
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“

13.07.2022 – Managementinterview mit der wallstreet:online AG

Unternehmen: wallstreet:online AG ^{5a,11}

Anlass der Veröffentlichung: Unternehmensmeldung zur Case Study 2026

Analyst: Marcel Goldmann

Aktueller Kurs: 17,74 € (12.07.2022; 17:36 Uhr, Xetra)

Datum (Uhrzeit) der Fertigstellung: 13.07.2022 (08:16 Uhr)

Datum (Uhrzeit) der ersten Veröffentlichung: 13.07.2022 (9:30 Uhr)

**Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 8*

„Wir verstehen uns als Next Generation Broker und Disruptor des klassischen Broker-Markts in Deutschland. Das Transaktionsgeschäft wird in einigen Jahren den größten Anteil an unseren Einnahmen ausmachen.“

Die wallstreet:online AG (wallstreet:online) 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. Gleichzeitig betreibt die Gruppe vier reichweitenstarke Börsenportale (wallstreet-online.de, boersenNews.de, FinanzNachrichten.de und ARIVA.de). Mit mehreren Hundert Millionen monatlichen Seitenaufrufen ist die Gruppe der mit Abstand größte verlagsunabhängige Finanzportalbetreiber im deutschsprachigen Raum und unterhält die größte Finanz-Community.

Vor Kurzem hat wallstreet:online auf ihrer Hauptversammlung die „Case Study 2026“ vorgestellt. Darin wurde das mittelfristige Wachstumspotenzial für das verbesserte Smartbroker-Produkt (Smartbroker 2.0) im Rahmen einer Szenarioberechnung betrachtet. Vor diesem Hintergrund haben wir die Chance genutzt, um mit Matthias Hach, dem Vorstandsvorsitzenden (CEO) des wallstreet:online-Konzerns, ein Interview zur „Case Study 2026“, zum Geschäftsmodell und zu den Perspektiven der Gesellschaft zu führen.

GBC AG: Der Smartbroker ist Teil der wallstreet:online-Gruppe und daher aus unserer Sicht kein typisches Fintech Startup. Was macht die Kombination aus Finanzmedien und Online-Brokerage aus und soll diese auch künftig beibehalten werden?

Matthias Hach: Ich fange mal mit dem zweiten Teil der Frage an: Ganz klares Ja, diese Kombination zeichnet uns aus und soll in Zukunft weiter verstärkt werden. Dank unserer Finanzportale können wir unseren Brokerage-Kunden hochwertigen Journalismus, Echtzeitkurse und viele weitere Informationen rund ums Thema Börse anbieten – und zwar kostenfrei. In naher Zukunft werden wir auch Bezahl-Angebote schaffen, ich denke dabei an einen eigenen Börsenbrief und weitere tradingspezifische Inhalte. Dazu kommt unsere Finanzcommunity mit knapp einer Million registrierten Usern. Da gibt es also jede Menge Möglichkeiten zur Vernetzung und Diskussion. Umgekehrt stellen wir den Lesern unserer Portale mit dem Smartbroker einen vollwertigen Online-Broker zur Verfügung, der nach ihren Wünschen gestaltet wurde und bei dem bereits ab € 0 gehandelt werden kann. Aus meiner Sicht ergänzen sich die beiden Segmente ideal, gleichzeitig haben wir mit dem Portalgeschäft ein über die Jahre gewachsenes und stabiles Geschäftsmodell entwickelt. Die Einnahmen aus der Vermarktung erlauben uns größtenteils eine Innenfinanzierung des Smartbroker-Wachstums.

GBC AG: Beim Smartbroker wurden bereits rund 2 Jahre nach seinem Marktstart 200.000 Depots eröffnet. Sagt der neue Smartbroker 2.0 damit den großen Online-Brokern erst recht den Kampf an und wie gut schneidet Ihr Angebot im Vergleich zur Konkurrenz ab?

