

tick Trading Software AG^{*5a,7,11}

Rating: Kaufen
Kursziel: 13,95 €
(bisher: 13,90 €)

aktueller Kurs: 8,80 €
03.07.2024 / Frankfurt
(Schlusskurs)
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A35JS99
WKN: A35JS9
Börsenkürzel: TBX0
Aktienanzahl³: 2,01
Marketcap³: 17,71
EnterpriseValue³: 15,93
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 73,2%

Marktsegment:
Freiverkehr

Transparenzlevel:
Primärmarkt Düsseldorf

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahresende: 30.09.

Analysten:

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie:
04.07.2024 (9:33 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 04.07.2024
(11:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis
max. 30.09.2025

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 7

Unternehmensprofil

Branche: Software (Financial Technology)

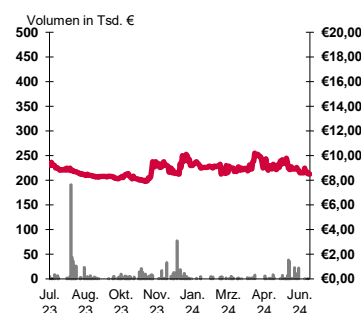
Fokus: Softwarelösungen für Börsenhandel
und Börsenzugangssysteme

Mitarbeiter: 34 (Stand: Ende März 2024)

Gründung: 2002

Firmensitz: Düsseldorf

Vorstand: Carsten Schölzki



Mit der Gründung der tick Trading Software AG (tick TS) im Jahre 2002 setzten sich Oliver Wagner, Matthias Hocke und weitere Unternehmer aus der Finanzindustrie die Entwicklung einer der professionellsten und fortschrittlichsten Handelsplattformen zum Ziel. Mit der TradeBase Multi Exchange Plattform (TBMX) stellt die tick TS AG diese nun seit mehr als 20 Jahren erfolgreich ihren Kunden zur Verfügung. Seit einigen Jahren komplettieren neben der TBMX-Plattform direkte Anbindungen an nationale und internationale Marktplätze und Broker, Market Making Tools für das Designated Sponsoring, eine eigene Hosting- und Housing-Infrastruktur und eine TBMX White Label App sowie ein e-Trading Compliance Monitor (ECM) zur Einhaltung von ESMA-Vorschriften das Portfolio des Unternehmens. Die Unternehmenssatzung der Gesellschaft sieht vor, dass stets der gesamte ausschüttungsfähige Bilanzgewinn zur Ausschüttung an die Aktionäre verwendet wird. Somit beteiligt tick TS seine Aktionäre besonders stark am Erfolg des Unternehmens (Vollausschüttungsverpflichtung gegenüber Aktionären). Aufgrund dessen weist die tick TS-Aktie auch traditionell eine hohe Dividendenrendite auf.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	GJ 2021/22	GJ 2022/23	GJ 2023/24e	GJ 2024/25e	GJ 2025/26e
Umsatz	8,57	8,00	7,69	7,89	8,16
EBITDA	2,73	1,44	1,40	1,94	2,40
EBIT	2,51	1,23	1,18	1,72	2,19
Jahresüberschuss	1,70	0,89	0,84	1,21	1,54

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie (EPS)	0,84	0,44	0,42	0,60	0,77
Dividende je Aktie	0,84	0,45	0,40	0,58	0,75

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,86	1,99	2,07	2,02	1,95
EV/EBITDA	5,84	11,07	11,38	8,21	6,64
EV/EBIT	6,35	12,95	13,50	9,26	7,28
KGV	10,42	19,90	21,09	14,64	11,50
KBV		5,64			

Finanztermine

November 2024: Voraussichtliche Veröffentlichung des vorläufigen Ergebnisses für das Geschäftsjahr 2023/24

November 2024: Teilnahme an einer Investorenkonferenz

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

22.04.2024: RS / 13,90 / KAUFEN

29.06.2023: RS / 18,40 / KAUFEN

02.05.2023: RS / 18,30 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, 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“

1.HJ 2023/24: tick TS erzielt aufgrund höherer Handelsaktivitäten und damit verbundener lastenabhängiger Erlöse eine robuste Halbjahresperformance; Bisherige Ergebnisprognosen für das GJ 2024 angehoben; Kursziel & Rating „Kaufen“ bestätigt

