



Researchstudie (Anno)

wallstreet:online AG

wallstreet:online

Hohe Nachfrage durch die Konsolidierung des Portalmarktes

-

Sehr starkes Wachstum über den SmartBroker

Kursziel: 95,00 €

(bisher: 92,10 €)

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis

sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 18

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“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 09.07.2020 (16:00 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 13.07.2020 (09:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2021

wallstreet:online AG^{*5a,7,11}

Rating: Kaufen
Kursziel: 95,00 €
(bisher: 92,10 €)

aktueller Kurs: 56,80 €
07.07.2020 / ETR 15:56
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A2GS609
WKN: A2GS60
Börsenkürzel: WSO1
Aktienanzahl³: 1,80
Marketcap³: 102,35
EnterpriseValue³: 68,82
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 23,0%

Transparenzlevel:
Basic Board

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
mwb fairtrade Wertpapierhandelsbank AG

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 19

Unternehmensprofil

Branche: Internet-Dienstleister

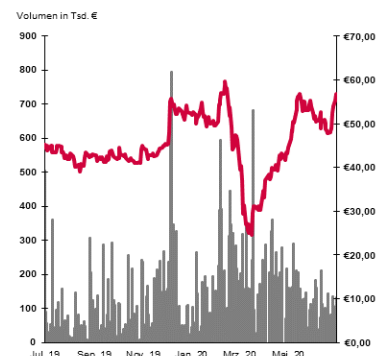
Fokus: Online-Werbung, Finanz-Community, Finanznachrichten, Fintech

Mitarbeiter: 25 Stand: 31.12.2019

Gründung: 1998

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Stefan Zmojda, Michael Bulgrin, Oliver Haugk



Die wallstreet:online-Gruppe betreibt mit über 125 Mitarbeitern an den Standorten Berlin, Frankfurt, Kiel, Leipzig und München die Portale wallstreet-online.de, boersenNews.de, FinanzNachrichten.de und ARI-VA.de. Mit rund 328 Mio. Seitenaufrufen (Stand 03/2020) ist die Gruppe der mit Abstand größte verlagsunabhängige Finanzportalbetreiber im deutschsprachigen Raum und die Finanz-Community Nr. 1. Täglich werden auf den Portalen über 12.000 Lesermeinungen zu Aktien und Kapitalanlagen veröffentlicht. Aktuelle Finanznachrichten und Analysen von mehr als 400 Autoren runden das Angebot ab und machen die wallstreet-online.de zu einem umfassenden Informationsportal in allen Fragen zu Börse & Geldanlage. Darüber hinaus ist die wallstreet:online-Gruppe mit ihren Beteiligungen an FondsDISCOUNT.de und Smartbroker im Fintech-Bereich aktiv.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2018*	31.12.2019*	31.12.2020e**	31.12.2021e**
Umsatz	7,77	8,55	25,98	34,00
EBITDA	3,40	3,69	3,51	9,96
EBT	3,66	3,02	6,32	9,68
Jahresüberschuss	3,23	1,90	4,43	6,78

*wallstreet:online AG; **wallstreet:online Gruppe

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	2,10	1,06	2,46	3,76
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	8,85	8,05	2,65	2,02
EV/EBITDA	20,22	18,66	19,59	6,91
EV/EBIT	18,82	22,77	10,89	7,11
KGV	31,67	53,89	23,13	15,10
KBV		3,77		

Finanztermine

20.08.2020: Hauptversammlung
September 2019: Halbjahresabschluss
08.12.2020: MKK Kapitalmarktkonferenz

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

12.09.2019: RS / 92,10 € / KAUFEN

06.05.2019: RS / 92,10 € / KAUFEN

05.09.2018: RS / 88,70 € / KAUFEN

23.04.2017: RS / 77,10 € / KAUFEN

21.12.2017: RS / 46,70 € / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Die wallstreet:online Gruppe hat im abgelaufenen Geschäftsjahr die Portal-Reichweite über zahlreiche Akquisitionen enorm ausgebaut und plant mit der wallstreet:online Capital AG verstärkt in den Brokerage/FinTech-Markt einzusteigen. Der Markteintritt ist mit dem Produkt SmartBroker äußerst erfolgreich angelaufen, sodass das Management sich dazu entschieden hat die dynamische Wachstumsphase mit Investitionen weiter zu stärken.
- Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2019 konnte der Umsatz der wallstreet:online Gruppe (wallstreet:online AG, Markets Inside Media GmbH und ABC New Media AG) um 16,0% auf 12,30 Mio. € (VJ: 10,60 Mio. €) gesteigert werden. Den größten Umsatzanteil hatte nach wie vor die wallstreet:online AG mit 8,55 Mio. € Umsatz (VJ: 7,77 Mio. €). Die wichtigen Wachstumsimpulse kamen neben den Akquisitionen aus dem IR-Segment. Der Bereich IR profitierte auch von der sehr guten Stellung der wallstreet:online AG im Ausland. So wurden 5,87 Mio. € der Umsatzerlöse im Ausland erzielt (VJ: 5,15 Mio. €).
- Durch die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells wurden überproportionale Ergebnisverbesserungen erzielt. Das EBT stieg in der Gruppe um 20,8% auf 5,80 Mio. € (VJ: 4,80 Mio. €), was einer Margenverbesserung auf 47,2% (VJ: 45,3%) entspricht. Im abgelaufenen Geschäftsjahr fielen jedoch Sonderkosten durch die Kapitalerhöhung, die Beteiligungserwerbe und weitere Projekte unter anderem den SmartBroker an. Bereinigt um diese Sonderkosten lag das EBT bei 6,6 Mio. €. Insgesamt konnte so die wallstreet:online Gruppe wie erwartet sehr profitabel weiter wachsen.
- Die wallstreet:online Gruppe sollte unseres Erachtens auch in den kommenden Jahren weiter dynamisch wachsen. Nachdem in den letzten Jahren insbesondere der IR-Markt wichtige Wachstumsimpulse geliefert hat, erwarten wir für das Jahr 2020 insbesondere Umsatzsteigerungen aus dem FinTech -Bereich mit dem SmartBroker. Darüber hinaus sollten sich auch anorganische Basiseffekte aus Akquisitionen umsatz erhöhend auswirken. Wir erwarten eine deutliche Steigerung der Umsatzerlöse im laufenden Geschäftsjahr 2020 auf 25,98 Mio. € und 34,00 Mio. € für das Jahr 2021. Der Hauptgrund für dieses dynamische Wachstum dürfte der SmartBroker sein, welcher vom Markt sehr gut angenommen wird. Ursprünglich war für das Jahr 2020 geplant 30.000 Kunden zu gewinnen. Nachdem aber bereits im ersten Quartal 20.000 Kunden gewonnen wurden, hat sich das Management dazu entschieden weitere Wachstumsinvestitionen zu tätigen und plant 60.000 Kunden im Jahr 2020 zu gewinnen und 100.000 für das Jahr 2021.
- Vor dem Hintergrund der höheren Investitionen erwarten wir ein EBITDA in Höhe von 3,51 Mio. € im Jahr 2020 und 9,96 Mio. € im Jahr 2021. Aus der Veräußerung der Anteile an der Trade Republic Bank GmbH konnte ein außerordentlicher Ertrag in Höhe von 2,70 Mio. € realisiert werden. Entsprechend erwarten wir im Geschäftsjahr 2020 ein EBT in Höhe von 6,32 Mio. € und 9,68 Mio. € im Jahr 2021.
- **Auf Basis unseres DCF-Modells und der höheren Prognosen heben wir unser Kursziel auf 95,00 € (bisher: 92,10 €) an und vergeben das Rating Kaufen.**

