



**Researchstudie (Anno)**

**wallstreet:online AG**

**wallstreet:online**

**Das skalierbare Geschäftsmodell ermöglicht  
weiteres signifikantes Margenpotenzial insbesondere mit  
Finanznachrichten.de**

-

**Mögliche Integration der w:o capital könnte zusätzliches  
Upsidepotenzial bedeuten**

**Kursziel: 92,10 €  
(bisher: 88,70 €)**

**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: 02.05.2019 (15:00 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 06.05.2019 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2019

## Wallstreet:online AG <sup>\*5a,7,11</sup>

**Rating: Kaufen**  
**Kursziel: 92,10 €**  
**(bisher: 88,70 €)**

aktueller Kurs: 37,80 €  
02.05.2019 / ETR 14:45  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A2GS609  
WKN: A2GS60  
Börsenkürzel: WSO1  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 1,67  
Marketcap<sup>3</sup>: 63,13  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 61,69  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 23,0%

Transparenzlevel:-

Marktsegment:  
Open Market

Rechnungslegung:  
HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:  
LANG & SCHWARZ

### Analysten:

Matthias Greiffenberger  
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 19

### Unternehmensprofil

Branche: Internet-Dienstleister

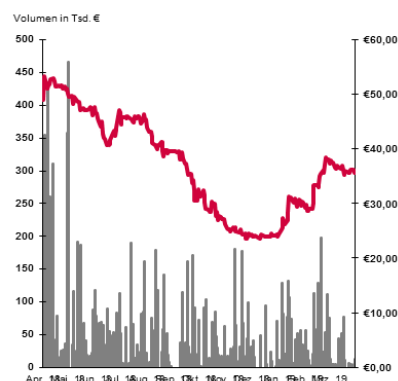
Fokus: Online-Werbung, Finanz-Community, Finanznachrichten

Mitarbeiter: 23 Stand: 31.12.2018

Gründung: 1998

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Stefan Zmojda, Michael Bulgrin, Oliver Haugk



Die wallstreet:online Gruppe betreibt die Portale wallstreet-online.de, boersenNews.de und FinanzNachrichten.de. Mit rund 3 Mio. Unique Users (Stand 2019/01) zählt die Gruppe zu den führenden Finanzportalen im deutschsprachigen Raum und ist die Finanz-Community Nr. 1. Die Nutzer von wallstreet-online.de verfassen täglich bis zu 4.000 neue Beiträge in über 50 themenspezifischen Diskussionsforen. Aktuelle Finanznachrichten und Analysen renommierter Börsenexperten runden das Angebot ab und machen die wallstreet-online.de zu einem umfassenden Informationsportal in allen Fragen zu Börse & Geldanlage.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2017	31.12.2018*	31.12.2019e**	31.12.2020e**
Umsatz	5,19	10,65	12,00	13,20
EBITDA	2,03	4,75	6,00	6,95
EBT	1,90	4,83	6,90	7,91
Jahresüberschuss	1,78	N.N.	6,38	7,32

\* w:o Gruppe (wallstreet:online + Markets Inside Media GmbH)

\*\* w:o Gruppe (wallstreet:online + Markets Inside Media GmbH + ABC New Media)

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	1,15	2,10	3,82	4,38
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

### Kennzahlen

EV/Umsatz	11,90	5,79	5,14	4,67
EV/EBITDA	30,40	12,99	10,28	8,88
EV/EBIT	32,43	12,77	8,94	7,80
KGV	35,55	N.N.	9,89	8,63
KBV		3,27		

### Finanztermine

22.05.2019: Hauptversammlung  
August 2019: Halbjahresabschluss 2019

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
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](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Die wallstreet:online Gruppe, sprich wallstreet:online AG und Markets Inside Media, steigerte die Umsatzerlöse um 105,1% auf 10,65 Mio. € (VJ: 5,19 Mio. €). Bezogen auf die wallstreet:online AG wurden Umsatzerlöse in Höhe von 7,77 Mio. € (VJ: 5,19 Mio. €) erzielt, was einer Steigerung von 49,9 % entspricht. Hintergrund dieses sehr dynamischen Wachstums ist zum Teil das starke Investor Relations Geschäft, welches insbesondere im Ausland sehr hohen Anklang findet. Aber auch die Übernahme der Markets Inside Media und die damit entstandenen Synergien konnten weitere Umsatzpotenziale heben.
- Die Umsatzentwicklung spiegelte sich überproportional im Ergebnis wider und das bereinigte EBT erhöhte sich um 153,8 % auf 5,63 Mio. € (VJ: 1,90 Mio. €). Die bereinigten Sondereffekte beliefen sich auf rund 0,80 Mio. € und sind entstanden im Rahmen der Teilakquisition der wallstreet:online Capital AG sowie der Kapitalerhöhung. Exklusive dieser Sondereffekte lag das EBT bei 4,83 Mio. €. Die wallstreet:online AG isoliert konnte das EBIT um 80,3 % auf 3,40 Mio. € (VJ: 1,89 Mio. €) steigern. Somit erhöhte sich die EBIT-Marge von 36,4 % (2017) auf 43,8 % (2018).
- Unseres Erachtens sollte sich diese Entwicklung zukünftig weiter fortsetzen. Die aktuelle Unternehmens-Guidance geht von Umsatzerlösen für 2019 in Höhe von 10,00 - 12,50 Mio. € aus. Die Umsatz Guidance bezieht die neu akquirierte ABC New Media mit ein und insbesondere vor diesem Hintergrund schätzen wir diese Guidance als konservativ ein. Wir erwarten Umsatzerlöse in Höhe von 12,00 Mio. € in 2019 und 13,20 Mio. € in 2020. Diese Umsatzsteigerung sollte sich weiterhin überproportional auf das Ergebnis auswirken. Die Ergebnis-Guidance liegt bei einem EBT zwischen 5,70 - 7,00 Mio. €. Hier erwarten wir ebenfalls das obere Ende der Guidance und rechnen mit einem EBT in Höhe von 6,90 Mio. € für das Geschäftsjahr 2019 und 7,91 Mio. € im Jahr 2020. Getrieben werden sollte diese Margenausweitung durch die stabile Kostenstruktur und das skalierbare Geschäftsmodell. In der aktuellen Guidance sind noch nicht die möglichen Umsätze und Erträge der wallstreet:online Capital AG beinhaltet.
- **Im Geschäftsjahr 2018 konnte das Unternehmen die Erwartung nochmals übertreffen und ein sehr hohes Umsatz- und überproportionales Ergebniswachstum darstellen. Wir gehen davon aus, dass auch zukünftig, durch das sehr skalierbare Geschäftsmodell, eine ähnliche Entwicklung abbildbar ist. Auf Basis unseres DCF-Modells erhöhen wir das Kursziel von 88,70 € auf 92,10 € und vergeben aufgrund des hohen Upside-Potenzials das Rating KAUFEN.**