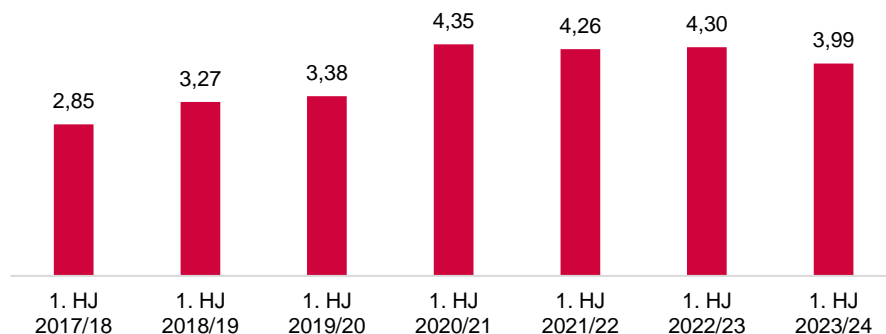
in Mio. €	1. HJ 2021/22	1. HJ 2022/23	1. HJ 2023/24
Umsatzerlöse	4,26	4,30	3,99
EBITDA	1,52	1,11	0,85
EBITDA-Marge	35,6%	25,8%	21,2%
EBIT	1,42	1,00	0,74
EBIT-Marge	33,2%	23,3%	18,5%
Jahresüberschuss	0,97	0,71	0,53

Quelle: tick Trading Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2023/24

Am 18.06.2024 hat die tick Trading Software AG (tick TS) ihre Halbjahreszahlen für das aktuelle Geschäftsjahr 2023/24 veröffentlicht. Hiernach hat das Spezialsoftwareunternehmen bedingt durch niedrigere Projektumsatzerlöse einen moderaten Umsatzrückgang um 7,1% im Vergleich zum Vorjahreshalbjahr auf 3,99 Mio. € (1. HJ 2022/23: 4,30 Mio. €) hinnehmen müssen. Auf vergleichbarer Basis (erwirtschaftete Erlöse ohne Mieteinnahmen) betrug der Umsatzrückgang laut Unternehmensangaben 6,3%.

Entwicklung der Halbjahres-Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: tick Trading Software AG; GBC AG

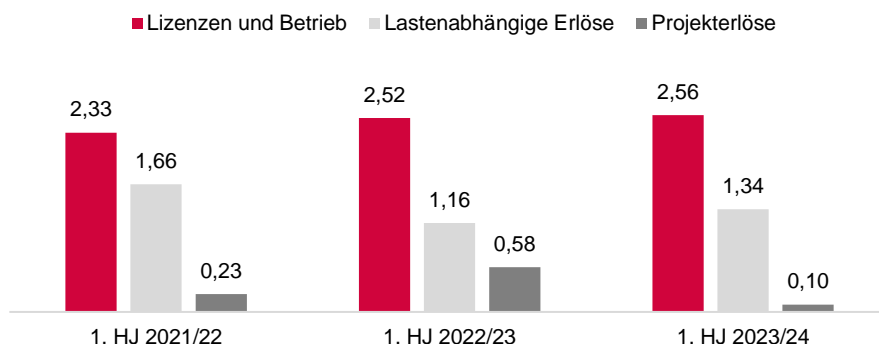
Getragen wurden die erwirtschafteten Gesamtumsatzerlöse primär durch die Geschäftsaktivitäten im Kernsegment „Lizenzen und Betrieb“ mit einem Erlösanteil zum Ende des ersten Geschäftshalbjahres von ca. 64,1% (1. HJ 2022/23: 59,1%). Die Umsatzerlöse in diesem Segment wurden im Vergleich zum Vorjahreshalbjahr leicht um 1,5% auf 2,56 Mio. € (1. HJ 2022/23: 2,52 Mio. €) gesteigert.

Noch dynamischer konnten die Erlöse im traditionell zweitgrößten Geschäftssegment „Lastenabhängige Erlöse“ mit einem deutlichen Umsatzanstieg um 15,3% auf 1,34 Mio. € (1. HJ 2022/23: 1,16 Mio. €) zulegen. Der signifikante Erlöszuwachs resultierte hierbei aus einem höheren Handelsvolumen bzw. Handelsaktivitäten bei den meisten der tick TS-Kunden im Vergleich zu den Vorjahren.

