

Fintech Group AG ^{*5a,5b,6a,11}

Rating: KAUFEN
Kursziel: 29,00 €

Aktueller Kurs: 15,975 €
05.10.2015,09:02 / ETR
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005249601
WKN: 524960
Börsenkürzel: FLA

Aktienanzahl³: 16,811
Marketcap³: 268,55
³in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 42,15 %

Transparenzlevel:
Entry Standard

Marktsegment:
Open Market

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
ICF Kursmakler
Hauck & Aufhäuser
M.M.Warburg & CO

Analysten:

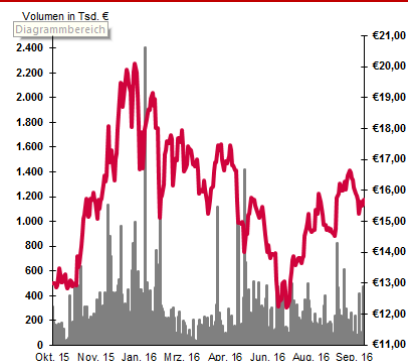
Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 10

Unternehmensprofil

Branche: Software, Technologie
Fokus: Fintech, Bankdienstleistungen
Mitarbeiter: 467 (Stand: 30.06.2016)
Gründung: 1999
Firmensitz: Frankfurt / Main
Vorstand: Frank Niehage



Die FinTech Group AG ist mit ihrer Tochter flatex seit zehn Jahren einer der Markt- und Innovationsführer im deutschen Online-Brokerage-Markt. Die kontinuierlich steigenden Kundenzahlen, Transaktionszahlen und Umsätze sind ein Beleg für Erfahrung, sich mit disruptiven Geschäftsmodellen am Markt durchzusetzen. Das Unternehmen hat nun das Ziel, im Rahmen eines umfassenden Transformations- und Wachstumsprozesses auch über Online-Brokerage hinaus der führende europäische Anbieter innovativer Technologien im Finanzsektor zu werden. Im Fokus stehen Geschäftsmodelle mit nachhaltigem, überdurchschnittlichem Wachstum sowie schneller Marktdurchdringung. Im März 2015 hat die FinTech Group im Rahmen dieses Wachstumskurses die Mehrheit an der XCOM Gruppe erworben, einem der erfolgreichsten Software- und Technologieanbieter für Finanzdienstleister. Die XCOM-Tochter biw AG besitzt die Erlaubnis zum Erbringen von Bankdienstleistungen (sogenannte „Vollbank“). Seit mehr als 25 Jahren ist die XCOM Gruppe einer der wichtigsten Technologie- und Outsourcing-Partner für die deutsche Bankenlandschaft und zudem einer der erfolgreichsten Partner der aufstrebenden deutschen FinTech-Szene.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2015	31.12.2016e	31.12.2017e	31.12.2018e
Umsatzerlöse	75,19	100,00	108,00	115,00
EBITDA	19,74	33,00	38,00	45,00
EBIT	17,24	28,00	32,50	39,00
Konzernergebnis aus fortgeführten Bereichen	14,01	22,12	25,61	27,90

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie aus fortgeführten Bereichen	0,88	1,32	1,52	1,66
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

Eigenkapital	85,86	101,67	127,28	155,18
Eigenkapitalrendite	16,3%	21,8%	20,1%	18,0%
KUV	3,57	2,69	2,49	2,34
KGV	19,17	12,14	10,49	9,63
KBV	3,13	2,64	2,11	1,73

Finanztermine

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

12.07.2016: RS / 28,50 / KAUFEN

01.06.2016: RS / 26,85 / KAUFEN

02.05.2016: RS / 26,85 / KAUFEN

11.04.2016: RS / 26,85 / KAUFEN

29.03.2016: RS / 26,85 / KAUFEN

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

Fertigstellung / Erstveröffentlichung: 05.10.2016

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2016

GuV (in Mio. €)	1. HJ 2015	1. HJ 2016
Umsatzerlöse	34,63	48,35
EBITDA (Marge)	15,16 (43,8 %)	13,78 (28,5 %)
EBIT (Marge)	14,73 (42,5 %)	11,36 (23,5 %)
Konzernergebnis aus fortgeführten Geschäftsbereichen	11,89	8,86
EPS in € aus fortgeführten Geschäftsbereichen	0,75	0,56