## INHALTSVERZEICHNIS

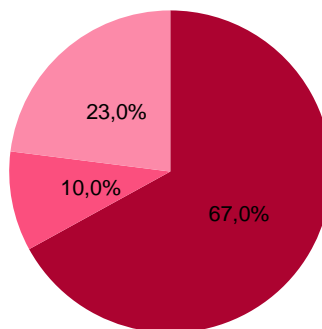
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Das Portal der wallstreet:online AG .....	4
Auswahl wichtiger Partner und Kunden .....	4
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>5</b>
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose.....</b>	<b>7</b>
Kennzahlen im Überblick .....	7
Geschäftsentwicklung 2018 .....	8
Umsatzentwicklung .....	8
Ergebnisentwicklung .....	9
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	11
SWOT-Analyse .....	12
Prognose und Modellannahmen .....	13
Umsatzprognosen .....	13
Ergebnisprognosen .....	14
<b>Bewertung .....</b>	<b>16</b>
Modellannahmen .....	16
Bestimmung der Kapitalkosten .....	16
Bewertungsergebnis .....	16
DCF-Modell.....	17
<b>Anhang .....</b>	<b>18</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

Anteilseignerin %	
Andre Kolbinger & AKD Private Equity	67,0%
Fracht AG Basel	10,0%
Streubesitz	23,0%

Quelle: wallstreet:online, GBC



- Andre Kolbinger & AKD Private Equity
- Fracht AG Basel
- Streubesitz

### Das Portal der wallstreet:online AG

**Newsletter** Die wichtigsten Themen der Woche! **Jetzt kostenlos abonnieren** Push-Kurse an | Registrieren | Login

wallstreet:online  
Do 25.04.2019 - 15:20 2.048 online

DAX 12.287,50 -0,21 % Dow Jones 26.434,00 -0,63 % EUR/USD 1,1142 -0,13 % Gold 1.278,32 +0,22 %  
 TecDAX 2.880,75 -0,51 % US Tech 100 7.851,50 +0,84 % Bitcoin 5.458,28 +0,11 % Öl (Brent) 74,95 +0,58 %

Suchbegriffe, Wertpapier-Namen, WKN oder ISIN  Suchen **LYNX ANLEGEN MIT VORSPRUNG**

Börse & Märkte Community & Forum Nachrichten Börsenticker Meine Finanzen Mein w.o  
 Aktien Indizes Crypto Zertifikate Optionsscheine Knock-Outs Anleihen Fonds ETF Devisen Rohstoffe Zinsen CFD Wikifolios  
 Aktienkurse Aktiensuche Chartsignale Statistik Unternehmensportal Insidertrades Nachrichten Broker-Vergleich IPOs

Märkte 16:05 Uhr **US Aktienmarkt** Stimmung trübt sich weiter ein - Kursrutsch b...

**DEUTSCHE POST** **bestätigt Gewinnziel**  
 Kommentar: Hussam Masri

**Nachrichten von unseren Partnern**  
**Höhenflug bei DAX Dividenden: Diese Branchen sollten ...**  
 Kurz bevor die Dividendensaison richtig Fahrt aufnimmt, gibt Ihnen die Commerzbank-...  
**Aktie im Fokus - Fresenius Medical Care**  
 Die Aktie des DAX-Konzerns Fresenius Medical Care notierte am 04. Januar 2019 auf ein...  
**Hannover Rück - Gewinne zählen macht Spaß!**

Quelle: wallstreet:online

### Auswahl wichtiger Partner und Kunden

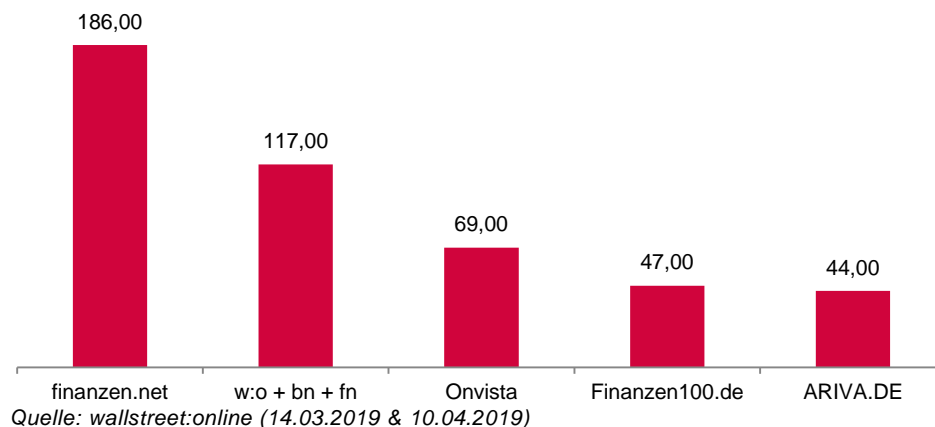


Quelle: wallstreet:online

## MARKT UND MARKTUMFELD

Der deutsche Markt im Bereich Finanzportale ist einerseits sehr umkämpft, andererseits sind gerade bei den kleineren Marktteilnehmern die Besucherzahlen bzw. Page Impressions auf einem ähnlichen Niveau. Hiervon grenzen sich insbesondere die Top drei Teilnehmer des Marktes, mit deutlich höheren Besucherzahlen ab.

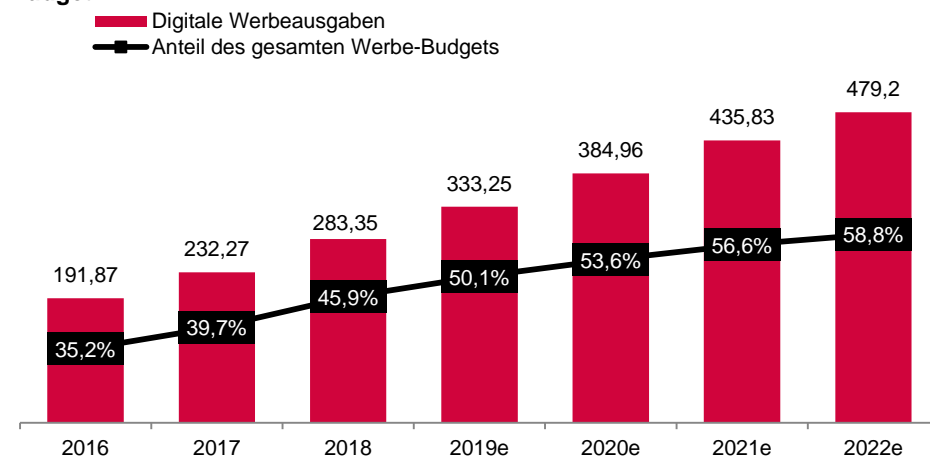
### Page Impressions der größten deutschen Finanzportale



Allen voran das Portal Finanzen.net, welches mit dem Eigentümer Axel Springer im Hintergrund auf umfangreiche Vermarktungsmöglichkeiten zurückgreifen kann. Auf dem zweiten Platz findet sich die wallstreet:online Gruppe, hier inbegriffen ist die Website wallstreet-online.de sowie die App und die Website von Börsennews und weiterhin noch die neueste Akquisition Finanznachrichten.de. Zudem kann die wallstreet:online Gruppe weiterhin auf die aktivste Finanzcommunity im deutschen Markt zurückgreifen mit rund 4000-täglichen Beiträgen von über 50 themenspezifischen Diskussionsforen.

