operativen Anlagevermögen	6,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	4,3%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
Umsatz	62,33	84,02	98,57	108,42	119,27	131,19	144,31	158,74	
US Veränderung	21,3%	34,8%	17,3%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,35	1,83	2,17	2,40	2,67	2,98	3,33	3,72	
EBITDA	10,04	14,05	28,73	33,77	39,53	46,11	53,61	62,14	
EBITDA-Marge	16,1%	16,7%	29,1%	31,1%	33,1%	35,1%	37,1%	39,1%	
EBITA	7,24	11,05	25,53	30,81	36,60	43,20	50,75	59,32	
EBITA-Marge	11,6%	13,1%	25,9%	28,4%	30,7%	32,9%	35,2%	37,4%	37,4%
Steuern auf EBITA	-2,17	-3,31	-7,66	-9,24	-10,98	-12,96	-15,22	-17,80	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	5,07	7,73	17,87	21,57	25,62	30,24	35,52	41,53	
Kapitalrendite	13,0%	16,1%	36,8%	44,5%	51,5%	60,8%	71,6%	83,9%	85,7%
Working Capital (WC)	2,00	2,50	3,00	4,61	5,07	5,58	6,13	6,75	
WC zu Umsatz	3,2%	3,0%	3,0%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	
Investitionen in WC	-2,80	-0,50	-0,50	-1,61	-0,46	-0,51	-0,56	-0,61	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	46,10	46,00	45,50	45,14	44,71	44,00	43,34	42,62	
AFA auf OAV	-2,80	-3,00	-3,20	-2,96	-2,93	-2,91	-2,86	-2,82	
AFA zu OAV	6,1%	6,5%	7,0%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	
Investitionen in OAV	-9,20	-2,90	-2,70	-2,60	-2,50	-2,20	-2,20	-2,10	
Investiertes Kapital	48,10	48,50	48,50	49,75	49,78	49,58	49,48	49,37	
EBITDA	10,04	14,05	28,73	33,77	39,53	46,11	53,61	62,14	
Steuern auf EBITA	-2,17	-3,31	-7,66	-9,24	-10,98	-12,96	-15,22	-17,80	
Investitionen gesamt	-12,00	-3,40	-3,20	-4,21	-2,96	-2,71	-2,76	-2,71	
Investitionen in OAV	-9,20	-2,90	-2,70	-2,60	-2,50	-2,20	-2,20	-2,10	
Investitionen in WC	-2,80	-0,50	-0,50	-1,61	-0,46	-0,51	-0,56	-0,61	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-4,13	7,33	17,87	20,32	25,59	30,44	35,62	41,63	738,79

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	569,19	605,09
Barwert expliziter FCFs	126,66	128,95
Barwert des Continuing Value	442,52	476,14
Nettoschulden (Net debt)	-13,68	-20,89
Wert des Eigenkapitals	582,86	625,98
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	582,86	625,98
Ausstehende Aktien in Mio.	15,10	15,10
Fairer Wert der Aktie in EUR	38,60	41,45

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,34
Eigenkapitalkosten	7,6%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	7,6%

Kapitalrendite	WACC				
	7,0%	7,3%	7,6%	7,9%	8,2%
85,2%	43,22	40,68	38,42	36,41	34,60
85,5%	43,33	40,77	38,51	36,49	34,67
85,7%	43,43	40,87	38,60	36,57	34,75
86,0%	43,53	40,96	38,69	36,65	34,83
86,2%	43,63	41,06	38,77	36,73	34,90

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