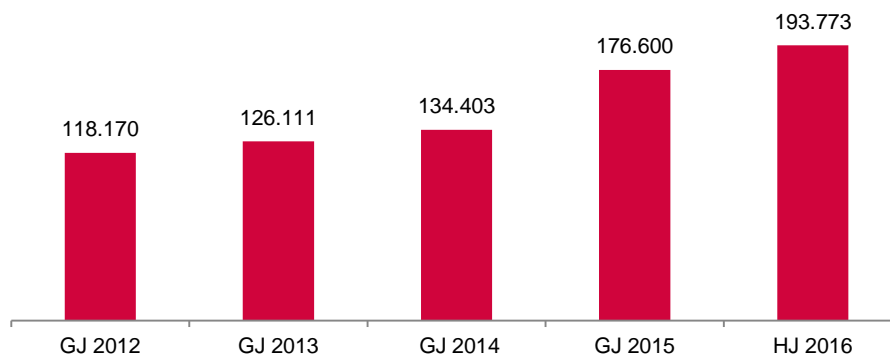
Quelle: FinTech Group, GBC

Entwicklung der Umsatzerlöse

Die erfolgreiche Entwicklung der FinTech Group AG im Nachgang der Neuausrichtung des Geschäftsmodells setzte sich im 1. HJ 2016 eindrucksvoll fort. Bei allen Kernkenngrößen verbesserte sich das Unternehmen in den ersten Monaten des laufenden Jahres. So wurde bspw. die Kundenzahl auf nunmehr fast 194.000 gesteigert. Unsere Erwartung für das Gesamtjahr, die bislang bei rund 211.000 Kunden lag, erscheint damit inzwischen konservativ.

Auch beim betreuten Kundenvermögen machte die FinTech Group AG einen wesentlichen Sprung nach oben. So lag dieses per Ende Juni 2016 bei 9,42 Mrd. €, mehr als 60 % höher als zum Ende des GJ 2015. Damit ist inzwischen stark davon auszugehen, dass im weiteren Jahresverlauf die Marke von 10 Mrd. € betreutem Kundenvermögen überschritten wird.

Entwicklung der Kundenanzahl



Quelle: FinTech Group, GBC

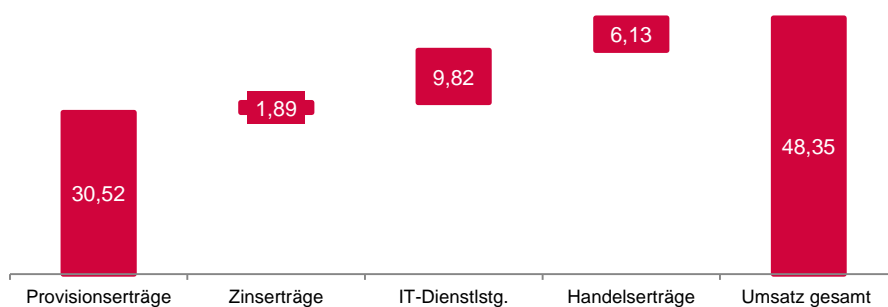
Haupttreiber für den starken Anstieg der Kundenzahlen und der betreuten Kundenvermögen war dabei die Anbindung des Neukunden Equatex. Equatex ist ein global operierendes Finanzdienstleistungsunternehmen, das Optionspläne und Mitarbeiteraktienprogramme für Mitarbeiter von Konzernen verwaltet. In Deutschland ist Equatex für rund 300.000 Kunden zuständig. Aus dieser Zahl lässt sich ableiten, dass im Rahmen der neu eingegangenen Kooperation sowohl ein hohes Transaktionsvolumen generiert werden kann, als auch ein entsprechendes Ausbaupotenzial in den kommenden Jahren besteht.