Aus unserer Sicht wäre es durchaus vorstellbar, dass die wallstreet:online Gruppe langfristig weitere Übernahmen tätigt, um möglicherweise zukünftig die Nummer 1 im Markt zu werden. Unseres Erachtens ist diese Strategie äußerst sinnvoll, da im Gegensatz zu vielen anderen Märkten, im Internetmarkt in der Regel die größten Marktteilnehmer überproportional belohnt werden, da zumeist keine Normalverteilung der Marktteilnehmer vorliegt. Somit ist eine starke Webpräsenz notwendig, um auch weiterhin dynamisch wachsen zu können.

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



Quelle: eMarketer

Das Marktforschungsinstitut eMarketer geht davon aus, dass die Werbeausgaben auf der ganzen Welt weiter steigen werden, wobei die digitale Entwicklung den größten Teil des Wachstums ausmachen wird. Die Wachstumsraten der gesamten Ausgaben für Medien und digitale Werbung werden zwar schwächer ausfallen als im Jahr 2018, was jedoch eher auf einen Transformationsmarkt hindeutet als auf eine Kürzung der Budgets. 2019 sollten die weltweiten Ausgaben für digitale Werbung um 17,6% auf 333,25 Mrd. US-Dollar steigen.

Damit wird digitale Werbung zum ersten Mal etwa die Hälfte des weltweiten Werbemarktes ausmachen. Die anhaltende Verschiebung hin zu digitaler Werbung bedeutet jedoch nicht, dass traditionelle Kanäle 2019 vernachlässigt werden. In der Tat beginnen Werbetreibende auf der ganzen Welt, Strategien zu entwickeln, um sowohl traditionelle als auch digitale Werbung effektiv zu nutzen und den Konsum ihres Publikums stärker zu spiegeln. Dies ist, gemäß eMarketer, Teil eines größeren Trends der Konvergenz in der gesamten Marketing- und Werbelandschaft.

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

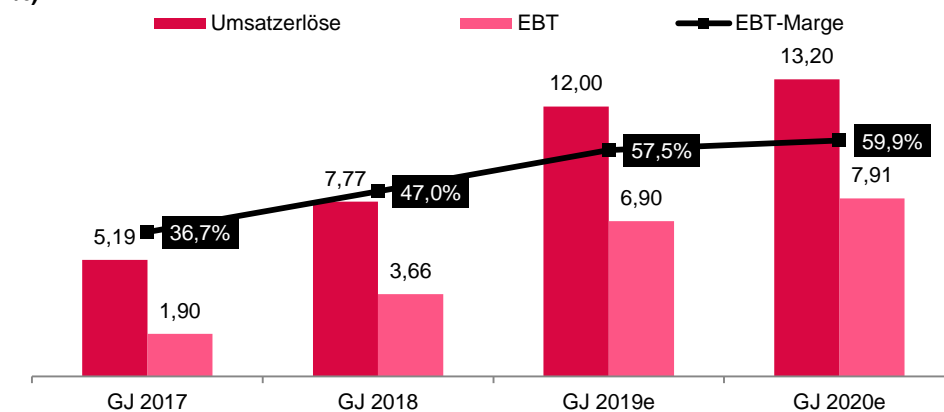
### Kennzahlen im Überblick

	w:o GJ 2017	w:o GJ 2018	w:o Gruppe GJ 2018	w:o Gruppe GJ 2019e	w:o Gruppe GJ 2020e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>5,19</b>	<b>7,77</b>	<b>10,65</b>	<b>12,00</b>	<b>13,20</b>
andere aktivierte Eigenleistungen	0,00	0,00		0,00	0,00
Sonstige betriebliche Erträge	0,03	0,44		0,00	0,00
<b>Materialaufwand</b>	<b>-0,70</b>	<b>-1,05</b>		<b>-1,50</b>	<b>-1,65</b>
Rohergebnis	4,52	7,16		10,50	11,55
Personalaufwand	-1,81	-2,02		-3,00	-3,06
Abschreibungen	-0,14	-0,07		-0,10	-0,10
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,68	-1,67		-1,50	-1,55
<b>EBIT</b>	<b>1,89</b>	<b>3,40</b>		<b>5,90</b>	<b>6,84</b>
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,01	0,02		0,00	0,00
Abschreibungen auf Finanzanlagen	0,00	-0,37		0,00	0,00
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	0,00	0,00		0,00	0,00
Erträge aus Beteiligungen	0,00	0,61		1,00	1,07
<b>EBT</b>	<b>1,90</b>	<b>3,66</b>	<b>4,83</b>	<b>6,90</b>	<b>7,91</b>
Ertragssteuern	-0,12	-0,42		-0,52	-0,59
sonstige Steuern	0,00	0,00		0,00	0,00
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,78</b>	<b>3,23</b>		<b>6,38</b>	<b>7,32</b>

Umsatzerlöse	5,19	7,77	10,65	12,00	13,20
EBITDA	2,03	3,47	4,75	6,00	6,95
<i>EBITDA-Marge</i>	39,1%	44,7%	44,6%	50,0%	52,6%
EBIT	1,89	3,40		5,90	6,84
<i>EBIT-Marge</i>	36,4%	43,8%		49,2%	51,8%
EBT	1,90	3,66	4,83	6,90	7,91
<i>EBT-Marge</i>	36,7%	47,0%	45,4%	57,5%	59,9%
Jahresüberschuss	0,00	0,00		0,00	0,00
<i>Netto-Marge</i>	-0,1%	0,0%		0,0%	0,0%

Quelle: GBC AG

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



Quelle: GBC AG



## Geschäftsentwicklung 2018

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018*	**GJ 2018
Umsatzerlöse	2,83	5,19	7,77	10,65
EBITDA	0,41	2,03	3,40	4,75
EBITDA-Marge	14,6%	39,1%	43,8%	44,6%
EBIT	0,18	1,89	3,40	
EBIT-Marge	6,4%	36,4%	43,8%	
EBT	0,18	1,90	3,66	4,83
EBT-Marge	6,4%	36,7%	47,0%	45,4%
Jahresüberschuss	0,18	1,78	3,23	
EPS in €	0,07	1,15	2,10	