INHALTSVERZEICHNIS

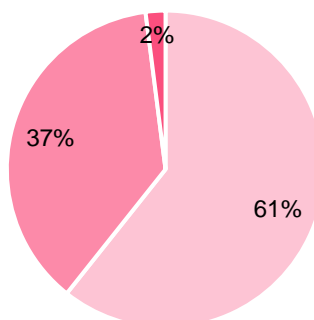
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Das Portal der wallstreet:online AG	4
Auswahl wichtiger Partner und Kunden	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	7
Kennzahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2019	8
Umsatzentwicklung	8
Ergebnisentwicklung	9
Bilanzielle und finanzielle Situation	11
SWOT-Analyse	12
Prognose und Modellannahmen	13
Umsatzprognosen	13
Ergebnisprognosen	14
Bewertung	16
Modellannahmen	16
Bestimmung der Kapitalkosten	16
Bewertungsergebnis	16
DCF-Modell.....	17
Anhang	18

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

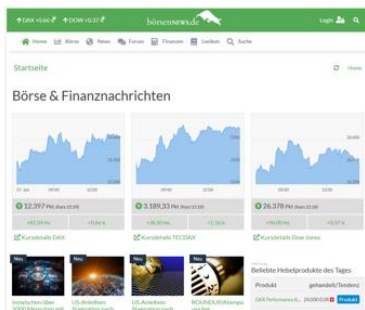
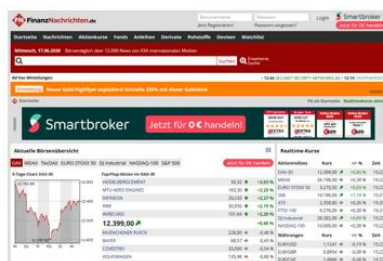
Anteilseignerin %	
Gründer André..	60,70%
Streubesitz	37,28%
Management	2,02%

Quelle: wallstreet:online, GBC



- Gründer André..
- Streubesitz
- Management

Das Portal der wallstreet:online AG



Quelle: wallstreet-online.de

Auswahl wichtiger Partner und Kunden

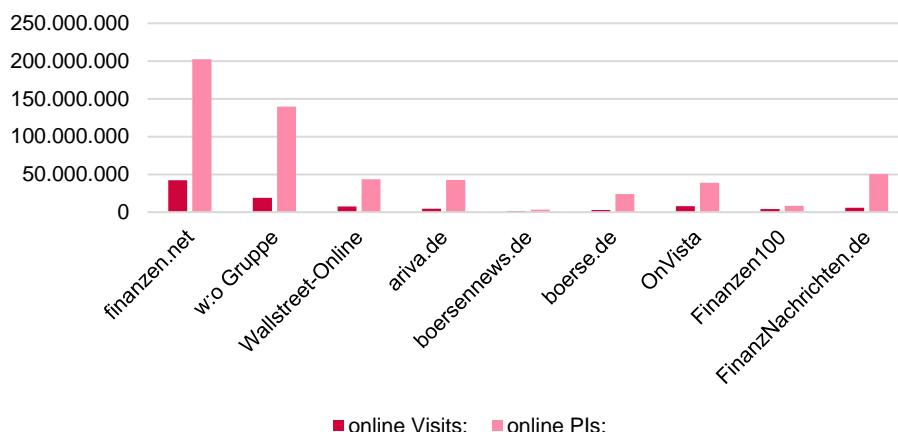


Quelle: wallstreet:online

MARKT UND MARKTUMFELD

Der Markt für deutsche Finanzportale wird aktuell weiterhin von finanzen.net dominiert. Finanzen.net ist Teil der Axel Springer AG und erhält somit über die zahlreichen Veröffentlichungen des Verlags Querverweise und entsprechend viele Page Impressions und online visits. Die wallstreet:online Gruppe konnte durch die getätigten Akquisitionen nahezu aufschließen und hat die meisten Page Impressions und online visits der verlagsunabhängigen Webseiten. Zudem verfügt die wallstreet:online weiterhin über die größte Online-Community mit zahlreichen aktiven Usern.

Anzahl der Page Impressions und der online visits



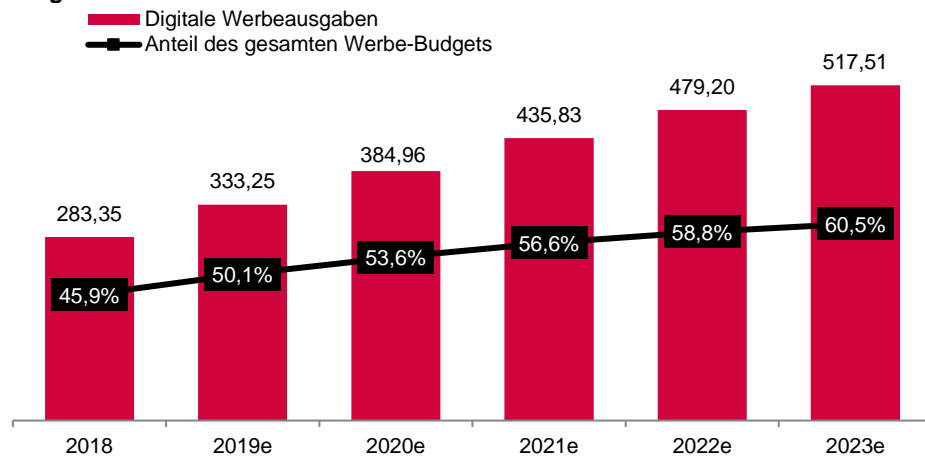
Quelle: IVW; w:o Gruppe bestehend aus wallstreet-online.de, ariva.de boersennews.de, und finanznachrichten.de, stand 06/2020