Die gute Entwicklung der Kunden-, Transaktions- und Vermögenszahlen hat sich auch bereits positiv in der Umsatzentwicklung niedergeschlagen, wenngleich davon auszugehen ist, dass das zweite Halbjahr nochmals stärker ausfallen dürfte. So lagen die Umsatzerlöse im 1. HJ 2016 bei 48,35 Mio. € und damit um 40 % über dem Vorjahreswert. Wenngleich die Vergleichbarkeit der Vorjahreszahlen auf Grund der Konsolidierung der XCOM AG erst zum 31.03.2015 sowie des Sonderertrags aus der Auslizenzierung des

CFD-Geschäfts an die Commerzbank eingeschränkt ist, wird deutlich, dass die Erlös-entwicklung der FinTech Group AG klar nach oben gerichtet ist.

Auf die Ergebnisquellen heruntergebrochen, wird deutlich, dass die Provisionserträge den größten Anteil am Umsatz ausmachen, die sich auf Grund des gesteigerten Handelsvolumens um 7,8 % verbesserten. Der deutliche Anstieg der Erträge aus den IT-Dienstleistungen von 3,31 Mio. € auf 9,82 Mio. € resultierte unter anderem aus dem genannten Konsolidierungseffekt von XCOM. Aber auch ein organischer Zuwachs war zu verzeichnen.

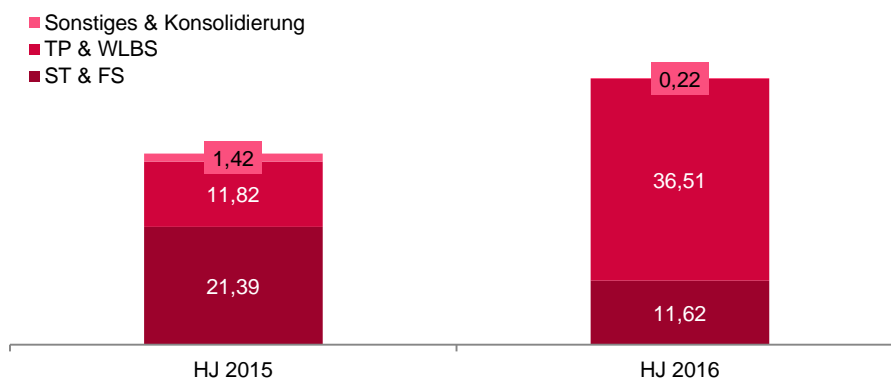
Entwicklung der Umsatzerlöse nach Ergebnisquellen (in Mio. €)



Quelle: FinTech Group, GBC

Auf Segmentebene ist ein deutlicher Sprung bei Transaction Processing & White Label Banking Services (TP&WLBS) zu verzeichnen gewesen. Auch hier sind die Auswirkungen der Konsolidierung von XCOM spürbar. Im Segment Securities Trading & Financial Services (ST&FS) war hingegen ein Rückgang von 21,39 Mio. € auf 11,62 Mio. € zu verzeichnen. Hier ist jedoch zu beachten, dass im Vorjahr ein hoher Ertrag aus der Auslizenzierung des CFD-Geschäfts an die Commerzbank enthalten war, der sich auf rund 8 Mio. € belaufen haben dürfte (gesamter Sonderertrag 2015 lt. GB 2015 bei 8,2 Mio. €). Darum bereinigt, war zum einen ein Anstieg der Umsätze im Segment ST&FS zu verzeichnen und zum anderen der organische Wachstumsanteil entsprechend höher.

Erwartete Entwicklung der Umsatzerlöse nach Segmenten (in Mio. €)