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

### Umsatzentwicklung

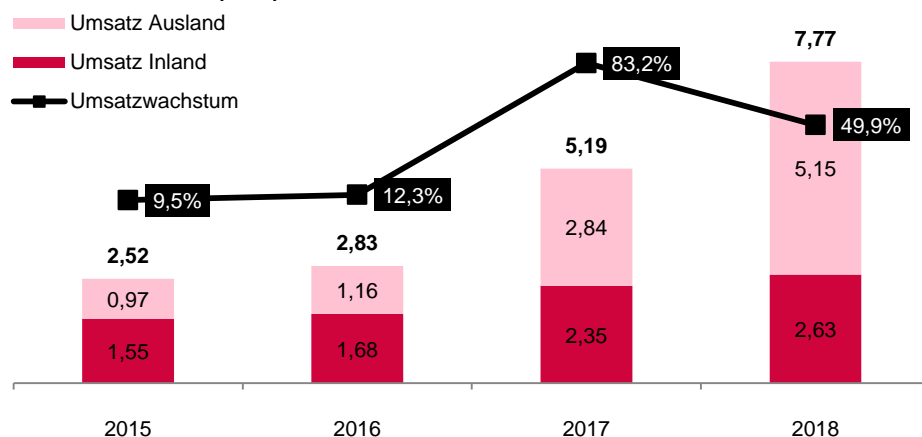
Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 wurden in der wallstreet:online AG (w:o AG) die Umsatzerlöse um 49,9% auf 7,77 Mio. € (VJ: 5,19 Mio. €) gesteigert. In der gesamten wallstreet:online Gruppe (w:o Gruppe) konnte eine Steigerung um 105,1% auf 10,65 Mio. € (VJ: 5,19 Mio. €) erzielt werden. Die w:o Gruppe bezieht sich im Geschäftsjahr 2018 auf die w:o AG sowie die im Februar 2018 erworbene Markets Inside Media GmbH (MIM).

Umsatz w:o Gruppe	w:o*	w:o + MIM**	MIM
Umsatzerlöse	7,77	10,65	2,87
EBITDA	3,40	4,748	1,345
EBITDA-Marge	43,8%	44,6%	46,8%
EBT	***3,66	4,83	***1,17
EBT-Marge	47,0%	45,3%	40,8%

Quelle: \*w:o Geschäftsbericht 2018; \*\*w:o DGAP-News 07.03.19; \*\*\*MIM schüttet 50% des Gewinns an die w:o aus.

Hintergrund dieser dynamischen Umsatzentwicklung sind insbesondere die steigenden Aufträge aus dem Auslandsgeschäft. Die Umsatzerlöse aus dem Ausland stiegen um 81,5% auf 5,15 Mio. € an (VJ: 2,84 Mio. €). Im Vergleich hierzu erhöhte sich der inländische Umsatz um 11,9% auf 2,63 Mio. € (VJ: 2,35 Mio. €). Wir gehen davon aus, dass die aus- und inländischen Umsätze in der MIM ähnlich verteilt sind, da ein gemeinschaftliches Vertriebskonzept über die w:o Gruppe erfolgt.

### Umsatzentwicklung aufgeteilt nach Inland und Ausland (in Mio. €) und das Gesamtumsatzwachstum (in %) der wallstreet:online AG



Quelle: wallstreet:online, GBC

Die sehr starke Umsatzentwicklung muss auch im Rahmen der angehobenen Guidance betrachtet werden. So lag die ursprüngliche Guidance bei Umsatzerlösen in Höhe von

6,37 bis 7,78 Millionen € und einem EBT in Höhe von 2,37 bis 2,90 Mio. €. Diese Guidance für das Geschäftsjahr 2018 wurde im Zuge des sehr starken Investor Relations Geschäfts im April erhöht. Anschließend ging das Unternehmen von Umsatzerlösen in Höhe von 8,40 - 10,30 Millionen € aus und einem EBT in Höhe von 4,49 - 5,49 Mio. €. Die vom Unternehmen gesetzte Guidance wurde sowohl im Umsatz als auch im Ergebnis, sofern man Sondereffekte herausrechnet, erreicht.

### GBC Prognose und Entwicklung

	Guidance 2018	w:o + MIM exklusive Sondereffekte	GBC Prognose
Umsatzerlöse	8,40 - 10,30	10,65	10,10
EBT	4,49 - 5,49	5,63	5,20

Quelle: wallstreet:online, GBC

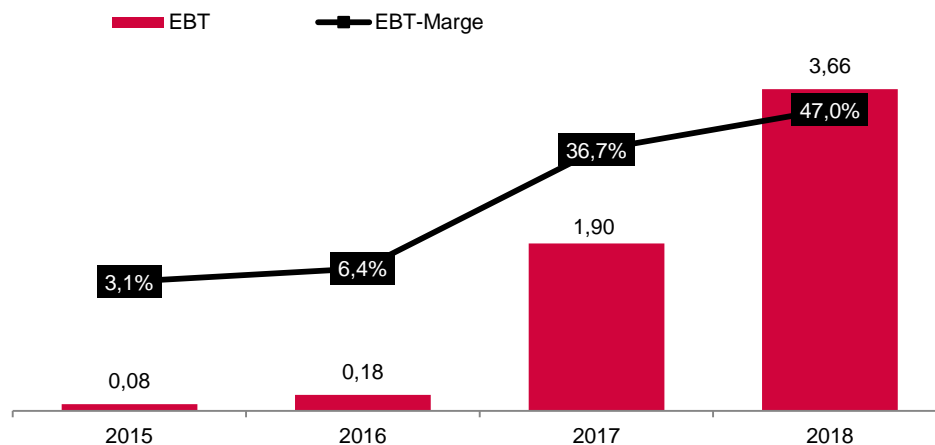
Unsere Prognose lag mit 10,10 Mio. € Umsatz und 5,20 Mio. EBT leicht unter dem final erreichten Ergebnis. Insgesamt wurde die sehr hohe Umsatzwachstumsgeschwindigkeit fortgesetzt und wir gehen davon aus, dass auch in den folgenden Jahren, insbesondere vor dem Hintergrund der getätigten Akquisitionen, deutliches Wachstum dem Unternehmen bevorsteht.