Entgegengesetzt entwickelte sich hingegen das Geschäftssegment „Projekterlöse“ mit einem deutlichen Umsatzrückgang im Vergleich zum Vorjahreshalbjahr auf lediglich 0,10 Mio. € (1. HJ 2022/23: 0,58 Mio. €). Nachdem die Projektumsatzerlöse im vergangenen Geschäftsjahr 2022/23 überwiegend in der ersten Geschäftshälfte erwirtschaftet wurden, rechnet das Unternehmen für das aktuelle Geschäftsjahr damit, dass diese

hauptsächlich in der zweiten Geschäftsjahreshälfte erzielt werden. Entsprechend können unserer Einschätzung nach im weiteren Geschäftsjahresverlauf noch deutliche Aufholeffekte in diesem Segment erwartet werden.

Entwicklung der Segmenterlöse im Halbjahresvergleich (in Mio. €)



Quelle: tick Trading Software AG; GBC AG

Daneben hat tick TS bekannt gegeben, dass im Rahmen des gestarteten „BOOSTER-Innovationsprogramms“ die Entwicklung einer auf Web-Technologie basierenden Trading-Frontend-Lösung intensiviert wurde. Dies umfasste nicht nur die eigentliche Frontend-Entwicklung, sondern betraf in den vergangenen Monaten auch insbesondere erweiterte Backendfunktionalitäten, wie sie für den Betrieb eines Browser-basierten Handels-Frontend benötigt werden. Laut Unternehmensangaben wurde im Zuge dessen die enge Zusammenarbeit mit einem bestehenden Kunden und dessen kontinuierliches Feedback zur Weiterentwicklung des neuen Produktes fortgesetzt und soll noch im aktuellen Jahr 2024 mit einer produktiven Nutzung, einen ersten, nach außen sichtbaren, Meilenstein erreichen.

Zudem hat tick TS veröffentlicht, dass sich die bereits mitgeteilte Kündigung des Kunden Bethmann Bank (ABN AMRO Bank N.V. Frankfurt Branch) voraussichtlich erst im Laufe des Geschäftsjahres 2024/25 auswirken wird. Das monatliche Geschäftsvolumen mit der Bethmann Bank beziffert tick TS auf einen unteren fünfstelligen Umsatzbetrag.

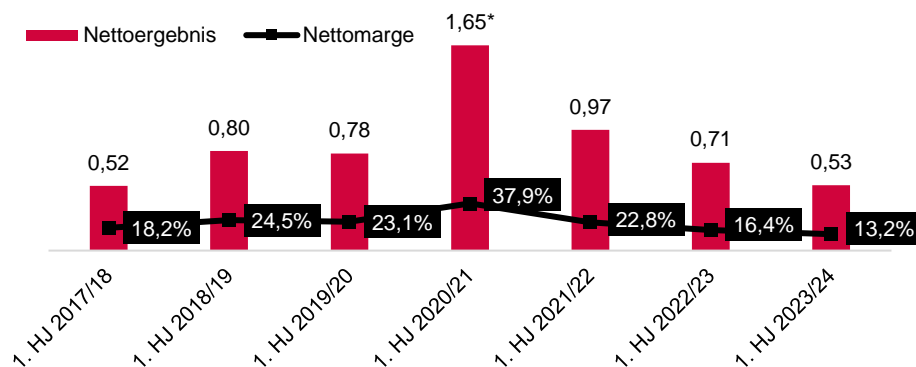
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2023/24

In Bezug auf die Ergebnisentwicklung hat tick TS vor allem bedingt durch die niedrigeren Umsatzerlöse ebenfalls einen operativen Ergebnisrückgang verzeichnen müssen. So ging das EBIT im Vergleich zum Vorjahreshalbjahr um 26,3% auf 0,74 Mio. € (1. HJ 2022/23: 1,00 Mio. €) zurück. Parallel hierzu sank die EBIT-Marge auf 18,5% (1. HJ 2022/23: 23,3%).