Die wallstreet:online Gruppe erzielt einen umfangreichen Anteil der Umsätze aus digitalem Marketing. Dieser Markt wächst weiterhin dynamisch. Digitales Marketing ist die aktivste und am schnellsten wachsende Marketingtechnik. Das Wachstum kann auf den globalen Digitalisierungstrend zurückgeführt werden. Jede Minute werden schätzungsweise 650.000 Suchanfragen bei Google gestellt, mehr als 700 Videos auf YouTube gehostet, über 700.000 Status-Updates und 500.000 Kommentare auf Facebook gepostet, über 65.000 Tweets weltweit verfasst und etwa 180 Millionen E-Mails verschickt. Diese Zahlen unterstreichen die Bedeutung der digitalen Medien als Marketinginstrument. Digitale Werbung ist das am schnellsten wachsende Segment des globalen Marktes für Werbeausgaben. Die zunehmende Nutzung von Smartphones und die Verfügbarkeit preiswerter Internetdienste sind die beiden Hauptfaktoren, die die Wachstumsaussichten für diesen Markt vorantreiben. Laut dem Cole Report planen mehr als 30% aller Unternehmen, innerhalb der nächsten fünf Jahre rund 75% ihres Werbebudgets für digitales Marketing auszugeben. Ein großer Teil des Wachstums des globalen Marktes für digitale Marketingausgaben kann der Tatsache zugeschrieben werden, dass diese Plattformen für die Nutzer interaktiv sind. Da die Kundenbindungsrate dieser Kampagnen höher ist als bei anderen Marketingstrategien, werden sie von Unternehmen schnell angenommen, um ihren Kundenstamm zu vergrößern. Die Fähigkeit strategisch geplanter interaktiver Kampagnen, Kunden effektiv zu binden, wird im Prognosezeitraum zu einer größeren Akzeptanz digitaler Plattformen führen.

Im Jahr 2019 sind die weltweiten Ausgaben für digitale Werbung um 17,6% auf 333,25 Milliarden Dollar gestiegen. Das bedeutet, dass zum ersten Mal etwa die Hälfte des globalen Werbemarktes auf digitale Anzeigen entfallen ist. Die anhaltende Verlagerung hin zur digitalen Werbung bedeutet nicht, dass die traditionellen Kanäle im Jahr 2019 vernachlässigt wurden. Tatsächlich beginnen Werbetreibende auf der ganzen Welt damit, eine Strategie zu entwickeln, wie sie sowohl die traditionelle als auch die digitale

Werbung effektiv nutzen und die Art und Weise, wie ihr Publikum Medien konsumiert, besser widerspiegeln können. Das ist Teil eines größeren Trends der Konvergenz innerhalb der gesamten Marketing- und Werbelandschaft.

Globaler Markt für digitale Werbung und der Anteil an dem gesamten Werbe-Budget



Quelle: eMarketer

Gemäß eMarketer soll der globale Markt für digitale Werbung durchschnittlich mit 11,6% wachsen und im Jahr 2023 rund 517,51 Mio. € erreichen. Auch die wallstreet:online Gruppe ist aktiv im dynamischen Werbemarkt und konnte noch deutlich dynamischer wachsen. Im Bereich der IR-Werbung sollte das Unternehmen in Deutschland einen signifikanten Marktanteil besitzen, wobei hier ein großer Werbeanteil auch von ausländischen Unternehmen gestellt wird. Wir gehen davon aus, dass die wallstreet:online Gruppe auch zukünftig von dem dynamischen Markt profitieren kann.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