### Ergebnisentwicklung

Die hohe Umsatzdynamik wirkte sich überproportional positiv auf das Ergebnis aus. So erhöhte sich das EBT in der w:o Gruppe um 153,8 % auf 5,63 Mio. € (VJ: 1,90 Mio. €). In der genannten EBT-Entwicklung sind Sondereffekte herausgerechnet, die im Rahmen der Akquisition der wallstreet:online capital AG sowie der Kapitalerhöhung angefallen sind. Exklusive dieser Sondereffekte lag das EBT bei 4,83 Mio. € (VJ: 1,90 Mio. €) in der wallstreet:online Gruppe.

Bezogen auf die wallstreet:online AG konnte das EBT um 92,2 % auf 3,66 Mio. € (VJ: 1,90 Mio. €) gesteigert werden. Dies entspricht einer Margenverbesserung von 36,7% auf 47,0%. Maßgeblich für diese sehr gute Entwicklung waren die Aktivitäten im Bereich Investor Relations, hier konnte insbesondere eine starke Kooperation mit ausländischen IR-Agenturen geschlossen werden. Dies führt dazu, dass Werbepplätze zum Teil mehrere Monate voraus gebucht werden und, dass eine gute Planungssicherheit besteht. Neben der Stärkung des Key Account Geschäfts konnte weiterhin die Vermarktungsstrategie, weg vom Agenturgeschäft hin zur programmatischen Vermarktung, weiter erfolgreich umgesetzt werden.

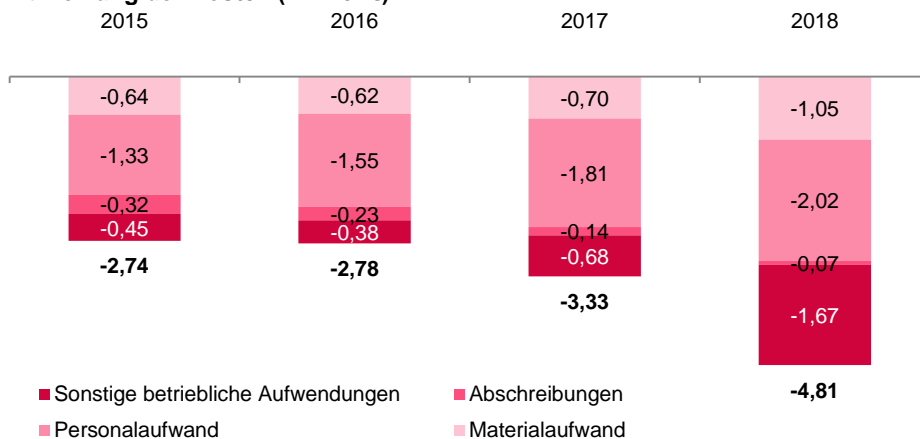
### Entwicklung des EBT (in Mio. €), der EBT-Marge (in %)



Quelle: wallstreet:online, GBC

Das programmatische Werbegeschäft ist besonders attraktiv für das Unternehmen, da hier automatisiert Werbeplätze über ein Bietersystem vergeben werden. So können die höchsten Angebote automatisch den jeweiligen Werbeplätzen zugeordnet werden. Neben dieser strategischen Entscheidung führte insbesondere die starke Kostenkontrolle zu der überproportionalen Ergebnisentwicklung. Während die Umsatzerlöse über 100 % anstiegen, erhöhte sich der Kostenblock lediglich um 44,4 % auf 4,81 Mio. € (VJ: 3,33 Mio. €). Wobei innerhalb dieses Kostenblocks auch die Sondereffekte, welche im Rahmen der Kapitalerhöhung sowie im Rahmen des Erwerbs einer Beteiligung an der wallstreet:online Capital AG angefallen waren, enthalten sind. Von den 4,81 Mio. € sind rund 0,80 Mio. € Einmaleffekten zuzurechnen. Bereinigt um diese Sondereffekte läge der Kostenblock bei 4,01 Millionen €, was einer Kostensteigerung von 20,4 % entspricht.

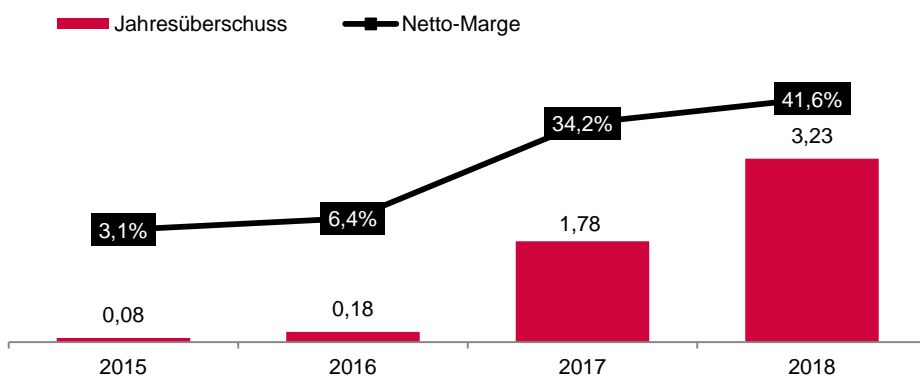
### Entwicklung der Kosten (in Mio. €)



Quelle: wallstreet:online, GBC

Durch das sehr skalierbare Geschäftsmodell kam es in Summe zu einem Jahresüberschuss in Höhe von 3,23 Mio. € (VJ: 1,78 Mio. €). Dies entspricht einer Margensteigerung von 34,2 % (2017) auf 41,6 % (2018). Durch die sehr hohe Profitabilität der letzten Jahre wurden auch die Verlustvorräte nun vollständig aufgebraucht und im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 fielen Ertragsteuern in Höhe von 0,43 Mio. € an.

### Entwicklung des Jahresüberschusses (in Mio. €) und der Netto-Marge (in %)



Quelle: wallstreet:online, GBC

Insgesamt hat das Unternehmen bewiesen, dass es sehr profitabel wirtschaften kann und über ein sehr skalierbares Geschäftsmodell verfügt. Das Management schafft es stets eine sehr strikte Kostenkontrolle zu halten und so überproportionale Ergebnisverbesserungen zu erzielen.

