

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

Rating: Kaufen
Kursziel: 18,40 €
(bisher: 18,30 €)

aktueller Kurs: 9,28 €
28.06.2023 / Tradegate
(16:43 Uhr)
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0LA304
WKN: AOLA30
Börsenkürzel: TBX
Aktienanzahl³: 2,01
Marketcap³: 18,68
EnterpriseValue³: 14,21
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:
29.06.2023 (8:36 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 29.06.2023
(10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis
max. 30.09.2024

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 8

Unternehmensprofil

Branche: Software (Financial Technology)

Fokus: Softwarelösungen für Börsenhandel
und Börsenzugangssysteme

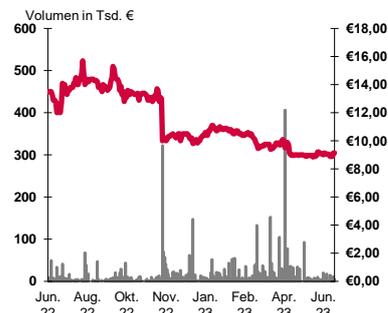
Mitarbeiter: 34 (Stand: 04/2023)

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 Bilanz-gewinn 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 2020/21 | GJ 2021/22 | GJ 2022/23e | GJ 2023/24e | GJ 2024/25e |
|----------------------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| Umsatz | 8,25 | 8,57 | 8,64 | 9,42 | 9,81 |
| EBITDA | 8,10 | 2,73 | 1,33 | 1,45 | 3,24 |
| EBIT | 7,94 | 2,51 | 1,13 | 1,26 | 3,06 |
| Jahresüberschuss | 5,45 | 1,70 | 0,78 | 0,87 | 2,11 |

Kennzahlen in EUR

| | | | | | |
|-----------------------|------|------|------|------|------|
| Gewinn je Aktie (EPS) | 5,42 | 0,84 | 0,39 | 0,43 | 1,05 |
| Dividende je Aktie | 4,35 | 0,84 | 0,34 | 0,38 | 1,00 |

Kennzahlen

| | | | | | |
|-----------|------|-------|-------|-------|------|
| EV/Umsatz | 1,72 | 1,66 | 1,64 | 1,51 | 1,45 |
| EV/EBITDA | 1,75 | 5,21 | 10,68 | 9,80 | 4,39 |
| EV/EBIT | 1,79 | 5,66 | 12,58 | 11,28 | 4,64 |
| KGV | 3,43 | 10,99 | 23,95 | 21,47 | 8,85 |
| KBV | | 4,73 | | | |

Finanztermine

November 2023: Voraussichtliche Veröffentlichung des vorläufigen Ergebnisses für das Geschäftsjahr 2022/23

November 2023: Teilnahme an einer Investorenkonferenz

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

02.05.2023: RS / 18,30 / KAUFEN

11.07.2022: RS / 26,15 / KAUFEN

21.03.2022: RS / 29,25 / 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 2022/23: tick TS erzielt aufgrund eines starken Projektgeschäfts und stabilen Lizenzerlösen eine solide Halbjahresperformance; Bisherige Prognosen & Kursziel bestätigt; Rating weiterhin Kaufen

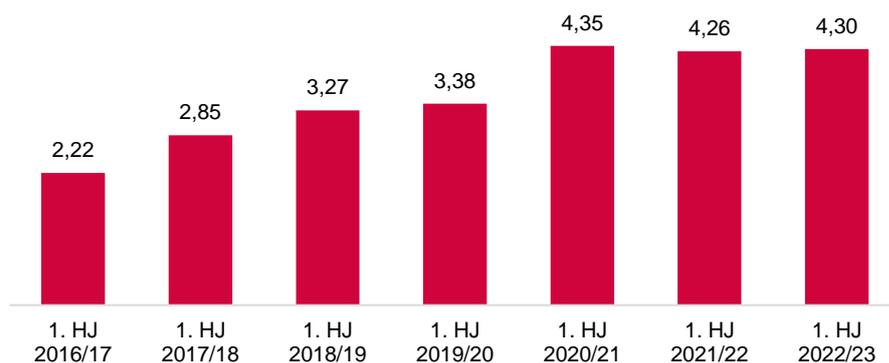
| in Mio. € | 1. HJ 2020/21 | 1. HJ 2021/22 | 1. HJ 2022/23 |
|------------------|---------------|---------------|---------------|
| Umsatzerlöse | 4,35 | 4,26 | 4,30 |
| EBITDA | 2,50 | 1,52 | 1,11 |
| EBITDA-Marge | 57,5% | 35,6% | 25,8% |
| EBIT | 2,41 | 1,42 | 1,00 |
| EBIT-Marge | 55,5% | 33,2% | 23,3% |
| Jahresüberschuss | 1,65 | 0,97 | 0,71 |

Quelle: tick Trading Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2022/23

Am 22.06.2023 hat die tick Trading Software AG (tick TS) die Halbjahreszahlen für das aktuelle Geschäftsjahr 2022/23 bekannt gegeben. Basierend hierauf hat das Spezialsoftwareunternehmen in den ersten sechs Monaten der laufenden Geschäftsperiode einen leichten Umsatzanstieg im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 0,9% auf 4,36 Mio. € (1. HJ 2021/22: 4,26 Mio. €) erzielt.

