

## wallstreet:online AG\*5a;5b;7;11

**Rating: Kaufen**  
**Kursziel: 29,00 €**  
**(Bisher splitbereinigt: 15,04€)**

Aktueller Kurs: 18,10  
 08.03.21 / Xetra /  
 (17:06 Uhr)  
 Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A2GS609  
 WKN: A2GS60  
 Börsenkürzel: WSO1  
 Aktienanzahl<sup>3</sup>: 14,38  
 Marketcap<sup>3</sup>: 260,31  
 EnterpriseValue<sup>3</sup>: 262,85  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
 Streubesitz: 23,0%

Transparenzlevel: -

Marktsegment:  
 Freiverkehr  
 (Open Market)

Rechnungslegung:  
 HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsors:  
 LANG & SCHWARZ

### Analysten

Marcel Goldmann  
 goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker  
 filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 8

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 08.03.2021 (18:03 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 09.03.2021 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2021

### Unternehmensprofil

Branche: Internet-Dienstleistungen  
 Fokus: Online-Werbung, Finanz-Community, Finanznachrichten, Finanzdienstleistungen (FinTech)

Mitarbeiter wallstreet:online-Gruppe: >200 (Stand: 03/21)

Gründung: 1998

Firmensitz: Berlin

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



Die wallstreet:online-Gruppe betreibt mit über 200 Mitarbeitern an den Standorten Berlin, Kiel, Leipzig, München und Zürich die Portale wallstreet-online.de, boerseNews.de, FinanzNachrichten.de und ARIVA.de. Mit rund 466,0 Mio. Seitenaufrufen (Stand: 01/2021) ist die Gruppe der mit Abstand größte verlagsunabhängige Finanzportalbetreiber im deutschsprachigen Raum und die Finanz-Community Nr. 1. Über die wallstreet:online capital AG ist das Unternehmen seit 20 Jahren im Online-Broker-Geschäft aktiv und verfügt daher über umfassende Expertise im Vertrieb von Kapitalanlageprodukten mit maximalen Rabatten. Zu den bekanntesten Produkten gehört FondsDISCOUNT.de, der größte bankenunabhängige Online-Discount-Anlagevermittler in Deutschland. Smartbroker wird ebenfalls von der wallstreet:online capital AG betrieben, die wiederum der einheitlichen staatlichen Finanzaufsicht (BaFin) unterliegt. Die Marke Smartbroker ist Ende 2019 an den Start gegangen und konnte in 2020 rund 85.000 Neukunden begrüßen und zählt damit laut unseren Recherchen zu einem der am schnellsten wachsenden Online-Broker Deutschlands.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2019	31.12.2020e	31.12.2021e	31.12.2022e
Umsatzerlöse	8,55	28,80	49,10	56,30
EBITDA	3,70	7,10**	5,70	19,39
EBIT	3,69	6,90	5,49	19,17
Nettoergebnis	1,90	4,59	3,79	13,37

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	1,06	0,32*	0,26*	0,93*
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	30,74	9,13	5,35	4,67
EV/EBITDA	71,04	37,02	46,11	13,56
EV/EBIT	71,23	38,09	47,88	13,71
KGv	137,01	56,71	68,68	19,47
KBV	9,59			

\*basierend auf dem durchgeführten Aktiensplit im Okt. 2020 (Verhältnis: 1:8)

\*\*davon außerordentlicher Ertrag i.H.v. 2,70 Mio. € aus der Veräußerung der Anteile an der Trade Republic Bank GmbH

Finanztermine	**letzter Research von GBC:
03.05. - 05.05.2021: 31. MKK	Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
17.05. - 19.05.2021: Equity Forum	07.10.2020: RS / 120,00 / KAUFEN
Aug. 2021: HV 2020	13.07.2020: RS / 95,00 / KAUFEN
Sept. 2021: HJ-Bericht	12.09.2019: RS / 92,10 / KAUFEN
01.09. - 03.09.2021: Equity Forum	06.05.2019: RS / 92,10 / KAUFEN
22. Nov. – 24. Nov. 2021:	** oben aufgeführte Researchstudien können unter
Dt. Eigenkapitalforum	<a href="http://www.gbc-ag.de">www.gbc-ag.de</a> eingesehen, bzw. bei der GBC AG,
07.12.2021: 32. MKK	Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