Matthias Hach: Der Smartbroker sagt allen Anbietern den Kampf an und ich bin davon überzeugt, dass wir das beste Angebot haben. Für die Kunden der klassischen Hausbanken und Online-Broker lohnt sich ein Smartbroker-Depot schon allein aus finanziellen Erwägungen: Die Zeitschrift „Finanztest“ hat vor zwei Jahren anhand verschiedener Musterdepots errechnet, dass Anleger, die zu uns wechseln, pro Jahr bis zu € 831 sparen können – wohlgemerkt für den gleichen Service und die exakt gleichen Transaktionen. Ich finde es ehrlich gesagt unglaublich, dass die etablierten Banken im Jahr 2022 häufig immer noch völlig überbeuerte Tarife anbieten und bislang damit durchkommen. Die Menschen nutzen bestehende Angebote oftmals aus Gewohnheit oder wissen nicht, welche neuere, bessere Möglichkeiten es gibt. Wir wollen das ändern und greifen daher vor allem die Broker der ersten Generation an. Dafür ist die große Auswahl an Handelsplätzen wichtig, denn die Kunden der großen Banken wollen keine Abstriche bei der Auswahl machen. Unser breites Angebot an Börsen ist aber auch ein entscheidendes Argument im Wettbewerb mit den typischen Neobrokern, die in der Regel nur einen oder zwei Partner anbieten. Die Kunden zahlen dort zwar häufig gar keine oder nur sehr geringe Gebühren, dafür müssen sie ihre Wertpapiere bei einem ganz bestimmten Handelsplatz kaufen und das kann zu ungünstigen Kursen und hohen Spreads führen. Bei größeren Transaktionen kann es also sehr leicht günstiger sein, bei uns € 4 im Xetra-Handel zu zahlen, als € 0 bei einer anderen Börse.

GBC AG: Soll diese Strategie künftig auch in anderen europäischen Märkten umgesetzt werden?

Matthias Hach: Europa ist für uns aktuell noch kein Thema. Alleine in Deutschland wurden laut den offiziellen Zahlen der Bundesbank Ende 2021 28 Mio. Wertpapierdepots geführt, wobei ein Großteil davon noch immer bei den traditionellen Banken und Sparkassen lagen, danach folgen die Broker und Direktbanken der ersten Generation und zuletzt die sogenannten Neobroker. Aufgrund des umfassenden Produktspektrums und dem äußerst günstigen Preis-Modell sind wir in der einzigartigen Lage, Kunden aus allen drei Gruppen anzusprechen und für uns zu gewinnen. Wenn wir hier irgendwann eine entsprechende Stellung aufgebaut haben, können wir gerne nochmal über andere europäische Märkte sprechen. Was man nicht vergessen darf: Andere Anbieter expandieren ins Ausland, weil sie auf schnelles Kundenwachstum angewiesen sind. Das ist aber mit hohen Kosten und Risiken verbunden: Rechtliche Einschränkungen, steuerliche Regelungen, Sprachbarrieren, der allgemeine War for Talents und dann die ganze Koordination mit dem „Mutter-schiff“. Aktuell sehen wir leider, dass sich einige Fintechs übernommen haben und jetzt zahlreiche Mitarbeiter entlassen müssen. Skalierung im Wachstum ist nicht alles, für uns muss es immer werthaltig sein. Wir setzen deshalb auf nachhaltiges Wachstum und konzentrieren uns voll und ganz auf unseren Heimatmarkt.

GBC AG: Worauf achten Kunden bei der Auswahl eines digitalen Brokers? Wie schneidet Smartbroker im Vergleich zur Konkurrenz ab?

Matthias Hach: Man kann es auf drei Kriterien eingrenzen: Zum einen reden wir hier über das Gebührenmodell. Der Smartbroker zählt zweifellos zu den günstigsten Anbietern am Markt – mehrere unabhängige Zeitungen sind sogar der Meinung, dass wir bezogen auf das umfangreiche Produktangebot sogar der preiswerteste Online-Broker in Deutschland sind. Je nach Börsenplatz können unsere Kunden bereits für € 0 handeln, bei anderen Handelsplätzen liegt die Gebühr bei gerade mal € 1 bis € 4. Depotgebühren gibt es nicht und auch keine weiteren versteckten Kosten. Das zweite Kriterium bezieht sich auf das Produktangebot, hier bieten wir das gleiche Paket wie die „großen“ Akteure, aber eben zu den Preisen der Neobroker. Unsere Kunden können an jeder deutschen Börse und