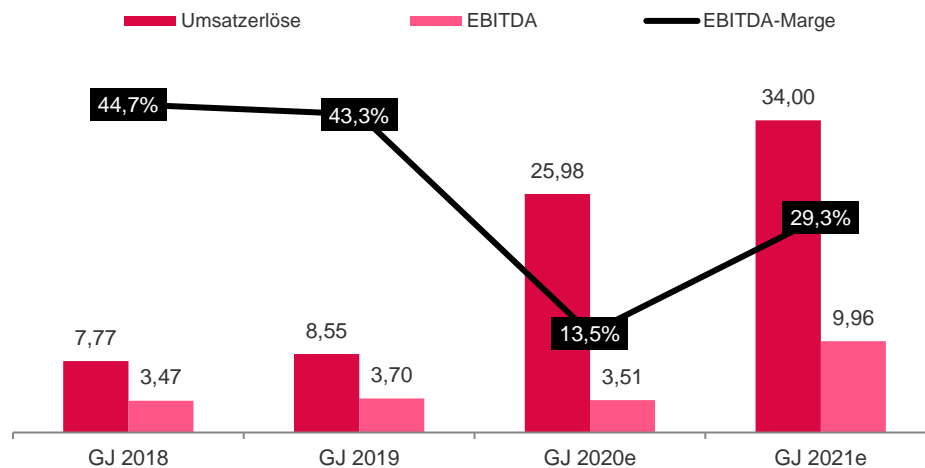
Kennzahlen im Überblick

*wallstreet:online AG; **wallstreet:online Gruppe

	*GJ 2018	*GJ 2019	**GJ 2020e	**GJ 2021e
Umsatzerlöse	7,77	8,55	25,98	34,00
andere aktivierte Eigenleistungen	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige betriebliche Erträge	0,44	0,16	0,00	0,00
Materialaufwand	-1,05	-1,37	-3,64	-4,42
Rohergebnis	7,16	7,34	22,34	29,58
Personalaufwand	-2,02	-2,41	-7,03	-8,12
Abschreibungen	-0,07	-0,02	-0,20	-0,21
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,67	-1,23	-11,80	-11,50
EBIT	3,40	3,69	3,31	9,75
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,02	0,02	0,00	0,00
Abschreibungen auf Finanzanlagen und auf Wertpapiere des Umlaufvermö- gens	-0,37	-1,20	0,00	0,00
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	0,00	-0,05	-0,07	-0,07
Erträge aus Beteiligungen	0,61	0,56	3,08	0,00
EBT	3,66	3,02	6,32	9,68
Ertragssteuern	-0,42	-1,12	-1,90	-2,90
sonstige Steuern	0,00	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss	3,23	1,90	4,43	6,78
Umsatzerlöse	7,77	8,55	25,98	34,00
EBITDA	3,47	3,70	3,51	9,96
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>44,7%</i>	<i>43,3%</i>	<i>13,5%</i>	<i>29,3%</i>
EBIT	3,40	3,69	3,31	9,75
<i>EBIT-Marge</i>	<i>43,8%</i>	<i>43,1%</i>	<i>12,8%</i>	<i>28,7%</i>
EBT	3,66	3,02	6,32	9,68
<i>EBT-Marge</i>	<i>47,0%</i>	<i>35,3%</i>	<i>24,3%</i>	<i>28,5%</i>
Jahresüberschuss	3,23	1,90	4,43	6,78
<i>Netto-Marge</i>	<i>41,6%</i>	<i>22,2%</i>	<i>17,0%</i>	<i>19,9%</i>

Quelle: GBC AG

Entwicklung des Umsatzes (in Mio. €), des EBT (in Mio. €) und der EBT-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Geschäftsentwicklung 2019

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019
Umsatzerlöse	5,19	7,77	8,55
EBITDA	2,03	3,40	3,69
EBITDA-Marge	39,1%	43,8%	43,1%
EBIT	1,89	3,40	3,69
EBIT-Marge	36,4%	43,8%	43,1%
Jahresüberschuss	1,78	3,23	1,90
EPS in €	1,15	2,10	1,06

Quelle: wallstreet:online AG, GBC

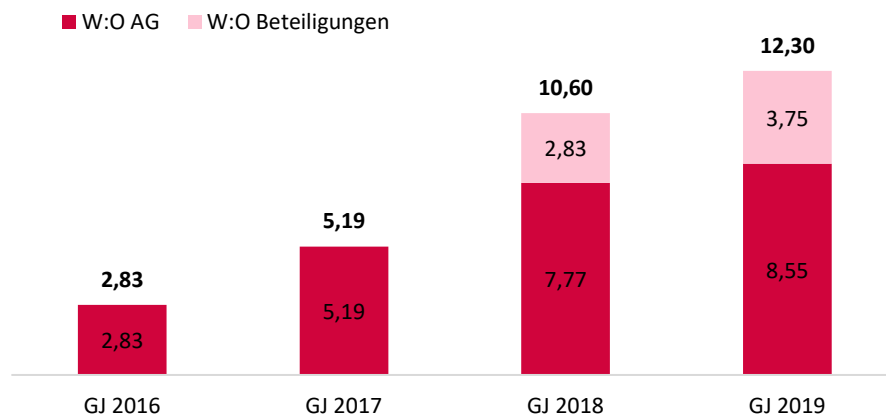
Umsatzentwicklung

Die wallstreet:online Gruppe (w:o) baut seit 2018 die Reichweite über weitere Portale aus und hat das Geschäftsmodell um den Bereich FinTech erweitert. Nachdem der ursprüngliche Fokus kurzzeitig auf dem Bereich Blockchain lag, wurde nun die Fokussierung auf das Brokerage-Geschäftsmodell verlagert. So wurde die Reichweite ausgebaut über die Akquisitionen boersenNews.de (02/2018), Finanznachrichten.de (02/2019), ARIVA.de (04/2019), und Smart Investor Verlag (10/2019). Der Ausbau des FinTech-Bereichs erfolgte insbesondere über die Beteiligung an der wallstreet:online Capital AG (02/2019) und den Start des Smartbroker-Angebots. Hierdurch hat sich das Unternehmen unabhängiger von der einzelnen Erlösquelle des wallstreet:online.de-Portals aufgestellt und hat sich zudem über den FinTech-Bereich vom volatileren IR-Markt befreit.

Zur näheren Betrachtung haben wir den Jahresabschluss der wallstreet:online AG und die veröffentlichten Zahlen der wallstreet:online Gruppe analysiert. Eine Konsolidierung der Beteiligung in einen Konzernabschluss sollte zum Halbjahr 2020 erfolgen und wird die Geschäftsentwicklung noch transparenter gestalten.

Gemäß der Meldung vom 24.02.2020 wurde der Umsatz der w:o Gruppe (wallstreet:online AG, Markets Inside Media GmbH und ABC New Media AG) um 16,0% auf 12,30 Mio. € (VJ: 10,60 Mio. €) gesteigert. Hiervon steuerte die w:o AG 8,55 Mio. € (VJ: 7,77 Mio. €) bei und erzielte ein Wachstum um 10,0%. Die übrigen Beteiligungen stiegen um 32,5% auf 3,75 Mio. € (VJ: 2,83 Mio. €) an, wobei hier auch anorganische Wachstumseffekte beigetragen haben sollten. Mit 12,30 Mio. € Umsatz wurde unsere Schätzung von 12,00 Mio. € leicht übererfüllt und lag damit über der Guidance von 10,00 – 12,00 Mio. €

Umsatzentwicklung der wallstreet:online Gruppe (in Mio. €)

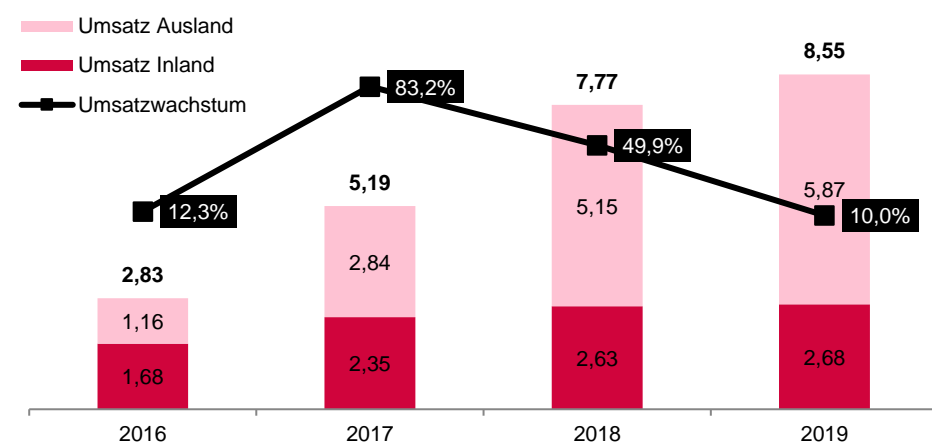


Quelle: wallstreet:online, GBC

Der Wachstumstreiber der w:o AG lag abermals in den ausländischen Umsatzerlösen begründet. So stieg der Umsatz außerhalb Deutschlands um 14,1% auf 5,87 Mio. € (VJ:

5,15 Mio. €) und der Umsatz im Inland verblieb mit 2,68 Mio. € (VJ: 2,63 Mio. €) auf Vorjahresniveau. Hier zeigt sich die starke Stellung die die w:o AG im Ausland aufgebaut hat. Ein wesentlicher Anteil dieser Umsätze sollte unseres Erachtens aus dem Bereich IR kommen, welcher sehr abhängig von der Börsenstimmung ist. Trotz des kurzfristigen Corona-Schocks konnten sich die Märkte zuletzt erholen, wovon auch die w:o AG deutlich profitieren sollte. Zudem sollte es wichtige Vermarktungssynergien zwischen den zugekauften Portalen geben, da die Reichweite in der Regel ein maßgeblicher Verkaufsfaktor für Werbeanzeigen ist. So erreichte die Gruppe mehr als 177 Mio. vermarktbarere Seitenaufrufe bei rund 21 Mio. Webseitenbesuchern.

Umsatzentwicklung der wallstreet:online AG

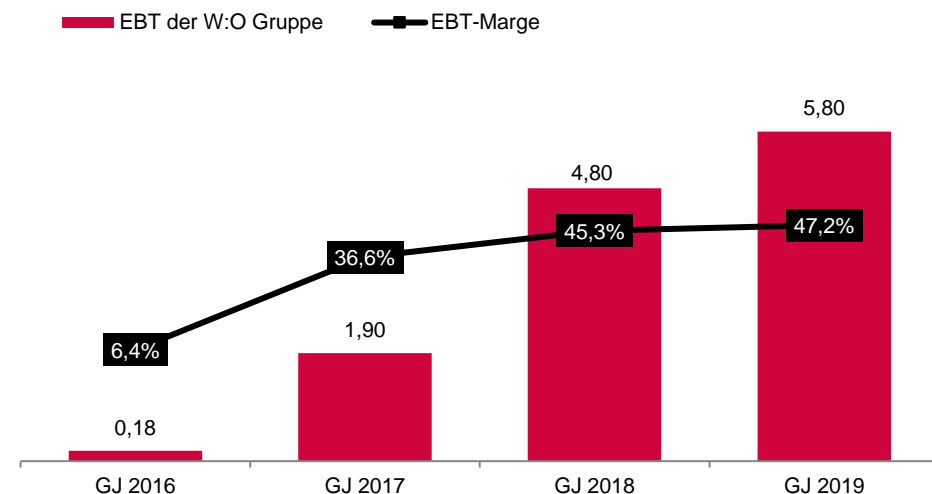


Quelle: wallstreet:online AG, GBC AG

Ergebnisentwicklung

Ergebnisseitig konnte eine überproportionale Verbesserung erzielt werden, was zu einer deutlichen Margenausweitung führte. Das EBT der w:o Gruppe wurde um 20,8% auf 5,80 Mio. € (VJ: 4,80 Mio. €) gesteigert; dies entspricht einer Margenverbesserung auf 47,2% (VJ: 45,3%).

Entwicklung des EBT (in Mio. €), der EBT-Marge (in %) der wallstreet:online Gruppe



Quelle: wallstreet:online, GBC

Im abgelaufenen Geschäftsjahr fielen jedoch auch Sonderkosten im Rahmen der Kapitalerhöhung, der Beteiligungserwerbe, des Projektes SmartBroker und für weitere Pro-

jekte an. Die Einmalaufwendungen beliefen sich etwa auf 0,8 Mio. €, entsprechend lag das bereinigte EBT bei 6,6 Mio. €, bzw. einer EBT-Marge von 53,7%. Das EBITDA wurde, bereinigt um Sonderkosten, mit 6,7 Mio. € (VJ: 4,75 Mio. €) angegeben. Also gehen wir davon aus, dass das unbereinigte EBITDA sich auf 5,9 Mio. € beläuft. Es konnte dementsprechend auch auf der EBITDA-Ebene eine Margenverbesserung erzielt werden mit einer bereinigten EBITDA-Marge von 54,4% (VJ: 44,6%) und einer unbereinigten EBITDA-Marge von 47,9%.

Das Finanzergebnis der wallstreet:online AG belief sich trotz der sehr guten operativen Entwicklung auf -0,67 Mio. €. Hintergrund ist die schwache Entwicklung der crumbl AG mit einer Abwertung der Beteiligung von 0,75 Mio. € auf 0,25 Mio. €. Gleichsam wurde auch das Darlehen der Mint Asset GmbH um 0,45 Mio. € abgewertet. Hintergrund dieser Entwicklung ist der Projektstillstand im Bereich der Zeichnung und Vermarktung digitaler Assets. So brachen die Aktivitäten des Kryptowährungsmarktes ein und es ließen sich kaum Geschäfte in diesem schwachen Marktumfeld generieren. Gegenläufig zu den Abwertungen stand ein positiver Finanzbeitrag in Höhe von 0,56 Mio. € durch die Markets Inside Media GmbH, welche satzungsgemäß 50% an die wallstreet:online AG ausgeschüttet.

Insgesamt zeigt dies, dass das Unternehmen sich in einem äußerst dynamischen Marktumfeld bewegt und starke Skaleneffekte heben kann. Neben der dynamischen Umsatzentwicklung konnte weiterhin das Margenniveau in der Gruppe ausgebaut werden. Dies sollte insbesondere an der sehr stabilen Kostenstruktur und dem Lean-Management-Approach liegen.