Trotz der noch temporär anfallenden umfangreichen Booster-Investitionen konnte damit die Profitabilität und Ertragskraft weiterhin auf einem hohen Niveau gehalten werden. Für das laufende Geschäftsjahr 2023/24 erwartet tick TS den Abschluss des Booster-Innovationsprogramms und plant für diese Geschäftsperiode Investitionskosten in Höhe von 0,50 Mio. € bis 1,00 Mio. €. Die hohe Ergebnisqualität zeigt sich auch in einem weiterhin hohen Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit, der zum Ende des ersten Geschäftshalbjahres bei 0,68 Mio. € (1. HJ 2022/23: 0,84 Mio. €) lag.

Unter weiterer Berücksichtigung von Abschreibungs-, Finanzierungs- und Steuereffekten ergab sich ein Jahresüberschuss in Höhe von 0,53 Mio. €, welcher sich damit ebenfalls unterhalb des Niveaus des Vorjahreszeitraums (1. HJ 2022/23: 0,71 Mio. €) bewegt hat.

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



Quelle: tick Trading Software AG; GBC AG *beinhaltet Einmalerlöse i.H.v. 0,55 Mio.€

Fazit: Im ersten Geschäftshalbjahr hat tick TS somit eine robuste Umsatzentwicklung verzeichnet. Die deutlich angestiegenen lastenabhängigen Erlöse konnten zusammen mit den weiter angewachsenen Lizenzerlösen den Rückgang der Projekterlöse größtenteils ausgleichen. Trotz hoher Ergebnisbelastungen aus dem noch temporär wirkenden Booster-Projekt, wurde ein deutlich positives Nachsteuerergebnis und eine zweistellige Nettoergebnismarge erzielt

Prognosen und Bewertung

Kennzahlen (Mio. €)	GJ 2022/23	GJ 2023/24e (Neu)	GJ 2023/24e (Alt)	GJ 2024/25e	GJ 2025/26e
Umsatzerlöse	8,00	7,69	7,69	7,89	8,16
EBITDA	1,44	1,40	1,26	1,94	2,40
EBIT	1,23	1,18	1,04	1,72	2,19
Jahresüberschuss	0,89	0,84	0,74	1,21	1,54

Quelle: tick Trading Software AG; Schätzungen GBC AG

Parallel zur Veröffentlichung seiner Halbjahreszahlen hat das tick TS-Management aufgrund der positiven Halbjahresperformance seine bisherige Ergebnisguidance (Nettoergebnis von 0,70 Mio. € bis 1,00 Mio. €) für das aktuelle Geschäftsjahr 2023/24 bestätigt und sogar konkretisiert. Die Gesellschaft rechnet nun damit, ein Jahresergebnis am oberen Ende der kommunizierten Ergebnisbandbreite zu erzielen.

Basierend auf der über unseren Erwartungen liegenden Nettoperformance und der Bestätigung bzw. Konkretisierung der Ergebnisguidance, haben wir unsere bisherige Ergebnisschätzung für das aktuelle Geschäftsjahr 2023/24 leicht nach oben angepasst. Wir erwarten nun, bei weiterhin prognostizierten Umsatzerlösen in Höhe von 7,69 Mio. €, ein Nettoergebnis in Höhe von 0,84 Mio. € (zuvor: 0,74 Mio. €). Für die nachfolgenden Geschäftsjahre 2024/25 und 2025/26 belassen wir unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisschätzungen unverändert.

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir angesichts unserer angehobenen Ergebnisschätzung für das aktuelle Geschäftsjahr 2023/24 und die bestätigten Schätzungen für die Folgejahre, unser bisheriges Kursziel leicht auf 13,95 € (zuvor: 13,90 €) je Aktie erhöht. In Bezug auf das aktuelle Kursniveau vergeben wir damit weiterhin das Rating „Kaufen“ und sehen ein deutliches Kurspotenzial in der tick TS-Aktie.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die tick Trading Software AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2023/24, 2024/25 und 2025/26 in Phase 1, erfolgt von 2026/27 bis 2030/31 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,4% (zuvor: 3,4%). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 32,5% bis 40,3% (zuvor: 32,5% bis 40,3%) angenommen. 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 3,0% (zuvor: 3,0%).