zahlreichen ausländischen Handelsplätzen kaufen und verkaufen. Insgesamt sind es rund 40 Börsenplätze. Für unsere Zielgruppe ist diese breite Auswahl besonders wichtig. Anhand der durchschnittlichen Depotvolumen und der durchschnittlichen Summen je Transaktion sehen wir, dass zu uns hauptsächlich Anleger kommen, die über ein gewisses Vermögen verfügen und in der Regel zuvor bei einem anderen Broker Erfahrungen im Wertpapierhandel gesammelt haben. Diese Kunden wollen nicht auf die breite Produktpalette verzichten, aber sie wollen nicht mehr ausgeben als nötig. Das dritte Kriterium ist unser sehr guter Kunden Service, der ein wichtiger Bestandteil im Gesamtangebot ist und der uns insbesondere zu Neobrokern abgrenzt. Somit bieten wir in Summe ein komplettes und hervorragendes Gesamtangebot.

Wir verstehen uns als Next Generation Broker und „Disruptor“ des klassischen Broker-Markts in Deutschland. Wir verzichten auf branchenübliche Gebühren und geben die Kostenvorteile, die sich durch digitale Produkte, schlanke Strukturen und das Optimieren bestehender Gebührenmodelle ergeben, an unsere Kunden weiter. Dieses disruptive Vorgehen in bestehenden Märkten zugunsten der Endkunden ist Teil unserer Firmen-DNA. Bereits 2004 revolutionierte FondsDiscount den Fonds-Markt für Privatanleger. Die Marke bietet heute mehr als 24 Tsd. Investmentfonds ohne Ausgabeaufschlag an.

GBC AG: Ihr Konzern soll künftig sogar den Namen „Smartbroker Holding AG“ tragen. Was hat Sie zu diesem Schritt bewogen und was bedeutet die Änderung für das Mediengeschäft rund um wallstreet-online.de und die weiteren Portale der Gruppe?

Matthias Hach: Der Smartbroker ist mittlerweile unser wichtigstes Projekt, schon heute arbeitet der Großteil unserer Mitarbeiter in irgendeiner Form für unseren Online-Broker. Insofern macht eine Umfirmierung mit Blick auf unser Kerngeschäft durchaus Sinn. Aber auch auf der Umsatzebene wird sich einiges tun: Das Transaktionsgeschäft wird in einigen Jahren den größten Anteil an unseren Einnahmen ausmachen. Deshalb ist es in meinen Augen nur richtig, dass wir die Bedeutung des Brokergeschäfts auch im Firmennamen zum Ausdruck bringen. Die strategische Ausrichtung der Gruppe soll damit auch am Kapitalmarkt visibler werden – schließlich ist es durch unsere Börsennotierung möglich, nicht nur mit dem Smartbroker zu investieren, sondern auch in den Smartbroker. Für das Mediengeschäft wird sich dadurch nichts ändern. Die Portale laufen weiter unter dem etablierten Namen wallstreet:online, alle publizistischen Angebote in der eigens dafür gegründet wallstreet:online Publishing GmbH gebündelt.

GBC AG: Der Smartbroker 2.0 stellt das wichtigste Projekt für die kommenden Jahre für Ihren Konzern dar. Was genau ändert sich mit der Neuauflage des Online-Brokers für Ihre Kunden?

Matthias Hach: Man kann es eigentlich gar nicht oft genug sagen: Bis auf die günstigen Gebühren und die große Auswahl an Handelsplätzen ändert sich im Grunde alles. Der neue Smartbroker ist nicht nur ein Facelift oder etwas in der Richtung. Wir haben innerhalb von circa anderthalb Jahren tatsächlich ein komplett neues Produkt entwickelt und dazu gehören neben der Smartphone-App eine komplett neue IT-Infrastruktur, eine neue Corporate Identity, eine neue Trading-Oberfläche in der Web-Anwendung und viele weitere Punkte. Wir haben intern neue Strukturen geschaffen oder bestehende Abteilungen personell verstärkt, vom Risk-Management angefangen über Legal, Compliance, Design, Entwicklung bis hin zu Investor Relations. Mit diesem Setup sind wir für den Relaunch und das zu erwartende Wachstum gut aufgestellt. Die wichtigste Änderung für die Kunden ist der Wegfall einer Partnerbank. Wer ein Wertpapierdepot bei Smartbroker eröffnet, der wird künftig auch bei uns Kunde. Das bedeutet: Nach der Lizenzenerweiterung durch die BaFin werden die Depots bei uns liegen. Wir übernehmen den Kundenservice und die gesamte Antragsstrecke, was zu deutlichen Verbesserungen in der Interaktion mit