Bilanzielle und finanzielle Situation

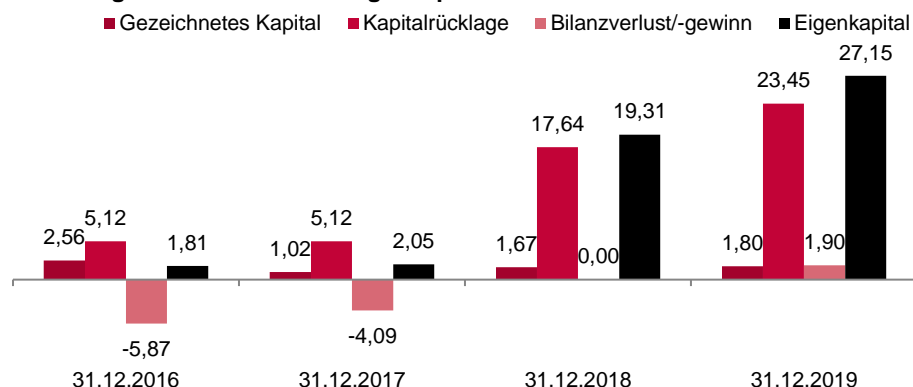
in Mio. €	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019
Eigenkapital	2,05	19,31	27,15
EK-Quote (in %)	42,2%	92,9%	75,4%
Operatives Anlagevermögen	0,08	0,25	0,24
Working Capital	0,15	0,30	-3,81
Net Debt	-2,84	-10,54	-3,91

Quelle: wallstreet:online, GBC

Da der Jahresabschluss 2019 noch nicht als konsolidierter Konzernbericht erstellt wurde, beziehen sich unseren Aussagen ausschließlich auf die wallstreet:online AG. Die erste Konsolidierung sollte zum Halbjahr 2020 erfolgen (ohne w:o Capital) und anschließend, sofern das Inhaberkontrollverfahren abgeschlossen ist, mit der w:o Capital zum Geschäftsjahresabschluss 2020.

Die Eigenkapitalquote der wallstreet:online AG reduzierte sich von 92,9% (31.12.2018) auf 75,4% (31.12.2019). Diese deutliche Reduktion ist auf die erstmalige Aufnahme von Krediten zurückzuführen. Dennoch stieg das Eigenkapital auf 27,15 Mio. € an (VJ: 19,31 Mio. €).

Entwicklungen des bilanziellen Eigenkapitals



Quelle: wallstreet:online, GBC

So wurde ein Darlehen in Höhe von 2,29 Mio. € zum Erwerb der Ariva AG aufgenommen sowie weitere 2,03 Mio. € als Kaufpreisverbindlichkeit aus der ABC New Media AG-Akquisition (bereits im Frühjahr 2020 zurückgeführt). Trotz der deutlich reduzierten Eigenkapitalquote ist das Unternehmen immer noch bilanziell hervorragend aufgestellt. Durch die konstant hohe Profitabilität ist aus den aufgebauten Bilanzverlusten inzwischen ein umfangreicher Bilanzgewinn geworden. So stieg der Bilanzgewinn auf 1,90 Mio. € (VJ: 0,00 €) und das Eigenkapital insgesamt auf 27,15 Mio. € (VJ: 19,31 Mio. €).

Beteiligungen	Beteiligungquote
ABC New Media AG (Finanznachrichten.de)	100%
Ariva AG (Ariva.de)	100%
Smart Investor Media GmbH (Smart Investor)	90%
crumbl AG (crumbl.org)	85%
wallstreet:online Capital AG (fondsdiscout.de & SmartBroker)	70%*
net.ICO AG (Aufbau eines Zeichnungsportals für ICOs)	100%
GF Global Funds SICAV	33,3%

Quelle: wallstreet:online AG, GBC, *Unter Vorbehalt der erfolgreichen Durchführung eines Inhaberkontrollverfahrens. Mit Vollzug der Transaktion wird bis Ende des Jahres 2020 gerechnet. Am 16.4.2020 veröffentlichte das Unternehmen die geplante Veräußerung der Anteile an der Trade Republic Bank GmbH (3,3%) mit einem Veräußerungserlös in Höhe von 3,5 Mio. € und einem außerordentlichen Ertrag in Höhe von 2,7 Mio. €.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Sehr skalierbares Geschäftsmodell mit einem hohen Anteil an Fixkosten • Nischenmarkt, welcher so gut wie keine neuen Wettbewerber zulässt • Sehr treue und aktive Finanz-Community • Neue Werbe-Produkte können schnell und zuverlässig etabliert werden • Hohe Markenbekanntheit in der DACH-Region, sowie in den USA und Kanada • Sehr erfahrenes Management nutzt aktuelle Marktlagen und erkennt frühzeitig Trends im Online-Geschäft 	<ul style="list-style-type: none"> • Hohe Abhängigkeit von der Finanz-Community • Regional auf die deutschsprachige Community beschränkt • Hohe Abhängigkeit von Börsenumfeld und Produktplatzierungen
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Wachstumschancen im dynamischen FinTech -Markt über den SmartBroker und fondsdiscouunts.de • Hohes Marktwachstum in der Online- und Displaywerbung • Sehr gute Marktwahrnehmung in den USA und Kanada kann zu weiter steigender Nachfrage führen • Der Wechsel von der Agenturvermarktung hin zu Realtime Bidding kann zu weiteren Margenausweitungen führen • Hohe Cross-Selling-Potenziale zwischen den Online-Portalen und den FinTech -Aktivitäten 	<ul style="list-style-type: none"> • Mögliche Regulierungen könnten das Bewerben von Finanzprodukten weiter erschweren. • Schnellelebige Internetgeschäft könnte durch neue Technologien/Ansätze das Geschäftsmodell von w:o überflüssig machen • Zyklisches Börsengeschäft könnte zu schwächeren operativen Phasen führen, insbesondere im Bereich Werbeanzeigen

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2019*	GJ 2020e**	GJ 2021e**
Umsatzerlöse	8,55	25,98	34,00
EBITDA	3,69	3,51	9,96
EBITDA-Marge	43,1%	13,5%	29,3%
EBIT	3,69	3,31	9,75
EBIT-Marge	43,1%	12,8%	28,7%
Jahresüberschuss	1,90	4,43	6,78
EPS in €	1,06	2,46	3,76