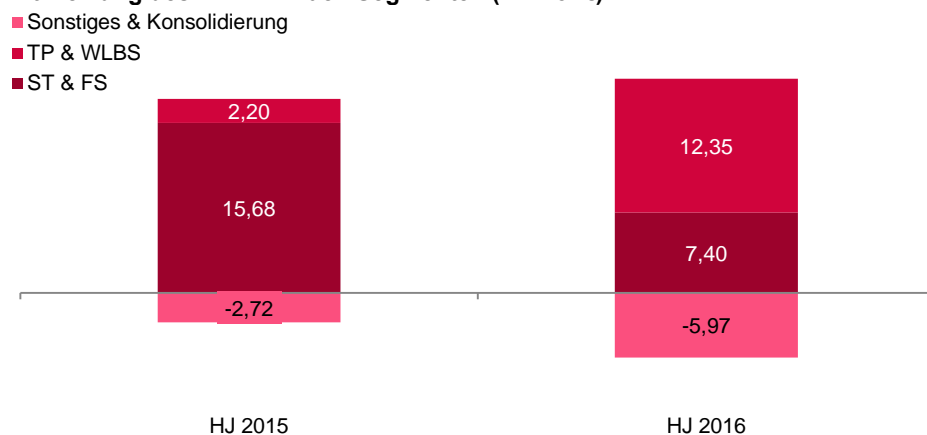
Quelle: FinTech Group, GBC

Insgesamt ist die Umsatzentwicklung der FinTech Group AG im 1. HJ 2016 sehr zufriedenstellend gewesen. Die in Angriff genommenen Wachstumspläne erweisen sich als fruchtbar und schlagen sich in einer hohen Dynamik nieder. Dabei ist zu beachten, dass einige Kooperationen erst im 2. HJ 2016 umsatzwirksam werden, so dass davon auszugehen ist, dass die Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte nochmals stärker ausfallen wird.

Ergebnisentwicklung

Auch die Ergebnisentwicklung zeigte sich im 1. HJ 2016 sehr überzeugend. Zwar lag das ausgewiesene EBITDA mit 13,78 Mio. € leicht unter dem ausgewiesenen Vorjahreswert, jedoch ist dabei zu beachten, dass im Vorjahr der bereits erwähnte Sonderertrag zu Buche schlug. Bereinigt um diesen Wert von geschätzt rund 8 Mio. € ist ein deutlicher Anstieg des EBITDA zu verbuchen. Der Sonderertrag in 2015 war im Segment ST&FS zu verzeichnen. Damit wird deutlich, dass bei dessen Eliminierung ein klarer Ergebnisanstieg zu verzeichnen war. Gegensätzlich dazu war der EBITDA-Anstieg in TP&WLBS durch die XCOM-Konsolidierung positiv geprägt, wobei dennoch von einem signifikanten organischen Ergebnisanstieg auszugehen ist.

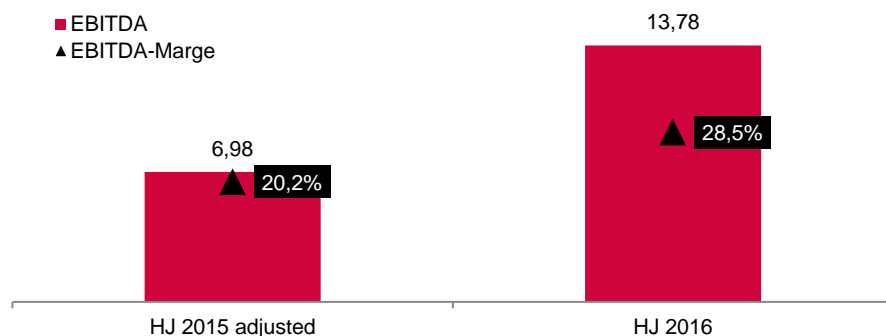
Entwicklung des EBITDA nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: FinTech Group, GBC

Die nachfolgende Grafik berücksichtigt im EBITDA-Vergleich die Bereinigung der Einmalträge aus dem CFD-Geschäft im 1. HJ 2015. Wenngleich die Darstellung nicht um die Effekte aus den unterschiedlichen Konsolidierungszeiträumen von XCOM bereinigt ist, wird dennoch deutlich, dass vor allem im Bereich der EBITDA-Marge ein großer Schritt nach vorne vollzogen wurde.

Entwicklung des EBITDA nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: FinTech Group, GBC

Prognosen

GuV (in Mio. €)	GJ 2016e (alt)	GJ 2016e (neu)	GJ 2017e (alt)	GJ 2017e (neu)	GJ 2018e (alt)	GJ 2018e (alt)
Umsatzerlöse	84,71	100,00	93,18	108,00	102,50	115,00
EBITDA (Marge)	32,46 (38,3%)	33,00 (33,0%)	37,25 (40,0%)	38,00 (35,2%)	42,55 (41,5%)	45,00 (39,1%)
EBIT (Marge)	29,46 (34,8%)	28,00 (28,0%)	34,00 (36,5%)	32,50 (30,1%)	39,05 (38,1%)	39,00 (33,9%)
Konzernjahresüberschuss aus fortgeführten Aktivitäten	23,66	22,12	26,93	25,61	27,94	27,90
EPS in € aus fortgeführten Aktivitäten	1,41	1,32	1,60	1,52	1,66	1,66