unseren Kunden führen wird. Wir werden viele Prozesse vereinfachen, beschleunigen und digitalisieren und unsere Innovationskraft hinsichtlich der laufenden Produkterweiterung und -verbesserung voll entfalten können.

GBC AG: Bleiben wir beim Smartbroker 2.0. Sie hatten mitgeteilt, dass sich auch unternehmenseitig einiges ändert, etwa bezüglich der Skalierbarkeit des Produkts. Wie hoch war die Investitionssumme und ab wann wird sich die Neuerung rechnen?

Matthias Hach: Wir investieren im Projektzeitraum 2021-2022 etwa € 20-25 Mio. in die Neuauflage des Smartbroker, den damit verbundenen Personalaufbau und die IT-Entwicklungsarbeiten. Wir internalisieren große Teile der Wertschöpfungskette rund um die Depotführung, die Abwicklung des Wertpapierhandels, das Reporting etc. und arbeiten in Teilbereichen mit ausgewählten Partnern zusammen. Die neue Technologie ist cloudbasiert und skalierbar.

In den vergangenen Monaten haben wir bereits zahlreiche Stellen geschaffen, der Großteil davon im Kundencenter. Ein oft übersehener Unterschied zwischen uns und den typischen Neobrokern ist die gute Erreichbarkeit, und zwar explizit auch telefonisch. Bei vielen Anbietern kann man seine Frage bestenfalls per E-Mail stellen. Unsere Kundenbetreuer sind montags bis freitags von 8 bis 18 Uhr erreichbar. Aber zurück zu den Investitionen: etwas mehr als die Hälfte davon wird aktiviert und über wenige Jahre abgeschrieben. Die Aufwendungen rechnen sich ab dem ersten Tag, da der Smartbroker 2.0 bereits mit der jetzigen Kundenanzahl – abgesehen von den Kosten für Neukundengewinnung – einen positiven Beitrag zur Profitabilität der Gruppe leistet.

GBC AG: Sie stellten kürzlich die Case Study 2026 vor. Darin ist etwa von 600 Tsd. Wertpapierdepots bis Ende 2026 die Rede, Umsätzen zwischen € 140 Mio. und € 180 Mio. sowie einem Anstieg der EBITDA-Marge auf mehr als 35%. Woraus speist sich dieses Wachstum? Wie zuversichtlich sind Sie in die anhaltend starke Trading-Aktivität Ihrer Kunden?

Matthias Hach: Zum einen können wir dank der eigenen Trading-App erstmals im großen Stil in den sozialen Medien und in den unternehmenseigenen Medien-Apps werben, was insgesamt zu einem günstigeren Marketing-Mix und damit zu geringeren Kosten in der Neukundengewinnung führen wird. Wir sprechen künftig also eine deutlich breitere Zielgruppe an und rechnen gleichzeitig mit mehr Trades pro Kunde. Im Gegensatz zur aktuellen Situation werden wir künftig auch Trades von unterwegs sehen, der Handel beschränkt sich dann nicht mehr auf den PC oder den Laptop.