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

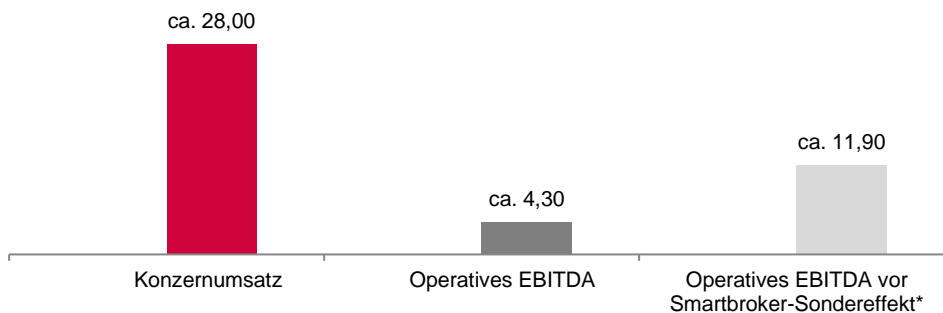
**Positives Kapitalmarktumfeld sorgt für deutlichen Umsatzanstieg; Ein attraktives Produktangebot und hohe Marketinginvestments bei der Marke Smartbroker sorgen für ein boomendes Brokerage-Geschäft; Weiterer Ausbau des Fintech-Geschäfts eröffnet hohes Potenzial; Erhöhung der Schätzungen und des Kursziels**

**Geschäftsentwicklung im vergangenen Geschäftsjahr 2020**

Am 25.02.2021 hat die wallstreet:online AG (wallstreet:online) ihre vorläufigen Geschäftszahlen für das Geschäftsjahr 2020 bekannt gegeben. Hiernach konnte die Gesellschaft auch im abgelaufenen Geschäftsjahr ihren Wachstumskurs im Kerngeschäft (Portalbusiness) weiter fortsetzen und zugleich nach dem erfolgreichen Eintritt im Brokerage-Sektor unter der Marke Smartbroker diesen Geschäftsbereich weiter ausbauen. Auf Basis vorläufiger Zahlen erwirtschaftete das Unternehmen im vergangenen Geschäftsjahr einen konsolidierten Gesamtumsatz von ca. 28,0 Mio. €. An dieser Stelle sei erwähnt, dass wallstreet:online erstmals für das Geschäftsjahr 2020 einen konsolidierten Konzernabschluss publizieren möchte.

Auf Ergebnisebene soll laut Unternehmensangaben ein operatives EBITDA von voraussichtlich rund 4,30 Mio. € erzielt werden. Das Betriebsergebnis liegt damit im Rahmen der zuletzt am 16. September 2020 aktualisierten Guidance (Konzernumsatz von 24,50 bis 29,90 Mio. € sowie ein operatives EBITDA von 4,10 bis 5,00 Mio. €). Das EBITDA wurde hierbei maßgeblich durch Investitionen in neue Projekte in einer Größenordnung von ca. 7,60 Mio. € geprägt, welche im Wesentlichen dem Aufwand für die Neukundengewinnung beim Smartbroker zuzurechnen sind.

**Geschäfts- und Ergebnisentwicklung im GJ 2020 (in Mio. €)**



Quelle: GBC AG; wallstreet:online AG \*Marketing-Investments in den Ausbau des Smartbrokers

Korrigiert um diesen Neukundengewinnungsaufwand würde ein bereinigtes operatives EBITDA in Höhe von ca. 11,90 Mio. € erwirtschaftet werden, was einer bereinigten EBITDA-Marge von ca. 41,0% gleich kommt. Daneben hat die Gesellschaft verkündet, dass die Beteiligung an der wallstreet:online capital AG im Geschäftsjahr 2020 "at equity"-konsolidiert werden soll und mit -0,10 Mio. € zum Vorsteuergruppenergebnis beitragen wird. In dem bekannt gegebenen operativen EBITDA ist ein Sondereffekt in Höhe von insgesamt ca. 2,70 Mio. € nicht berücksichtigt, der sich im Wesentlichen aus einem außerordentlichen Ertrag aus der Veräußerung der Beteiligung an der Trade Republic Bank GmbH ergibt.