Entwicklung der Halbjahres-Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: tick Trading Software AG; GBC AG

Hauptursächlich für diese positive Umsatzentwicklung war ein dynamischer Anstieg des Geschäftsvolumens im Segment „Projektumsatz“ um 50,2% auf 0,58 Mio. € (1. HJ 2021/22: 0,23 Mio. €). An dieser Stelle ist anzumerken, dass traditionell aus den erwirtschafteten Projekterlösen auch oftmals im Nachgang wiederkehrende Lizenzerlöse entstehen. Entsprechend legen typischerweise mit ansteigenden Projektumsätzen perspektivisch ebenfalls die Lizenzumsätze zu.

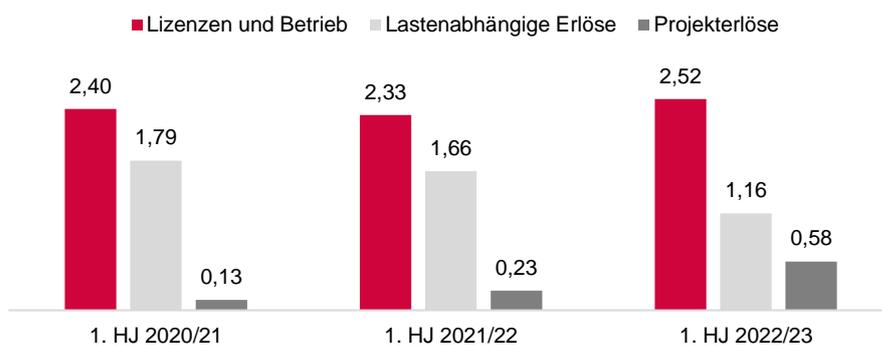
Daneben hat auch das Kernsegment „Lizenzen und Betrieb“ mit einem erzielten Umsatzzuwachs um 8,1% auf 2,52 Mio. € (1. HJ 2021/22: 2,33 Mio. €) deutlich zum Umsatzanstieg beigetragen. Die Lizenzerlöse des Stammgeschäfts machen damit weiterhin mit einem Umsatzanteil von 58,6% den Großteil der Gesamtumsatzerlöse aus.

Entgegengesetzt entwickelte sich aber das Segment „lastenabhängige Erlöse“, welches einen spürbaren Erlösrückgang auf 1,16 Mio. € (1. HJ 2021/22: 1,66 Mio. €) verzeichnet hat. Hierbei ist zu betonen, dass die Technologiegesellschaft erneut von den hohen Handelsaktivitäten an den Börsen profitieren konnte, die sich weiterhin auf einem höheren Niveau als vor dem Ausbruch der Corona-Pandemie bewegen. Gleichzeitig konnten die Spitzenwerte in punkto Handelsintensität der Jahre 2020 bzw. 2021 nicht mehr erreicht werden. Die eingetretene Abschwächung bzw. Normalisierung des Handelsvolumens an

den Kapitalmärkten spiegelt sich entsprechend auch im Rückgang der lastenabhängigen Erlöse wider.

Durch den kontinuierlichen Fokus auf die Entwicklung neuer Produkte (Stichwort: „Booster“-Programm) und die Verbesserung des bestehenden Produktportfolios, konnte eine leichte Erweiterung des Bestandskundengeschäfts erreicht werden.

Entwicklung der Segmenterlöse (in Mio. €)



Quelle: tick Trading Software AG; GBC AG

Darüber hinaus hat tick TS bekannt gegeben, dass die zu Jahresbeginn geschlossenen Kooperationsvereinbarung mit der renommierten Baader Bank AG zukünftig deutlich positive Effekte auf die Geschäfts- bzw. Kundenentwicklung haben sollte. So rechnet das Unternehmen im Zuge dieser Kooperation langfristig mit einer zweistelligen Anzahl an Client-Kunden, welche über die TBMX-Plattform der Baader Bank angeschlossen werden. Zudem strebt tick TS den Abschluss weiterer Kooperationen mit Banken und Finanzdienstleistern an, um hierdurch den Marktzugang zu erhöhen und die Produktvielfalt zu erweitern.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2022/23

Auf Ergebnisebene hat tick TS im Vergleich zum Vorjahreszeitraum insbesondere aufgrund von deutlich angestiegenen sonstigen betrieblichen Aufwendungen einen signifikanten EBIT-Rückgang auf 1,00 Mio. € (1. HJ 2021/22: 1,42 Mio. €) hinnehmen müssen.