Gleichzeitig sinken die Kosten je Transaktion aufgrund von Skaleneffekten, bei gleichzeitigem Anstieg im Umsatz je Trade, da der Umsatzanteil, der derzeit an die Partnerbank abgeführt wird, vollständig entfällt. Außerdem bietet Smartbroker 2.0 unseren Kunden den Handel mit Kryptowährungen – wohlgemerkt erreichbar über die gleiche Plattform. Wir haben eine komplett neue Handelsoberfläche für die Web-Anwendung entwickelt und werden den Smartbroker sukzessive mit unseren Finanzportalen vernetzen. Unser Ziel ist die Verbindung von Information und Transaktion. Mit Blick auf die Trading-Aktivität unserer Kunden bin ich zuversichtlich. Wir haben in unserer Case Study drei verschiedene Szenarien aufgezeigt, ein sogenannter Low Case mit 20 Transaktionen pro Jahr, ein Base Case mit 30 Transaktionen und ein High Case mit 40 Transaktionen. Diese Zahlen basieren auf Erfahrungswerten, die wir in den vergangenen zweieinhalb Jahren sammeln konnten. Das mittlere Szenario entspricht in großen Teilen den Werten, die wir bei uns im vergangenen Jahr gemessen haben, deshalb ist es in meinen Augen in realistischer Basiswert. Aber selbst mit 20 Transaktionen je Kunde erwirtschaften wir dank des optimierten Geschäftsmodell noch immer solide Erträge.

GBC AG: Welche künftigen Wachstumsfelder sehen Sie für die Gruppe? Soll es über das Brokerage-Geschäft für Privatanleger hinausgehen?

Matthias Hach: Mit dem Start von Smartbroker 2.0 wird unser Geschäftsmodell noch deutlich attraktiver. Für unsere Planung unterscheiden wir in Projekte, die zeitnah einen direkten Umsatzbeitrag leisten können und solche, die langfristig die Position der Gruppe stärken werden. Ein ganz wesentlicher Punkt sind mögliche Zinserträge auf die Cash-Bestände unserer Kunden. Im jetzigen Umfeld würde das bereits einen signifikanten Unterschied beim Umsatz machen. Ganz konkret hielten unsere Kunden Ende Q1 2022 rund € 900 Mio. Cash – bei einer 1%igen Zinsmarge wären das € 9 Mio. an zusätzlichen Einnahmen. Wir planen dieses Angebot zunächst über eine Partnerbank anzubieten und würden in dem Modell einen Teil der Zinseinnahmen erhalten. Eine Idee ist, unsere Brokerage-Infrastruktur künftig auch als White-Label-Lösung B2B-Kunden anzubieten – beispielsweise kleineren Vermögensverwaltern, die derzeit zu höheren Konditionen an Großbanken gebunden sind. Weitere Themen wie die viel diskutierte Aktienrente und andere staatliche Maßnahmen, die den Kapitalmarkt für Privatanleger attraktiver machen könnten, könnten sich zu wesentlichen Treibern des allgemeinen Marktwachstums entwickeln. Dazu zählen auch Themen wie die Finanzbildung, insbesondere für jüngere Anleger, die man auf diese Weise an den Kapitalmarkt heranführen könnte.

GBC AG: Welche Relevanz hat das regulatorische Thema „Payment for Order Flow“ für den Smartbroker und Ihren Konzern? Wie würden Sie mit einem etwaigen Verbot der Rückvergütungen umgehen?

Matthias Hach: Natürlich verfolgen wir die Diskussion sehr genau, aber ehrlich gesagt sehen wir das Thema vergleichsweise entspannt. Zum einen sind wir deutlich weniger abhängig von Rückvergütungen, als es bei vielen typischen 0-Euro-Brokern der Fall ist. Zum anderen haben wir zuletzt positive Signale von Seiten der Politik gesehen. Ein Komplettverbot, wie es noch vor wenigen Monaten diskutiert wurde, scheint aktuell nicht mehr im Fokus zu stehen. Stattdessen rechnen wir mit strengeren Auflagen mit Blick auf die Transparenz und dagegen ist im Zweifel nichts zu sagen. Es würde der Branche und insbesondere dem Image der Online-Broker gut tun, wenn die Kunden besser über die Geschäftsmodelle und Absprachen informiert wären. Wir haben jedenfalls nichts zu verbergen. Jetzt spielen wir aber ruhig mal für einen Moment das von Ihnen skizzierte Szenario durch: Bei einem Komplettverbot würden wir die Gebühren pro Order vermutlich um etwa einen Euro anheben – und würden damit noch immer das günstigste Angebot in der Kategorie „voller Produktumfang“ darstellen, d.h. an den grundlegenden Marktdynamiken würde sich nichts ändern. Andere Anbieter mit einer ohnehin schon schwachen Marge müssten die Preise vermutlich sogar deutlich erhöhen. So oder so würde eine derartige Entscheidung dazu führen, dass die Kunden höhere Preise zahlen und damit würden die Zugangshürden zum Kapitalmarkt wieder zunehmen. Genau das kann eigentlich nicht im Sinne der Politik sein.