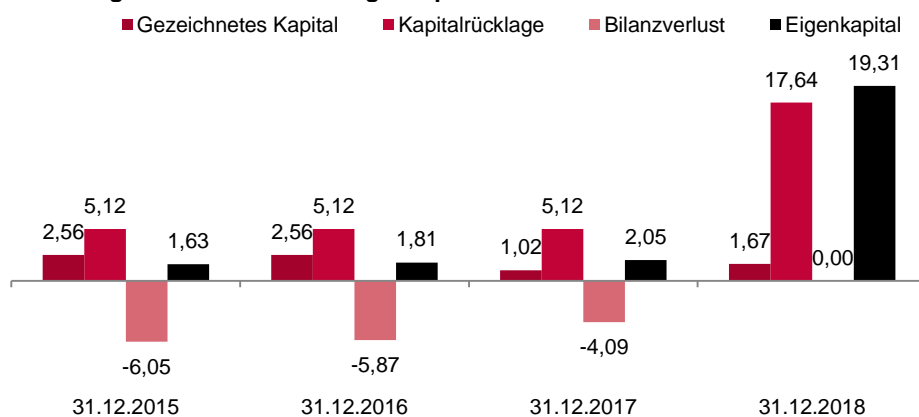
## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Eigenkapital	1,81	2,05	19,31
EK-Quote (in %)	87,5%	42,2%	92,9%
Operatives Anlagevermögen	0,22	0,08	0,25
Working Capital	0,32	-0,84	0,09
Net Debt	-1,43	-3,33	-19,24

Quelle: wallstreet:online, GBC

Die wallstreet:online AG ist zum 31.12.2018 bilanziell hervorragend aufgestellt. Das Eigenkapital erhöhte sich von 2,05 Mio. € (31.12.2017) auf 19,31 Mio. € (31.12.2018). Somit stieg die bereits hohe Eigenkapitalquote von 42,2% im Vorjahr auf 92,9% zum 31.12.2018. Hintergrund dieser Entwicklung ist zum einen der deutlich gestiegene Jahresüberschuss, die Einbringung der MIM sowie der erfolgreichen Kapitalerhöhung um 5,9 Mio. €. Dies führte zu einer deutlichen Steigerung der Kapitalrücklage von 5,12 Mio. € auf 17,64 Mio. €. Maßgeblich hierfür war die MIM GmbH mit 7,58 Mio. € sowie die Kapitalerhöhung mit 5,90 Mio. €. Weiterhin wurde der Bilanzverlust in Höhe von 4,09 Mio. € vollständig aufgebraucht. Einerseits wegen des sehr guten Ergebnisses 2018 mit 3,23 Mio. € Jahresüberschuss sowie einer Umlage aus der Kapitalrücklage um 0,89 Mio. €.

### Entwicklungen des bilanziellen Eigenkapitals



Quelle: wallstreet:online, GBC

Internetunternehmen typisch verfügt die wallstreet:online AG über ein vergleichsweise geringes operatives Anlagevermögen, da die Serverstruktur in der Regel nicht in Eigenbesitz ist. Die primär wertschöpfenden Assets sind auch in der wallstreet:online hauptsächlich immaterielle Vermögensgegenstände, welche nicht in der Bilanz gezeigt werden können, wie zum Beispiel exzellente Kundenbeziehung oder das Portal wallstreet-online.de mit der sehr aktiven Nutzerschaft. Daher ist die Bilanz der wallstreet:online AG äußerst schlank.

Zudem verfügt das Unternehmen über einen Cashbestand in Höhe von 9,26 Mio. € (VJ: 3,33 Mio. €) und ist damit sehr gut aufgestellt, sofern es weitere attraktive Übernahmeziele gibt. Zuletzt konnte das Unternehmen beispielsweise am 5.3.2019 vermelden, dass das hochprofitable Unternehmen ABC New Media AG mit dem Portal Finanznachrichten.de übernommen wurde. Hier wäre vorstellbar, dass wallstreet:online weiterhin dazu beiträgt, dass sich der Markt stärker konsolidiert und, dass sich die wallstreet:online noch stärker am Markt positioniert.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sehr skalierbares Geschäftsmodell mit einem hohen Anteil an Fixkosten</li> <li>• Nischenmarkt, welcher so gut wie keine neuen Wettbewerber zulässt</li> <li>• Sehr treue und aktive Finanz-Community</li> <li>• Neue Werbe-Produkte können schnell und zuverlässig etabliert werden</li> <li>• Hohe Markenbekanntheit in der DACH-Region, sowie den USA und Kanada</li> <li>• Sehr erfahrenes Management nutzt aktuelle Marktlagen und erkennt frühzeitig Trends im Online-Geschäft</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hohe Abhängigkeit von der Finanz-Community</li> <li>• Designelemente sind nicht auf dem neuesten Stand</li> <li>• Regional auf die deutschsprachige Community beschränkt</li> <li>• Hohe Abhängigkeit von Börsenumfeld und Produktplatzierungen</li> <li>• Bei einem „Börsen-Crash“ wird das Werbebudget von Kapitalmarktunternehmen in der Regel deutlich zurückgefahren</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wachstumschancen im dynamischen Markt des Social Tradings werden avisiert</li> <li>• Hohes Marktwachstum in der Online- und Displaywerbung</li> <li>• Sehr gute Marktwahrnehmung in den USA und Kanada kann zu weiter steigender Nachfrage führen</li> <li>• Der Wechsel von der Agenturvermarktung hin zu Realtime Bidding kann zu weiteren Margenausweitungen führen</li> <li>• Verlustvorträge können genutzt werden, um mittelfristig verminderte Steuerbelastungen aufzuweisen</li> <li>• Weitere Kunden-Expansion wäre vorstellbar</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mögliche Regulierungen könnten das Bewerben von Finanzprodukten weiter erschweren.</li> <li>• Schnellelebige Internetgeschäft könnte durch neue Technologien/Ansätze das Geschäftsmodell von w:o überflüssig machen</li> <li>• Zyklisches Börsengeschäft könnte zu schwächeren operativen Phasen führen</li> <li>• Im Zukunftsmarkt Social Trading könnten regulatorische Rahmenbedingungen, insbesondere zur Anlageberatung, das Wachstum hemmen oder verhindern</li> </ul>

## Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2018*	**GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	7,77	10,65	12,00	13,20
EBITDA	3,40	4,75	6,00	6,95
EBITDA-Marge	43,8%	44,6%	50,0%	52,6%
EBIT	3,40		5,90	6,84
EBIT-Marge	43,8%		49,2%	51,8%
EBT	3,66	4,83	6,90	7,91
EBT-Marge	47,0%	45,4%	57,5%	59,9%
Jahresüberschuss	3,23		6,38	7,32
EPS in €	2,10		4,14	4,74

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

### Umsatzprognosen

Wir gehen davon aus, dass das hohe Umsatzwachstum auch in den kommenden Jahren fortgesetzt werden kann. Dennoch gehen wir von einer leicht geringeren Wachstumsdynamik als in den Vorjahren aus, da ein deutlich höheres Niveau erreicht wurde. Unseres Erachtens spiegelt sich dies auch in der Unternehmensguidance für 2019 wider. Die wallstreet:online Gruppe erwartet Umsatzerlöse in Höhe von 10,00 - 12,50 Mio. €, was unseres Erachtens in Anbetracht der Umsatzerlöse in Höhe von 10,65 Mio. € im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 als äußerst konservativ einzustufen ist. Insbesondere vor dem Hintergrund, dass im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 noch nicht die ABC New Media in der Gruppe vertreten war. Laut der Unternehmensmeldung vom 5.3.2019 erzielte die ABC New Media AG im Jahr 2017 einen Umsatz in Höhe von 0,984 Mio. CHF und einen Nachsteuergewinn in Höhe von 0,563 Mio. CHF. Dies würde zum aktuellen Umrechnungskurs etwa einem Umsatz von 0,90 Mio. € und einem EAT von 0,52 Mio. € entsprechen. In Anbetracht dieser Tatsache erwarten wir, dass die Guidance äußerst konservativ ist gehen wir davon aus, dass das obere Ende der Guidance erreicht wird. Wir prognostizieren 12,00 Mio. € Umsatzerlöse in 2019, bzw. 13,20 Mio. € in 2020.