Darüber hinaus hat wallstreet:online vermeldet, dass das Portalgeschäft durch angestiegene Nutzerzahlen und Werbeerlöse positiv beeinflusst wurde. So konnte die Gesamtreichweite von im Februar rund 245 Mio. Seitenaufrufen auf 347 Mio. Aufrufe im Dezem-

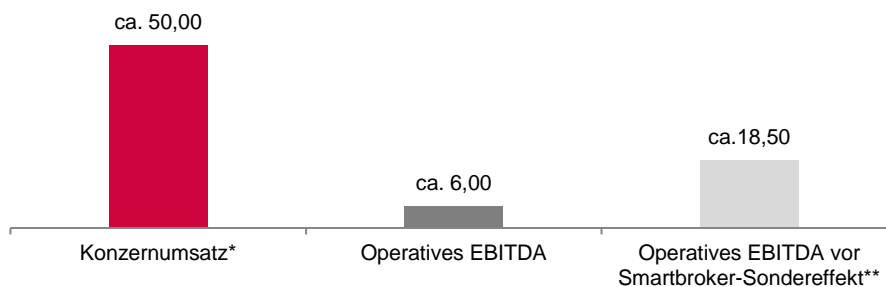
ber (inkl. wallstreet-online.de, finanznachrichten.de, ariva.de und boersennews.de) deutlich gesteigert werden. Die Umsätze im Portalgeschäft sind im gleichen Zeitraum um mehr als 25,0% angewachsen.

Ebenfalls positiv entwickelte sich laut Unternehmensangaben das Transaktionsgeschäft. So konnte die Gesellschaft beim Smartbroker in der vergangenen Geschäftsperiode mehr als 80.000 Neukunden verzeichnen und sich damit unter den in Deutschland führenden Online-Brokern etablieren.

### **Ausblick der wallstreet:online-Gruppe auf das GJ 2021**

Vor dem Hintergrund des anhaltenden dynamischen Geschäftsverlaufs rechnet das Unternehmen auch für das laufende Geschäftsjahr 2021 mit einer Fortsetzung des rasanten Wachstumskurses. Entsprechend erwartet die Gesellschaft für das aktuelle Geschäftsjahr die Konzernumsatzerlöse in einer Bandbreite von 45,0 Mio. bis 50 Mio. € deutlich zu steigern. Etwa 40,0% des Gesamtumsatzes sollen dabei auf das Transaktionsgeschäft und 60% auf das Werbegeschäft entfallen. Auf Ergebnisebene soll hierbei ein konsolidiertes operatives EBITDA in einer Bandbreite von 4,0 Mio. bis 6,0 Mio. € erreicht werden.

### **Umsatz- und Ergebnisprognose für das laufende Geschäftsjahr 2021**



Quelle: wallstreet:online AG \*Prognose beinhaltet ebenfalls eine erwartete Konsolidierung der wallstreet:online capital AG (Smartbroker) \*\*Marketing-Investments in den Ausbau des Smartbrokers

Für die aktuelle Geschäftsperiode kalkuliert wallstreet:online erneut mit signifikanten Marketingaufwendungen zur Neukundengewinnung für den Smartbroker in Höhe von ca. 12,50 Mio. € (VJ: ca. 7,60 €), die sich ergebnismindernd auswirken werden. Ohne diese Neugewinnungskosten soll das konsolidierte operative EBITDA ca. 16,50 Mio. bis 18,50 Mio. € betragen.

Für den Smartbroker rechnet die Gesellschaft mit einem weiterhin hohen Kundenwachstum und kalkuliert für 2021 mit ca. 120.000 neuen Wertpapierdepots und folglich mit einem Neukundenanstieg im Vergleich zum Vorjahr von über 100,0%. Ende 2021 soll der Smartbroker somit auf insgesamt 200.000 Kunden anwachsen. Für Ende Februar 2021 werden bereits 30.000 Neukunden erwartet.

In der Unternehmensguidance der wallstreet:online sind der Umsatz und das Ergebnis der wallstreet:online capital AG bereits auf konsolidierter Ebene enthalten, da das Unternehmen davon ausgeht, dass das laufende Inhaberkontrollverfahren zur Aufstockung der bestehenden Beteiligung auf ca. 73,0% (bisher: 43,0%) im aktuellen Geschäftsjahr erfolgreich abgeschlossen wird.