Quelle: GBC

Umsatzentwicklung

Hinsichtlich der operativen Entwicklung ist die FinTech Group AG nach dem 1. HJ 2016 unserer Einschätzung nach voll in Plan hinsichtlich des Erreichens der Jahresziele. Dabei hat das Unternehmen für das Gesamtjahr 2016 eine EBITDA-Spanne von 30-35 Mio. € ausgegeben. Nach dem 1. HJ 2016 wurden nun bereits 46 % des EBITDA, gemessen an der unteren Prognosespanne, erreicht.

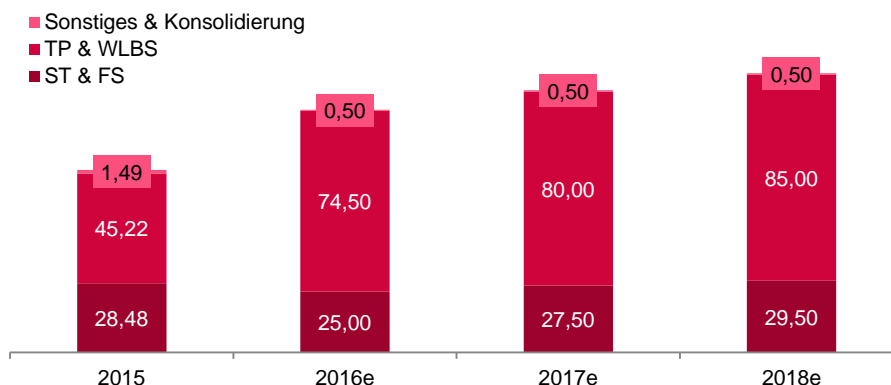
Darüber hinaus ist davon auszugehen, dass einige der in den vergangenen Monaten neu eingegangenen Partnerschaften erst im 2. HJ 2016 zum Tragen kommen und erst jetzt ergebniswirksam werden. Hierbei ist zum Beispiel der neue „flatex flex-Kredit“ zu nennen. Dieser wird einen signifikanten Beitrag zur verbesserten Nutzung der Kundeneinlagen führen, die per 30.06.2016 bei rund 1 Mrd. € lagen. Seit Einführung des „flatex flex-Kredit“ wurde das Angebot bereits sehr gut angenommen. Auch die mit Morgan Stanley aufgelegten strukturierten Produkte werden erst im 2. HJ 2016 zum Gewinn beitragen. Nicht zuletzt ist auch die Partnerschaft mit ZINSPILLOT zu erwähnen, die ebenfalls zu einer effizienteren Nutzung der Einlagen führen wird.

Zusätzliches Potenzial könnte sich auch aus der jüngst vermeldeten Kooperation mit dem südkoreanischen Unternehmen Finotek ergeben. Dabei wurde ein Joint Venture gegründet, mit dem Ziel, die Smartphone Wallet-Lösung „kesh“ der FinTech Group AG in Korea als White-Label-Lösung anzubieten. Während in Deutschland unzählige Wallet-Lösungen an den Markt drängen, eröffnet die Kooperation mit Finotek gute Markteintrittschancen auf einem nicht weniger attraktiven Markt, der jedoch mit der Partnerschaft leichter zu erschließen sein dürfte. Zusätzlich ist zu betonen, dass es die Kooperation der FinTech Group gleichzeitig ermöglicht, auf das innovative Technologieportfolio der Finotek im Bereich Mobile Banking zuzugreifen. Beispielhaft ist hierbei eine Lösung zu nennen, die Identitätsprüfungen ohne Medienbrüche und in Echtzeit erlaubt.

Vor den genannten Hintergründen gehen wir davon aus, dass das 2. HJ 2016 gegenüber dem 1. HJ 2016 nochmals deutlich verbessert ausfallen wird und haben unsere Umsatzerwartung für das GJ 2016 nach oben hin angepasst. Wir gehen nunmehr davon aus, dass Umsatzerlöse in Höhe von 100,00 Mio. € erreicht werden können. Auch für die darauffolgenden Jahre 2017 und 2018 haben wir unsere Erwartungen angepasst.