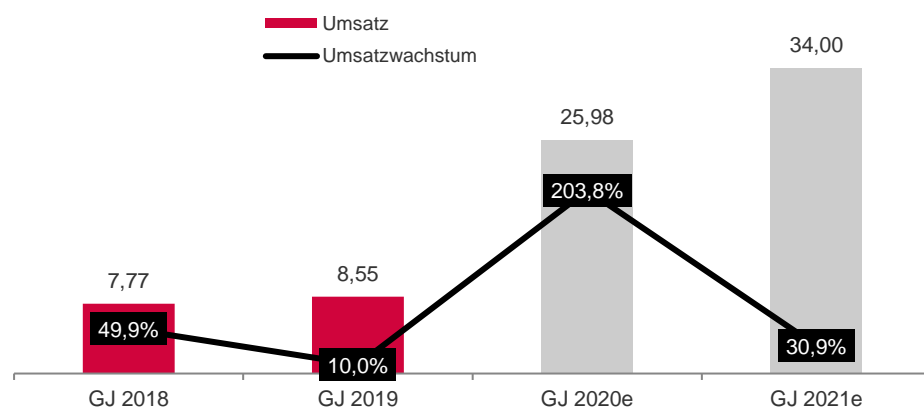
Quelle: GBC; *wallstreet:online AG; **w:o Gruppe

Umsatzprognosen

Die wallstreet:online Gruppe sollte unseres Erachtens auch in den kommenden Jahren weiter dynamisch wachsen. Nachdem in den letzten Jahren insbesondere der IR-Markt wichtige Wachstumsimpulse geliefert hat, erwarten wir für das Jahr 2020 insbesondere Umsatzsteigerungen aus dem FinTech-Bereich mit dem SmartBroker. Darüber hinaus sollten sich auch anorganische Basiseffekte aus Akquisitionen umsatz erhöhend auswirken. Dennoch lieferte auch der IR-Markt weiterhin wichtige Impulse. So liegt das Handelsvolumen an nahezu allen Handelsplätzen deutlich über dem Vorjahr, was in der Regel auch zu höheren IR-Ausgaben führen sollte.

Die ursprüngliche Guidance belief sich auf einen Umsatz in Höhe von 21,00 bis 25,00 Mio. € und einem EBITDA vor Investitionen in Höhe von 7,70 bis 9,20 Mio. €. Die wallstreet:online Capital AG ist in der Guidance nicht eingeschlossen und soll erwartungsgemäß Provisionsumsätze in Höhe von 5,00 bis 6,10 Mio. € erzielen und ein Ergebnis in Höhe von 0,40 bis 0,50 Mio. €. Der SmartBroker entwickelte sich sehr gut und konnte mehr Kunden gewinnen als ursprünglich erwartet. Um diese Wachstumsdynamik weiterhin aufrecht zu halten hat sich das Management zu höheren Investitionen im Bereich SmartBroker entschieden. Daher wurde am 06.05.2020 die Guidance konkretisiert. Die Umsatzerlöse sollen sich nun auf 22,00 bis 26,00 Mio. € belaufen und das EBITDA inklusive der Investitionen wird im Bereich zwischen 3,00 und 3,60 Mio. € erwartet. Hier ist nicht der außerordentliche Betrag aus der Veräußerung der Trade Republic Bank GmbH enthalten, welcher sich auf 2,70 Mio. € beläuft. Auf die wallstreet:online Gruppe bezogen erwarten wir im laufenden Geschäftsjahr 2020 ein Umsatzwachstum auf 25,98 Mio. € (VJ: 12,30 Mio. €) und ein weiteres dynamisches Wachstum auf 34,00 Mio. € im Geschäftsjahr 2021.

Umsatzprognose (in Mio. €)



Quelle: GBC; 2018 & 2019 w:o AG; 2020e & 2021e w:o Gruppe

Der Hauptgrund für dieses sehr dynamische Wachstum sollte insbesondere der SmartBroker sein. So war ursprünglich geplant rund 30.000 Kunden im Jahr 2020 zu gewinnen.

nen. Aber das Produkt wurde sehr gut angenommen und konnte mit den sehr attraktiven Konditionen viele Kunden begeistern, wodurch bereits im ersten Quartal rund 20.000 Kunden gewonnen werden konnten. Entsprechend hat sich das Management dazu entschieden die Investitionen zu erhöhen, um die Kundenbasis noch mehr zu stärken. So ist nun geplant 60.000 Kunden bis Ende 2020 aufzubauen und im Geschäftsjahr 2021 soll der Kundenstamm 100.000 erreichen. Wir gehen davon aus, dass dieses Ziel durch die Cross-Selling-Potenziale zwischen den zahlreichen wallstreet:online AG Portalen und dem SmartBroker gut erreichbar ist.

Bereits jetzt finden sich auf allen w:o Portalen Werbebanner mit dem Hinweis auf die attraktive 0,- € Handelsgebühr. Weiterhin konnten bereits Preise und Empfehlungen, z.B. vom Verbraucherportal Finanztip, gewonnen werden, was ebenfalls die Nachfrage nach SmartBroker-Depots hat ansteigen lassen. Wir schätzen die Entwicklung als sehr positiv ein, da die Umsätze aus den Abschlussprovisionen sowie den Depot- und Transaktionsgebühren deutlich nachhaltiger sein sollten als das Werbevermarktungsgeschäft. Somit konnte eine weitere Umsatzsäule geschaffen werden, welche weniger zyklisch ist und mittelfristig wahrscheinlich den größeren Umsatzanteil ausmachen wird.

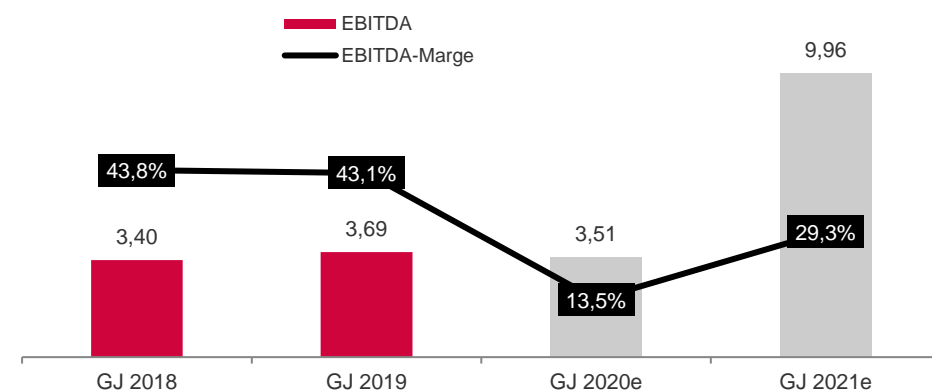
Bezogen auf die wallstreet:online AG wird von einer positiven Entwicklung ausgegangen, sofern sich der IR-Markt weiterhin gut entwickelt. Das Management erwartet ein Ergebnis auf Vorjahresniveau und sieht aktuell keine stärkeren Einflüsse durch die Corona-Krise. Wir gehen ebenfalls davon aus, dass die wallstreet:online AG mindestens das Ergebnis des Vorjahres erreichen wird. Dank der höheren Reichweite durch die erworbenen Portale sollten sich die Werbeflächen noch besser vermarkten lassen.