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

Die von der Gesellschaft bekannt gegebenen Zahlen sind im Rahmen unserer Erwartungen ausgefallen. Daraufhin haben wir unsere bisherigen Prognosen beim Umsatz auf 28,80 Mio. € (zuvor: 29,25 Mio. €) und beim EBITDA auf 7,10 Mio. € (zuvor: 7,30 Mio. €) leicht korrigiert. In Anbetracht der guten Unternehmensentwicklung und des vielversprechenden Ausblicks, haben wir unsere bisherige Umsatz- und Ergebnisprognose für das Geschäftsjahr 2021 nach oben angepasst und erstmals auch das Geschäftsjahr 2022 in unsere „detaillierte Schätzperiode“ aufgenommen. Vor allem der sehr erfolgreiche Markteintritt des Smartbrokers und der von uns erwartete weitere starke Ausbau des Brokerage-Geschäfts haben zur deutlichen Prognoseanpassung beigetragen. Hierbei sollte sich für die Gesellschaft insbesondere der Zugang zu den eigenen Werbeportalen (Finanzcommunity) auszahlen, der eine effiziente und günstige Kundengewinnung ermöglichen sollte. Daneben sollen mit der neuen Smartphone-App, deren Einführung laut Unternehmensangaben noch für das laufende Geschäftsjahr geplant ist, neue Zielgruppen erschlossen werden und damit ein zusätzlicher Umsatzschub erzielt werden.

GuV in Mio. € \ GJ.-Ende	GJ 2020e (neu)	GJ 2020e (alt)	GJ 2021e (neu)	GJ 2021e (alt)	GJ 2022e (neu)
Umsatz	28,80	29,25	49,10	40,60	56,30
EBITDA	7,10	7,30	5,70	11,08	19,39
EBIT	6,90	7,10	5,49	10,87	19,17
Nettoergebnis	4,59	4,73	3,79	7,56	13,37

Quelle: Schätzungen GBC AG

Wir rechnen nun für das aktuelle Geschäftsjahr mit Umsatzerlösen in Höhe von 49,10 Mio. € (zuvor: 40,60 Mio. €) und mit einem EBITDA von 5,70 Mio. € (zuvor: 11,08 Mio. €). Unsere Ergebnissenkung resultiert hierbei auf den deutlich über unseren Erwartungen liegenden Marketingaufwendungen bezüglich der Kundengewinnung beim Smartbroker. Wie zuvor dargestellt, kalkuliert die Gesellschaft hierfür mit einem Budget von rund 12,50 Mio. €. Hierdurch sollte es der wallstreet:online gelingen, noch stärker von dem sehr positiven Marktumfeld zu profitieren und damit ebenfalls die Umsatz- und Gewinndynamik im Transaktionsgeschäft nochmals wesentlich zu erhöhen. Für das Folgejahr 2022 gehen wir ebenfalls von einem deutlichen Umsatzanstieg auf 56,30 Mio. € und einem deutlichen EBITDA-Sprung auf 19,39 Mio. € aus.

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir nun ein neues Kursziel in Höhe von 29,00 € (bisher aktiensplitbereinigt 15,04 €) ermittelt und vergeben in Anbetracht des aktuellen Kursniveaus weiterhin das Rating Kaufen. Neben den deutlich angehobenen Prognosen hat eine Reduktion des WACC auf 7,60% (zuvor: 9,00%) einen kurszielsteigernden Effekt. Diese Reduktion steht primär im Zusammenhang mit der allgemeinen Senkung des risikofreien Zinssatzes in unseren Bewertungsmodellen seit dem 01.01.2021 auf die neue Untergrenze von 0,25% (zuvor: 1,00%). Daneben hat die Senkung unseres Beta's aufgrund des nun defensiveren Geschäftsmodells infolge der weiteren Etablierung des Brokerage-Geschäfts zur Kapitalkostensenkung beigetragen.

**Insgesamt sehen wir die wallstreet:online-Gruppe in einer guten Ausgangslage die erfolgreiche Wachstumsstrategie weiter dynamisch fortzusetzen und bereits im Geschäftsjahr 2021 massiv von den signifikanten Anfangsinvestitionen im Fin-Tech-Bereich (Smartbroker) zu profitieren. Die fortschreitende Transformation des Unternehmens hin zu einem Online-Broker mit integrierter Finanzcommunity sollte sich für die Gruppe in den kommenden Jahren aufgrund der guten Positionierung und den deutlichen Synergien zwischen beiden Bereichen noch stärker auszahlen.**

## 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 2022 in Phase 1, erfolgt von 2023 bis 2027 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 12,5% (zuvor: 10,0%) und eine EBITDA-Marge von 36,4% bis 39,50% (zuvor: 34%). Die Steuerquote haben wir mit 30,0% in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0%.

### Bestimmung der Kapitalkosten

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

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 0,25% (bisher 1,00%). Dieser stellt die Untergrenze unseres Bewertungsmodells dar.

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,34 (zuvor: 1,46).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,60% (zuvor: 9,00%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,60% (zuvor: 9,00%).