GBC AG: Vor dem Hintergrund der Unsicherheiten bezüglich einer andauernden Corona-Pandemie, der Ausweitung des Ukrainekriegs und einer weiteren Verschärfung der Inflation, besteht die Gefahr einer deutlichen Abkühlung der Konjunktur oder gar rezessiven Entwicklungen. Wie stabil bzw. robust schätzen Sie Ihre Zielmärkte und Ihr Geschäftsmodell im Falle einer auftretenden Rezession ein?

Matthias Hach: Niemand kann sagen, wie sich die Märkte in den kommenden Monaten entwickeln werden, allerdings bin ich für unser Unternehmen durchaus optimistisch: Die wallstreet:online AG besteht schon seit 24 Jahren, wir haben schon so manche Krise gemeistert vom Neuen Markt, über 9/11 und die Finanzkrise 2008 bis hin zu Corona und dem Ukrainekrieg. Unser Medien-Geschäft ist stabil und wächst seit Jahren kontinuierlich. In gewisser Weise sorgen turbulente Zeiten an den Börsen sogar zu einem erhöhten Medienkonsum. Wenn die Kurse plötzlich in den Keller rauschen, suchen Anleger nach Erklärung und Einordnung. Wir sehen an unseren Aufrufzahlen, dass die Aktionäre gerade

jetzt wieder verstärkt wallstreet-online.de und unsere anderen Börsenportale ansteuern. Während der heißen Corona-Phase war das ganz ähnlich. Mit Blick auf unseren Online-Broker können wir auf Erfahrungswerte aus den vergangenen zweieinhalb Jahren zurückgreifen. An der Börse ergeben sich immer Chancen, das heißt, es wird immer Transaktionen geben – wenn auch vielleicht etwas weniger. Man darf auch nicht vergessen, dass ein hoher Anteil unserer Kunden Sparpläne verfügt und dadurch regelmäßig Transaktionen vornimmt, und zwar unabhängig von der politischen Wetterlage. Außerdem wächst eine Generation heran, die immer stärker begreift, dass sie etwas gegen die Rentenlücke tun muss und da führt an den Aktienmärkten und der Wertpapieranlage kein Weg vorbei. Insofern rechne ich mit einer steigenden Aktionärsquote und das bietet wiederum neue Chancen für uns.

GBC AG: wallstreet:online konnte auch im vergangenen Geschäftsjahr ihren dynamischen Wachstumskurs fortsetzen. Was können Anleger und Investoren im laufenden Geschäftsjahr von Ihrem Unternehmen erwarten? Welche Guidance haben Sie sich gegeben?

Matthias Hach: 2022 ist für uns ein Übergangsjahr. Der Start von Smartbroker 2.0 rückt immer näher, wir stecken momentan nahezu die gesamte Energie in die Entwicklung. Gleichzeitig haben wir unsere Marketingaktivitäten entsprechend heruntergefahren. Wir schonen unsere Ressourcen für die Zeit nach dem Relaunch. Trotzdem gehen wir für dieses Jahr von einem Umsatzwachstum von 25% aus – basierend auf 55 Tsd. neuen Wertpapierdepots. Wir sind zuversichtlich, dass wir diesen Wert erreichen werden. Mit den 55 Tsd. neuen Wertpapierdepots in diesem Jahr kommen wir auf insgesamt 300.000 eröffnete Depots. Mit Blick auf das betreute Vermögen rechnen wir mit Assets under Custody in Höhe von ca. € 10,3 Mrd. In diesem Jahr soll das Mediengeschäft 56% des Umsatzes ausmachen, der Bereich Transaktion würde dementsprechend auf 44% kommen. Wir rechnen mit einem Umsatz zwischen € 62 und € 67 Mio. und einem operativen EBITDA vor Kundengewinnungskosten für den Smartbroker zwischen € 16 und € 18 Mio.

GBC: Vielen Dank für das Gespräch.

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,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, Kristina Heinzlbecker, Email: heinzlbecker@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

§ 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