Insgesamt hat sich die wallstreet:online Gruppe sehr gut positioniert mit einem starken Portalnetzwerk und sehr guten FinTech -Lösungen über die wallstreet:online Capital AG. Hieraus sollten sich sehr gute Synergien heben lassen und wir erwarten auch mittelfristig ein gutes Umsatzwachstum.

Ergebnisprognosen

Das sehr skalierbare Geschäftsmodell der wallstreet:online Gruppe sollte zu überproportionalen Ergebnisverbesserungen führen. Jedoch plant das Management umfangreiche Investitionen im Zusammenhang mit dem SmartBroker zu tätigen, um das hohe Wachstumsmomentum aufrecht zu erhalten. Entsprechend liegt die Guidance für die w:o Gruppe bei 3,00 bis 3,60 Mio. € EBITDA. Wir gehen davon aus, dass das obere Ende der Guidance erreicht wird und erwarten ein EBITDA in Höhe von 3,51 Mio. € für das laufende Geschäftsjahr 2020 und 9,96 Mio. € für das Geschäftsjahr 2021.

Erwartete Entwicklung des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: GBC; 2018 & 2019 w:o AG; 2020e & 2021e w:o Gruppe

So konnte insbesondere die wallstreet:online AG über die Jahre deutlich steigende Umsatzerlöse ohne signifikante Kostensteigerungen erzielen. Dies liegt einerseits an dem digitalen Geschäftsmodell und andererseits an der hohen Kostendisziplin. Wir gehen davon aus, dass sich aus den gekauften Portalen, wie z.B. Ariva.de, diese Effekte übertragen lassen. So sollten sich Synergien in der Infrastruktur ergeben und die Kostendisziplin der w:o AG sollte sich zumindest teilweise übertragen lassen.

Aus der Veräußerung der Trade Republic Bank GmbH konnte ein außerordentlicher Betrag in Höhe von 2,70 Mio. € erzielt werden. Somit erwarten wir einen Jahresüberschuss der w:o Gruppe in Höhe von 4,43 Mio. € für das laufende Geschäftsjahr 2020 und 6,78 Mio. € für das Geschäftsjahr 2021.

Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir ein Kursziel in Höhe von 95,00 € (bisher: 92,10 €) ermittelt und vergeben vor dem Hintergrund des hohen Upsidepotenzials das Rating Kaufen.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die wallstreet:online AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2020 und 2021 in Phase 1, erfolgt von 2022 bis 2027 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 10,0% und eine EBITDA-Marge von 31,5%. Die Steuerquote haben wir ansteigend 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 1,00% (bisher 1,00%).

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 1,46.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,0% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,00%.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,00% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2019 entspricht als Kursziel 95,00 € (bisher: 92,10 €).

DCF-Modell

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	31,5%	ewige EBITA - Marge	31,4%
AFA zu operativen Anlagevermögen	2,8%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	0,3%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final End- wert
	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	
Umsatz	25,98	34,00	37,40	41,14	45,25	49,78	54,76	60,23	
US Veränderung	203,8%	30,9%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	43,30	28,33	29,68	29,68	29,68	29,68	29,68	29,68	
EBITDA	3,51	9,96	11,76	12,94	14,24	15,66	17,22	18,95	
EBITDA-Marge	13,5%	29,3%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	
EBITA	3,31	9,75	11,73	12,91	14,20	15,62	17,18	18,90	
EBITA-Marge	12,8%	28,7%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,99	-2,93	-3,52	-3,87	-4,26	-4,68	-5,15	-5,67	
EBI (NOPLAT)	2,32	6,83	8,21	9,03	9,94	10,93	12,02	13,23	
Kapitalrendite	-65,0%	-200,7%	-483,1%	658,4%	658,4%	658,4%	658,4%	658,4%	610,5%
Working Capital (WC)	-4,00	-2,90	0,11	0,12	0,14	0,15	0,16	0,18	
WC zu Umsatz	-15,4%	-8,5%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	
Investitionen in WC	0,19	-1,10	-3,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,02	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	0,60	1,20	1,26	1,39	1,52	1,68	1,84	2,03	
AFA auf OAV	-0,20	-0,21	-0,03	-0,04	-0,04	-0,04	-0,05	-0,05	
AFA zu OAV	33,3%	17,5%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	
Investitionen in OAV	-0,56	-0,81	-0,09	-0,16	-0,18	-0,20	-0,21	-0,24	
Investiertes Kapital	-3,40	-1,70	1,37	1,51	1,66	1,83	2,01	2,21	
EBITDA	3,51	9,96	11,76	12,94	14,24	15,66	17,22	18,95	
Steuern auf EBITA	-0,99	-2,93	-3,52	-3,87	-4,26	-4,68	-5,15	-5,67	
Investitionen gesamt	-0,37	-1,91	-3,11	-0,17	-0,19	-0,21	-0,23	-0,25	
Investitionen in OAV	-0,56	-0,81	-0,09	-0,16	-0,18	-0,20	-0,21	-0,24	
Investitionen in WC	0,19	-1,10	-3,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,02	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	2,15	5,13	5,14	8,90	9,79	10,77	11,84	13,03	191,71

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	148,77	157,05
Barwert expliziter FCFs	43,99	42,83
Barwert des Continuing Value	104,78	114,22
Nettoschulden (Net debt)	-9,07	-14,13
Wert des Eigenkapitals	157,84	171,18
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	157,84	171,18
Ausstehende Aktien in Mio.	1,80	1,80
Fairer Wert der Aktie in EUR	87,60	95,00

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	9,0%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	9,0%

Kapitalrendite	WACC				
	8,4%	8,7%	9,0%	9,3%	9,6%
610,0%	103,20	98,88	94,95	91,36	88,07
610,2%	103,23	98,91	94,97	91,38	88,09
610,5%	103,26	98,94	95,00	91,41	88,11
610,7%	103,29	98,96	95,03	91,43	88,14
611,0%	103,32	98,99	95,05	91,45	88,16

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.htm>

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.htm>

§ 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.htm>

§ 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, 7,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvertr. Chefanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de