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,60% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2021 entspricht als Kursziel 29,00 € (bisher splitbereinigt: 15,04 €). Unsere deutliche Kurszielanhebung basiert hauptsächlich auf den erwarteten positiven Effekten aus dem weiteren starken Ausbau des Brokerage-Geschäfts (Smartbroker). Darüber hinaus hat sich die Kapitalkostensenkung (WACC) aufgrund der Reduktion des risikofreien Zinssatzes kurszielsteigernd ausgewirkt. Zudem hat die Senkung des Beta's aufgrund des nun defensiveren Geschäftsmodells infolge der weiteren Etablierung des Transaktionsgeschäfts zur Kapitalkostensenkung beigetragen.

### DCF-Modell

#### wallstreet:online AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	12,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	39,0%	ewige EBITA - Marge	39,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	12,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	5,3%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	
Umsatz	28,80	49,10	56,30	63,33	71,25	80,16	90,18	101,45	
US Veränderung	236,8%	70,5%	14,7%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	47,72	39,49	29,27	27,15	27,50	28,65	29,88	30,46	
EBITDA	7,10	5,70	19,39	23,08	27,39	31,66	35,62	40,07	
EBITDA-Marge	24,6%	11,6%	34,4%	36,4%	38,4%	39,5%	39,5%	39,5%	
EBITA	6,90	5,49	19,17	22,84	27,10	31,34	35,27	39,70	
EBITA-Marge	24,0%	11,2%	34,0%	36,1%	38,0%	39,1%	39,1%	39,1%	39,0%
Steuern auf EBITA	-2,07	-1,65	-5,75	-6,85	-8,13	-9,40	-10,58	-11,91	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	4,83	3,84	13,42	15,99	18,97	21,94	24,69	27,79	
Kapitalrendite	315,6%	147,6%	358,4%	324,7%	332,2%	343,3%	349,2%	355,1%	323,3%
Working Capital (WC)	2,00	2,50	3,00	3,38	3,80	4,27	4,81	5,41	
WC zu Umsatz	6,9%	5,1%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	
Investitionen in WC	-0,71	-0,50	-0,50	-0,38	-0,42	-0,47	-0,53	-0,60	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	0,60	1,24	1,92	2,33	2,59	2,80	3,02	3,33	
AFA auf OAV	-0,20	-0,21	-0,22	-0,24	-0,29	-0,32	-0,35	-0,38	
AFA zu OAV	33,1%	16,9%	11,4%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	
Investitionen in OAV	-0,56	-0,85	-0,90	-0,65	-0,55	-0,53	-0,57	-0,69	
Investiertes Kapital	2,60	3,74	4,92	5,71	6,39	7,07	7,82	8,74	
EBITDA	7,10	5,70	19,39	23,08	27,39	31,66	35,62	40,07	
Steuern auf EBITA	-2,07	-1,65	-5,75	-6,85	-8,13	-9,40	-10,58	-11,91	
Investitionen gesamt	-1,27	-1,35	-1,40	-1,03	-0,97	-1,00	-1,10	-1,29	
Investitionen in OAV	-0,56	-0,85	-0,90	-0,65	-0,55	-0,53	-0,57	-0,69	
Investitionen in WC	-0,71	-0,50	-0,50	-0,38	-0,42	-0,47	-0,53	-0,60	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,76	2,70	12,24	15,20	18,29	21,26	23,94	26,87	501,66

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	385,68	412,27
Barwert expliziter FCFs	85,19	88,96
Barwert des Continuing Value	300,49	323,31
Nettoschulden (Net debt)	-2,23	-4,86
Wert des Eigenkapitals	387,91	417,14
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	387,91	417,14
Ausstehende Aktien in Mio.	14,38	14,38
Fairer Wert der Aktie in EUR	26,97	<b>29,00</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	7,0%	7,3%	7,6%	7,9%	8,2%
322,8%	32,52	30,64	28,97	27,47	26,13
323,1%	32,54	30,66	28,99	27,49	26,15
323,3%	32,56	30,68	<b>29,00</b>	27,51	26,16
323,6%	32,58	30,70	29,02	27,52	26,18
323,8%	32,60	30,72	29,04	27,54	26,19



## ANHANG

### I.

#### Research unter MiFID II

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

### II.

#### §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

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

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

#### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

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

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

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

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,5b,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 und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.



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

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

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

### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

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

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

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

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

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

### **§ 3 Urheberrechte**

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

GBC AG

Halderstraße 27

D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0

Fax.: 0821/24 11 33-30

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

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