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der tick Trading Software 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 Durchschnittsrenditen verwendet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 2,50% (zuvor: 2,50%).**

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 1,41 (zuvor: 1,41).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,28% (zuvor: 10,28%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,28% (zuvor: 10,28%).

Bewertungsergebnis

Der im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2024/25 entspricht als Kursziel 13,95 € (bisher: 13,90 €). Unsere leichte Kurszielerhöhung basiert auf einer signifikant angehobenen Ergebnisprognose in Bezug auf das aktuelle Geschäftsjahr 2023/24.

DCF-Modell

tick Trading Software AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,4%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	32,5%-40,3%	ewige EBITA - Marge	38,4%
AFA zu operativen Anlagevermögen	35,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	6,5%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 2023/24	GJ 2024/25	GJ 2025/26	GJ 2026/27	GJ 2027/28	GJ 2028/29	GJ 2029/30	GJ 2030/31	
Umsatzerlöse	7,69	7,89	8,16	8,44	8,72	9,02	9,33	9,64	
US Veränderung	-3,9%	2,6%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	15,10	16,09	17,02	16,82	17,24	17,72	18,62	19,46	
EBITDA	1,40	1,94	2,40	2,74	3,09	3,44	3,76	3,89	
EBITDA-Marge	18,2%	24,5%	29,4%	32,5%	35,4%	38,1%	40,3%	40,3%	
EBITA	1,18	1,72	2,19	2,57	2,91	3,26	3,58	3,71	
EBITA-Marge	15,3%	21,8%	26,9%	30,5%	33,4%	36,1%	38,4%	38,5%	38,4%
Steuern auf EBITA	-0,37	-0,54	-0,68	-0,77	-0,87	-0,98	-1,07	-1,11	
zu EBITA	31,2%	31,2%	31,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	0,81	1,19	1,51	1,80	2,04	2,28	2,51	2,60	
Kapitalrendite	75,8%	114,0%	148,6%	177,7%	194,1%	212,6%	228,8%	234,6%	238,1%
Working Capital (WC)	0,53	0,53	0,53	0,55	0,57	0,59	0,61	0,63	
WC zu Umsatz	6,9%	6,7%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	
Investitionen in WC	0,00	0,00	-0,01	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	0,51	0,49	0,48	0,50	0,51	0,51	0,50	0,50	
AFA auf OAV	-0,22	-0,21	-0,20	-0,17	-0,18	-0,18	-0,18	-0,18	
AFA zu OAV	43,4%	43,6%	42,6%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	
Investitionen in OAV	-0,20	-0,20	-0,19	-0,19	-0,18	-0,18	-0,17	-0,17	
Investiertes Kapital	1,04	1,02	1,01	1,05	1,07	1,10	1,11	1,12	
EBITDA	1,40	1,94	2,40	2,74	3,09	3,44	3,76	3,89	
Steuern auf EBITA	-0,37	-0,54	-0,68	-0,77	-0,87	-0,98	-1,07	-1,11	
Investitionen gesamt	-0,19	-0,19	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,19	-0,19	
Investitionen in OAV	-0,20	-0,20	-0,19	-0,19	-0,18	-0,18	-0,17	-0,17	
Investitionen in WC	0,00	0,00	-0,01	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,84	1,21	1,52	1,77	2,02	2,26	2,49	2,58	36,25

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	27,37	28,98
Barwert expliziter FCFs	9,10	8,82
Barwert des Continuing Value	18,27	20,15
Nettoschulden (Net debt)	-1,75	0,89
Wert des Eigenkapitals	29,12	28,08
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	29,12	28,08
Ausstehende Aktien in Mio.	2,01	2,01
Fairer Wert der Aktie in EUR	14,47	13,95

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,41
Eigenkapitalkosten	10,3%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	10,3%

Kapitalrendite	WACC				
	9,7%	10,0%	10,3%	10,6%	10,9%
237,6%	15,19	14,53	13,93	13,38	12,87
237,8%	15,20	14,54	13,94	13,39	12,88
238,1%	15,21	14,55	13,95	13,40	12,89
238,3%	15,22	14,56	13,96	13,41	12,90
238,6%	15,24	14,58	13,97	13,42	12,91

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:

<https://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,7,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
(9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.
(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)
(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

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



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