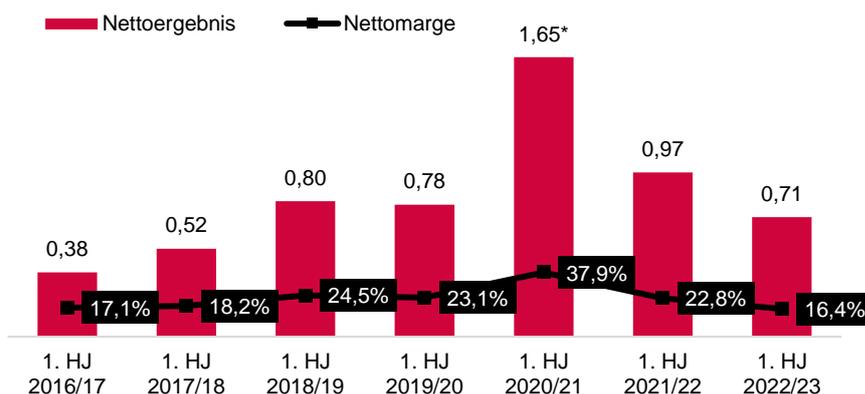
Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sind aufgrund von um 0,57 Mio. € höheren Aufwendungen für Fremdleistungen im Zusammenhang mit dem Booster-Projekt gegenüber dem Vorjahreszeitraum deutlich um 48,1% auf 1,69 Mio. € (1. HJ 2021/22: 1,14 Mio. €) angestiegen. Das gestartete Booster-Innovationsprogramm verläuft laut Unternehmensangabe nach Plan und wird in den kommenden 12 Monaten weitere interne und externe Ressourcen binden. Für das laufende Geschäftsjahr 2022/23 erwartet tick TS Investitionen im Zusammenhang mit dem Booster-Projekt in Höhe von 1,00 Mio. € bis 1,50 Mio. €.

Im Rahmen dieses Innovationsprogramms wird die Entwicklung einer auf HTML5 basierenden Trading-Frontend-Lösung vorangetrieben. Hierbei erfolgt eine enge Zusammenarbeit mit einem bereits bestehenden Kunden, dessen kontinuierliches Feedback im Rahmen eines agilen Projektsetups aktiv in die Weiterentwicklung des neuen Produktes einfließt.

Unter weiterer Berücksichtigung von Abschreibungs-, Finanzierungs- und Steuereffekten ergab sich ein Jahresüberschuss in Höhe von 0,71 Mio. € und somit ebenfalls auch Nettoebene ein Rückgang im Vergleich um Vorjahreszeitraum (1. HJ 2021/22: 0,97 Mio. €).

Unter Herausrechnung der temporären kostenseitigen Belastungen aus dem eingeleiteten Booster-Innovationsprogramms hätte sich unserer Einschätzung nach ein Nettoergebnis auf Vorjahresniveau (Nettoergebnis GBCe: 1,05 Mio. €) ergeben. Das Booster-Projekt soll im kommenden Geschäftsjahr 2023/24 mit geringeren vom Unternehmen erwarteten Kostenbelastungen (geplante Investitionen GJ 2023/24: 0,50 Mio. € bis 1,00 Mio. €) abgeschlossen werden.

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



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

Im ersten Halbjahr des aktuellen Geschäftsjahres hat tick TS eine solide Umsatzentwicklung erzielt. Die erwirtschafteten Umsatzerlöse wurden v.a. von den Segmenten „Lizenzen und Betrieb“ und von den „lastenabhängigen Erlösen“ getragen. Bedingt durch erwartete temporäre Kostenbelastungen im Zusammenhang mit dem gestarteten Booster-Innovationsprogramms wurde ein Nettoergebnisrückgang verzeichnet.