### Prognose w:o + MIM + ABC New Media

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	10,65	12,00	13,20
Umsatzwachstum	105,1%	12,7%	10,0%
EBT	4,83	6,90	7,91
EBT-Marge	45,4%	57,5%	59,9%

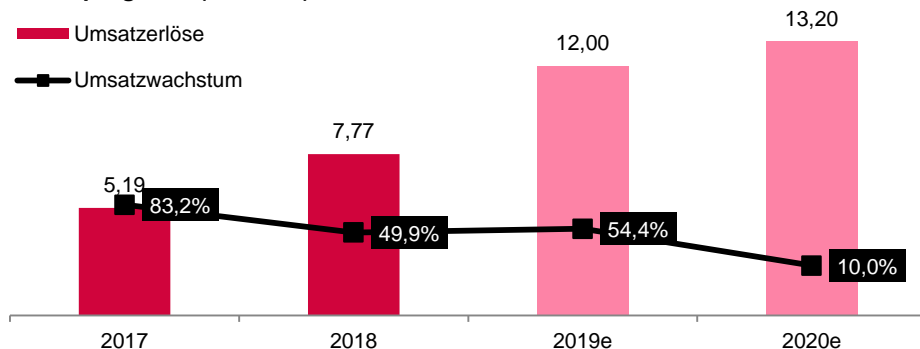
Quelle: GBC

Hintergrund der vergleichsweise konservativen Guidance könnte sein, dass das Unternehmen und das Geschäftsmodell auch relativ abhängig von der Börsendynamik und unterschiedlichen Trendthemen ist. So profitierte die wallstreet:online Gruppe insbesondere durch Werbung im Bereich Blockchain im Jahr 2018. Aktuell sehen wir einen sehr starken Trend im Bereich Cannabis. Sollte es beispielsweise zu einer Verlangsamung der Börsendynamik im laufenden Geschäftsjahr kommen, ist auch ein Umsatz am unteren Ende der Guidance möglich. Wir gehen jedoch davon aus, dass aktuell auch mit einer Verlangsamung der Börsendynamik und der langen Planbarkeit der Investoren Relations Aufträgen tendenziell das obere Ende der Guidance erreicht werden kann.

Darüber hinaus zeichnet sich im allgemeinen Werbemarkt ab, dass das Internet und digitale Medien im Allgemeinen zunehmend an Bedeutung gewinnen und wie in der Marktanalyse bereits beschrieben, wird davon ausgegangen, dass im Jahr 2019 erstmalig mehr als die Hälfte der gesamten Werbeausgaben in digitale Medien fließen wird. Neben diesem Trend sollte der Fokus auf den programmatischen Werbeeinsatz maßgeblich dazu beitragen Umsatzerlöse zu generieren. Darüber hinaus besitzt die wallstreet:online AG sehr viel Erfahrung in der Platzierung sowie der Vermarktung und

wir gehen davon aus, dass das Unternehmen noch weiteres Potenzial in den akquirierten Unternehmen heben kann. Während die MIM bereits sehr stark in das wallstreet:online Konzept eingebunden sein sollte, gehen wir davon aus, dass in der ABC New Media noch sehr viel Potenzial steckt, welches durch die wallstreet:online AG gehoben werden kann.

### Umsatzprognose (in Mio. €)



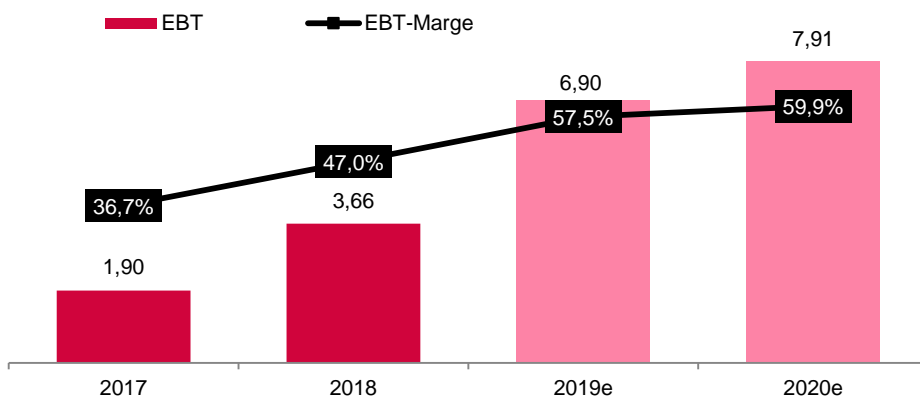
Quelle: GBC; 2017 & 2018 w:o AG; 2019e & 2020e w:o Gruppe

Weiterhin gilt zu beachten, dass in der aktuellen Guidance und unserer Prognose noch nicht die Umsatzerlöse und Ergebnisse der wallstreet:online capital AG enthalten sind.

### Ergebnisprognosen

Ergebnisseitig sollte sich eine ähnliche Entwicklung wie in den Vorjahren bemerkbar machen und eine überproportionale Ergebnisverbesserung einstellen. Dies liegt daran, dass das Unternehmen sehr stark auf Kosteneffizienz setzt und nur notwendige Investitionen tätigt. Insgesamt ist das Geschäftsmodell äußerst skalierbar und wir erwarten, dass weitere Margenverbesserungen erzielt werden. Das Unternehmen geht in der eigenen Guidance aktuell von einem EBT zwischen 5,70 - 7,00 Mio. € aus. Unseres Erachtens ist die Einschätzung äußerst konservativ und wir erwarten, dass tendenziell das obere Ende der Guidance erreicht wird. Gegenwärtig gehen wir von einem EBT in Höhe von 6,90 Mio. € für das Geschäftsjahr 2019 aus und 7,91 Mio. € für das Geschäftsjahr 2020. Dies würde im Vergleich zum Geschäftsjahr 2018 einer sukzessiven EBT-Margenverbesserung entsprechen. Konkret gehen wir davon aus, dass eine EBT-Margenverbesserung von 45,4% in 2018 auf 57,5% in 2019 erreicht wird, bzw. 59,9% im Jahr 2020.