Mittelfristig dürfte sich zudem auch die jüngst vermeldete Kooperationen mit Rocket Internet positiv niederschlagen. Der Plan beider Unternehmen ist der Aufbau einer europäischen digitalen Bank, wobei beide Unternehmen ihre jeweilige Expertise zusammenführen. Die Potenziale aus der schlagkräftigen Kooperation sind unserer Einschätzung nach sehr hoch und könnten die Prognosen für die kommenden Jahre zusätzlich positiv beeinflussen.

Erwartete Entwicklung der Umsatzerlöse nach Segmenten (in Mio. €)

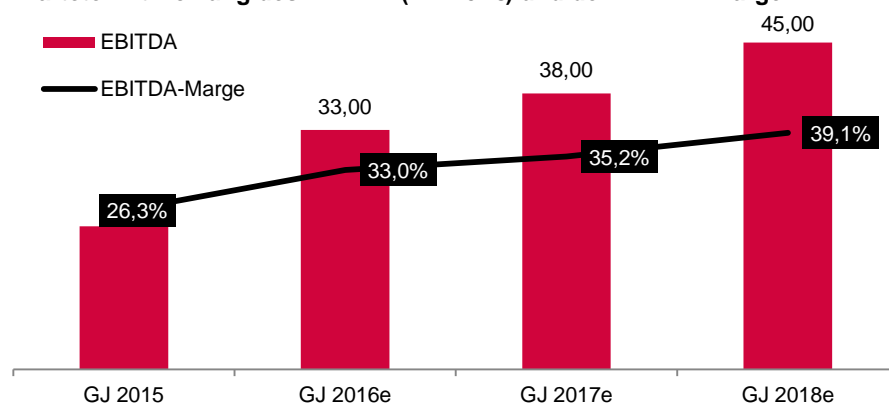


Quelle: GBC

Ergebnisprognosen

Entsprechend der angehobenen Umsatzprognosen haben wir auch unsere EBITDA-Erwartung für das laufende und die kommenden Jahre angehoben. Wir erwarten für 2016 nunmehr, dass die Prognose in der mittleren Prognosespanne erreicht werden wird und gehen damit von 33,00 Mio. € aus. Auch für die Jahre 2016 und 2017 haben wir unsere Prognosen nach oben hin angepasst. Weiterhin gehen wir davon aus, dass eine EBITDA-Marge von rund 40 % als mittelfristige Zielgröße anzusehen ist.

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



Quelle: GBC

Angesichts der EBITDA-Erwartung rechnen wir für 2018 mit einem Jahresüberschuss in Höhe von 27,90 Mio. € bzw. einem EPS von 1,66 €. Auf Basis des aktuellen Kursniveaus errechnet sich daraus ein 2018er KGV von gerade einmal 10. Die möglicherweise bestehenden Probleme bei Wettbewerbern im Bankenumfeld sehen wir bei der FinTech Group AG nicht. Vielmehr haben die Halbjahreszahlen erneut belegt, dass das Unternehmen auf dem richtigen Kurs ist. Einen eventuellen Bewertungsabschlag halten wir daher für nicht gerechtfertigt.

Wir begrüßen auch die Absicht des Unternehmens im Jahr 2017 ein Uplisting in den Prime Standard der Deutschen Börse durchzuführen. Nachdem die Bilanzierung bereits auf IFRS umgestellt und die Transparenz damit verbessert wurde, wird das Prime Standard-Listing eine nochmals verbesserte Informationsbasis ermöglichen.