Prognosen und Bewertung

| Kennz. (Mio. €) | GJ 2021/22 | GJ 2022/23e (Neu) | GJ 2022/23e (Alt) | GJ 2023/24e | GJ 2024/25e |
|------------------|------------|-------------------|-------------------|-------------|-------------|
| Umsatzerlöse | 8,57 | 8,64 | 8,64 | 9,42 | 9,81 |
| EBITDA | 2,73 | 1,33 | 1,06 | 1,45 | 3,24 |
| EBIT | 2,51 | 1,13 | 0,86 | 1,26 | 3,06 |
| Jahresüberschuss | 1,70 | 0,78 | 0,59 | 0,87 | 2,11 |

Quelle: tick Trading Software AG; Schätzungen GBC AG

Mit Veröffentlichung der Halbjahreszahlen hat das Management des Spezialsoftwareunternehmens aufgrund der positiven Halbjahresresultate, die im Rahmen der Erwartungen lagen, seine zuvor herausgegebene Unternehmensguidance (Nettoergebnis von 0,40 Mio. € bis 0,80 Mio. €) bestätigt und rechnet weiterhin damit, dass die Ergebnisguidance am oberen Ende der Bandbreite erreicht wird. Unserer Einschätzung nach ist die Bestätigung der bisherigen Ergebnisguidance als sehr konservativ einzustufen, da bereits mit dem Halbjahresergebnis der überwiegende Teil der oberen Bandbreite der Ergebnisprognose erreicht wurde.

Vor dem Hintergrund der über unseren Erwartungen liegenden Nettoperformance und der Bestätigung des positiven Unternehmensausblicks, passen wir unsere bisherige Ergebnisschätzung für das aktuelle Geschäftsjahr 2022/23 nach oben an. Wir rechnen nun, bei weiterhin erwarteten Umsatzerlösen in Höhe 8,64 Mio. €, mit einem Jahresüberschuss in Höhe von 0,78 Mio. € (zuvor: 0,59 Mio. €). Für die darauffolgenden Geschäftsjahre 2023/24 und 2024/25 belassen wir unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisschätzungen unverändert.

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir, basierend auf unserer angehobenen Ergebnisschätzung für die aktuelle Geschäftsperiode und bestätigten Schätzungen für die nachfolgenden Perioden, unser bisheriges Kursziel leicht auf 18,40 € (zuvor: 18,30 €) je Aktie erhöht. In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus vergeben wir somit weiterhin das Rating „KAUFEN“ und sehen ein signifikantes Kurspotenzial.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die tick Trading Software AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2022/23, 2023/24 und 2024/25 in Phase 1, erfolgt von 2025/26 bis 2029/30 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 4,0% (zuvor: 4,0%). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 35,7% bis 42,2% (zuvor: 35,7% bis 42,2%) 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 2,0%.

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 2,00% (zuvor: 2,00%).**

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,41 (zuvor: 1,41).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,78% (zuvor: 9,78%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,78% (zuvor: 9,78%).

Bewertungsergebnis

Der im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2023/24 entspricht als Kursziel 18,40 € (bisher: 18,30 €). Unsere leichte Kurszielerhöhung resultiert aus einer deutlich angehobenen Ergebnisprognose bezüglich des aktuellen Geschäftsjahres 2022/23.

DCF-Modell

tick Trading Software AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

| consistency - Phase | | final - Phase | |
|----------------------------------|------------|----------------------------------|-------|
| Umsatzwachstum | 4,0% | ewiges Umsatzwachstum | 2,0% |
| EBITDA-Marge | 35,7-42,2% | ewige EBITA - Marge | 40,4% |
| AFA zu operativen Anlagevermögen | 29,0% | effektive Steuerquote im Endwert | 30,0% |
| Working Capital zu Umsatz | 10,0% | | |

dreistufiges DCF - Modell:

| Phase in Mio. EUR | estimate | | | consistency | | | | | final Endwert |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|
| | GJ 2022/23 | GJ 2023/24 | GJ 2024/25 | GJ 2025/26 | GJ 2026/27 | GJ 2027/28 | GJ 2028/29 | GJ 2029/30 | |
| Umsatzerlöse | 8,64 | 9,42 | 9,81 | 10,20 | 10,61 | 11,03 | 11,48 | 11,94 | |
| US Veränderung | 0,8% | 9,0% | 4,1% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 2,0% |
| US zu operativen Anlagevermögen | 17,07 | 17,90 | 17,64 | 17,15 | 17,05 | 17,19 | 17,50 | 17,93 | |
| EBITDA | 1,33 | 1,45 | 3,24 | 3,65 | 4,03 | 4,43 | 4,85 | 5,04 | |
| EBITDA-Marge | 15,4% | 15,4% | 33,0% | 35,7% | 38,0% | 40,1% | 42,2% | 42,2% | |
| EBITA | 1,13 | 1,26 | 3,06 | 3,48 | 3,86 | 4,25 | 4,66 | 4,85 | |
| EBITA-Marge | 13,1% | 13,4% | 31,2% | 34,1% | 36,4% | 38,5% | 40,6% | 40,6% | 40,4% |
| Steuern auf EBITA | -0,35 | -0,39 | -0,95 | -1,05 | -1,16 | -1,27 | -1,40 | -1,46 | |
| zu EBITA | 31,3% | 31,2% | 31,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% |
| EBI (NOPLAT) | 0,78 | 0,87 | 2,11 | 2,44 | 2,70 | 2,97 | 3,26 | 3,40 | |
| Kapitalrendite | 65,9% | 73,2% | 168,3% | 175,4% | 167,4% | 176,6% | 187,0% | 188,3% | 185,4% |
| Working Capital (WC) | 0,68 | 0,73 | 0,83 | 1,02 | 1,06 | 1,10 | 1,15 | 1,19 | |
| WC zu Umsatz | 7,8% | 7,7% | 8,5% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | |
| Investitionen in WC | 0,00 | -0,05 | -0,11 | -0,19 | -0,04 | -0,04 | -0,04 | -0,05 | |
| Operatives Anlagevermögen (OAV) | 0,51 | 0,53 | 0,56 | 0,59 | 0,62 | 0,64 | 0,66 | 0,67 | |
| AFA auf OAV | -0,20 | -0,19 | -0,18 | -0,16 | -0,17 | -0,18 | -0,19 | -0,19 | |
| AFA zu OAV | 39,5% | 36,1% | 32,4% | 29,0% | 29,0% | 29,0% | 29,0% | 29,0% | |
| Investitionen in OAV | -0,21 | -0,21 | -0,21 | -0,20 | -0,20 | -0,20 | -0,20 | -0,20 | |
| Investiertes Kapital | 1,18 | 1,25 | 1,39 | 1,62 | 1,68 | 1,75 | 1,80 | 1,86 | |
| EBITDA | 1,33 | 1,45 | 3,24 | 3,65 | 4,03 | 4,43 | 4,85 | 5,04 | |
| Steuern auf EBITA | -0,35 | -0,39 | -0,95 | -1,05 | -1,16 | -1,27 | -1,40 | -1,46 | |
| Investitionen gesamt | -0,21 | -0,26 | -0,32 | -0,39 | -0,24 | -0,24 | -0,24 | -0,25 | |
| Investitionen in OAV | -0,21 | -0,21 | -0,21 | -0,20 | -0,20 | -0,20 | -0,20 | -0,20 | |
| Investitionen in WC | 0,00 | -0,05 | -0,11 | -0,19 | -0,04 | -0,04 | -0,04 | -0,05 | |
| Investitionen in Goodwill | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| Freie Cashflows | 0,77 | 0,80 | 1,98 | 2,21 | 2,64 | 2,91 | 3,21 | 3,34 | 43,83 |

| | | |
|-------------------------------------|-------|-------|
| Wert operatives Geschäft (Stichtag) | 34,06 | 36,59 |
| Barwert expliziter FCFs | 11,25 | 11,55 |
| Barwert des Continuing Value | 22,81 | 25,04 |
| Nettoschulden (Net debt) | -3,53 | -0,44 |
| Wert des Eigenkapitals | 37,59 | 37,03 |
| Fremde Gewinnanteile | 0,00 | 0,00 |
| Wert des Aktienkapitals | 37,59 | 37,03 |
| Ausstehende Aktien in Mio. | 2,01 | 2,01 |
| Fairer Wert der Aktie in EUR | 18,67 | 18,40 |

Kapitalkostenermittlung:

| | |
|--------------------|--------|
| risikolose Rendite | 2,0% |
| Marktrisikoprämie | 5,5% |
| Beta | 1,41 |
| Eigenkapitalkosten | 9,8% |
| Zielgewichtung | 100,0% |
| Fremdkapitalkosten | 3,0% |
| Zielgewichtung | 0,0% |
| Taxshield | 25,0% |
| WACC | 9,8% |

| Kapitalrendite | WACC | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 9,2% | 9,5% | 9,8% | 10,1% | 10,4% |
| 184,9% | 19,85 | 19,07 | 18,36 | 17,71 | 17,10 |
| 185,1% | 19,87 | 19,09 | 18,38 | 17,72 | 17,12 |
| 185,4% | 19,89 | 19,11 | 18,40 | 17,74 | 17,13 |
| 185,6% | 19,91 | 19,13 | 18,41 | 17,76 | 17,15 |
| 185,9% | 19,92 | 19,15 | 18,43 | 17,77 | 17,16 |

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

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

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

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,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