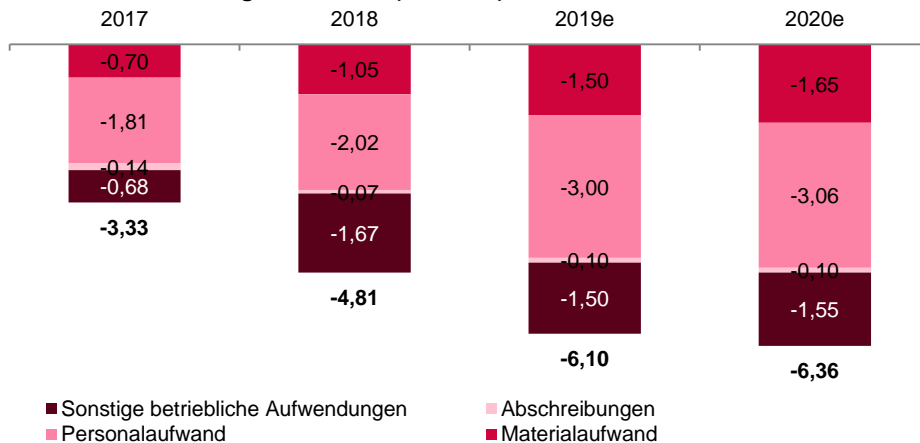
### Erwartete Entwicklung des EBT (in Mio. €) und der EBT-Marge (in %)



Quelle: GBC; 2017 & 2018 w:o AG; 2019e & 2020e w:o Gruppe

Hintergrund dieser Margenausweitung ist die sehr nachhaltige Kostenstruktur, die sich relativ unabhängig von den Umsatzerlösen entwickelt, nahezu die gesamten Kosten sind de facto Fixkosten. Zudem sollten sich im Rahmen der Akquisition mit der ABC New Media und der MIM noch weitere Synergien ergeben. Die ABC New Media wurde erst im Geschäftsjahr 2019 übernommen und bietet hier noch sehr viel Potenziale.

**Erwartete Entwicklung der Kosten (in Mio. €)**



Quelle: GBC

Neben der aktuellen Prognose gehen wir davon aus, dass die wallstreet:online capital, noch weiteres Umsatz und Margenpotenzial mit sich bringt. Aktuell können wir hierzu noch keine konkrete Prognose abgeben, dennoch erwarten wir, dass das nachhaltige Provisionsgeschäft der Fonds-Vermittlung sehr wertvoll für die wallstreet:online Gruppe ist. Dies würde die Nachhaltigkeit des gesamten Geschäftsmodells nochmals steigern. Weiterhin könnte die wallstreet:online capital durch die Vermarktungskonzepte der aktuellen wallstreet:online Gruppe deutlich profitieren.



## **BEWERTUNG**

### **Modellannahmen**

Die wallstreet:online AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019 und 2020 in Phase 1, erfolgt von 2021 bis 2026 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 65,0%. 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 1,25%).

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 92,10 € (bisher: 88,70 €).

## 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	65,0%	ewige EBITA - Marge	64,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	29,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	2,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final End- wert
	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	
Umsatz	12,00	13,20	14,52	15,97	17,57	19,33	21,26	23,38	
US Veränderung	54,4%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	32,36	33,11	33,11	33,11	33,11	33,11	33,11	33,11	
EBITDA	6,00	6,95	9,44	10,38	11,42	12,56	13,82	15,20	
EBITDA-Marge	50,0%	52,6%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	
EBITA	5,90	6,84	9,32	10,25	11,28	12,41	13,65	15,01	
EBITA-Marge	49,2%	51,8%	64,2%	64,2%	64,2%	64,2%	64,2%	64,2%	64,2%
Steuern auf EBITA	-0,44	-0,51	-2,80	-3,08	-3,38	-3,72	-4,09	-4,50	
zu EBITA	7,5%	7,5%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	5,46	6,33	6,53	7,18	7,90	8,69	9,55	10,51	
Kapitalrendite	1632,4%	1161,2%	1113,8%	984,8%	984,8%	984,8%	984,8%	984,8%	913,2%
Working Capital (WC)	0,17	0,19	0,29	0,32	0,35	0,39	0,43	0,47	
WC zu Umsatz	1,5%	1,4%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
Investitionen in WC	-0,09	-0,01	-0,10	-0,03	-0,03	-0,04	-0,04	-0,04	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	0,37	0,40	0,44	0,48	0,53	0,58	0,64	0,71	
AFA auf OAV	-0,10	-0,10	-0,12	-0,13	-0,14	-0,15	-0,17	-0,19	
AFA zu OAV	27,0%	25,8%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	
Investitionen in OAV	-0,22	-0,13	-0,16	-0,17	-0,19	-0,21	-0,23	-0,25	
Investiertes Kapital	0,55	0,59	0,73	0,80	0,88	0,97	1,07	1,17	
EBITDA	6,00	6,95	9,44	10,38	11,42	12,56	13,82	15,20	
Steuern auf EBITA	-0,44	-0,51	-2,80	-3,08	-3,38	-3,72	-4,09	-4,50	
Investitionen gesamt	-4,31	-2,14	-0,26	-0,20	-0,22	-0,24	-0,27	-0,29	
Investitionen in OAV	-0,22	-0,13	-0,16	-0,17	-0,19	-0,21	-0,23	-0,25	
Investitionen in WC	-0,09	-0,01	-0,10	-0,03	-0,03	-0,04	-0,04	-0,04	
Investitionen in Goodwill	-4,00	-2,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	1,25	4,29	6,38	7,11	7,82	8,60	9,46	10,40	152,49

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	120,57	127,15
Barwert expliziter FCFs	37,23	36,29
Barwert des Continuing Value	83,34	90,86
Nettoschulden (Net debt)	-21,49	-26,85
Wert des Eigenkapitals	142,06	154,00
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	142,06	154,00
Ausstehende Aktien in Mio.	1,54	1,54
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>92,10</b>	99,84

#### 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%
<b>WACC</b>	<b>9,0%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	8,4%	8,7%	9,0%	9,3%	9,6%
912,7%	99,45	95,58	92,07	88,87	85,94
913,0%	99,47	95,60	92,09	88,89	85,96
913,2%	99,48	95,62	<b>92,10</b>	88,90	85,97
913,5%	99,50	95,63	92,12	88,91	85,98
913,7%	99,52	95,65	92,13	88,93	85,99

## 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, Kristina Bauer, Email: bauer@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](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG<sup>®</sup>**  
**- 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](mailto:office@gbc-ag.de)