BEWERTUNG

Modellauswahl

Für die Bewertung der FinTech Group AG haben wir ein Residual-Einkommens-Modell aufgesetzt, wobei mittels der Differenz aus Eigenkapitalrendite und Eigenkapitalkosten die Überschussrendite der Schätzperioden bestimmt wird. Dabei haben wir für die Schätzperioden 2016 bis 2018 konkrete Erwartungen hinsichtlich der Jahresüberschüsse und sich daraus ergebenden Veränderungen des Eigenkapitals formuliert. Daraus lassen sich die erwarteten Eigenkapitalrenditen ableiten. Die erwirtschaftete Überschussrendite einer Periode lässt als Produkt mit dem Eigenkapital das Residualeinkommen des Geschäftsjahres ableiten. Die erwarteten Residualeinkommen werden sodann mit den Eigenkapitalkosten auf den Bewertungsstichtag diskontiert. Zur Bestimmung des Endwertes setzen wir ein Premium auf den aktuellen Buchwert an.

$$\text{Fairer Unternehmenswert} = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ROE_t - r)EK_{t-1}}{(1+r)^t} + \frac{P_T - EK_T}{(1+r)^T}$$

EK =	Eigenkapital	ROE =	Eigenkapitalrendite
P =	Premium auf den Buchwert	r =	Eigenkapitalkosten
t =	Schätzperiode	T =	letzte Schätzperiode

Bestimmung der Kapitalkosten

Der maßgebliche Diskontierungssatz für die Verwendung im Residual-Einkommens-Modells sind die Eigenkapitalkosten. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die Marktrisikoprämie, 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 % (bislang: 1,00 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktrisikoprämie setzen wir die historische Marktrisikoprämie 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.

Das unadjustierte Beta (raw beta) beträgt derzeit 0,71 (Quelle: ThomsonReuters).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 4,9 % (bislang: 4,9 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Zur Bestimmung des Endwertes haben wir Eigenkapitalkosten von ebenfalls 4,9 % verwendet.

Bewertungsmodell und Bewertungsergebnis

	2015	2016e	2017e	2018e	Endwert
Eigenkapital	85,86	101,67	127,28	155,18	
Jahresüberschuss		22,12	25,61	27,90	
Eigenkapitalrendite		21,8%	20,1%	18,0%	18,0%
Eigenkapitalkosten		4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Überschussrendite		16,9%	15,2%	13,1%	13,1%
Buchwert-Faktor		4,4	4,1	3,7	3,7
Residualeinkommen		14,47	15,47	16,64	414,09
Barwert der Residualeinkommen		14,30	14,58	14,95	371,99

Angesichts der unserer Ansicht nach guten Entwicklungschancen der kommenden Jahre sollte die Fintech Group AG nachhaltige Eigenkapitalrenditen in Höhe von mindestens 18 % (bisherige Annahme: 17 %) erwirtschaften können. Unter der Annahme von Eigenkapitalkosten in Höhe von 4,9 % im Endwert sollte damit eine nachhaltige Überrendite mit dem Faktor ~3,7 erreichbar sein. Bei einem im Endwert unterstellt gegen 0 % konvertierenden Wachstum entspricht dies einer Bewertung zum 3,7-fachen Buchwert. Zur Bestimmung des Endwertes haben wir daher ein Premium über den Buchwert in Höhe von 3,7 angesetzt.

Barwert der Residualeinkommen 2016 – 2018 in Mio. €	43,83
Barwert der Residualeinkommen Endwert in Mio. €	371,99
Summe der Barwerte in Mio. €	501,67
Minderheitenanteile	14,35
Wert des Eigenkapitals in Mio. €	487,32
Ausstehende Aktien in Mio.	16,81
Fairer Unternehmenswert je Aktie in €	29,00
Aktienkurs aktuell in €	15,975
Aufwärtspotenzial	81,5 %

Die Summe der diskontierten Residualeinkommen ergibt einen Wert in Höhe von 487,32 Mio. €. Angesichts einer ausstehenden Anzahl von Aktien von 16,811 Mio. Stück ergibt sich ein fairer Unternehmenswert je Aktie von 29,00 €. Unser bisheriges Kursziel von 28,50 € heben wir damit nach oben an. Angesichts eines derzeitigen Aktienkurses von ca. 16,00 € ergibt sich damit ein Aufwärtspotenzial je Aktie in Höhe von über 80 %. Daraus lässt sich klar das Rating KAUFEN ableiten.

ANHANG

§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 §34b Abs. 1 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 §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

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 §34b WpHG 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,6a,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 Unternehmen.
- (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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent 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 Auftraggebers.
- (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.)

§ 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, Susanne Klebl, Email: klebl@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), Lurgiallee 12, 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:

Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, 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



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