

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

Rating: Kaufen
Kursziel: 26,15 €
(bisher: 29,25 €)

aktueller Kurs: 12,00 €
08.07.2022 / Frankfurt
(Schlusskurs)
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0LA304
WKN: AOLA30
Börsenkürzel: TBX
Aktienanzahl³: 2,01
Marketcap³: 24,16
EnterpriseValue³: 15,30
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:
08.07.2022 (11:51 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 11.07.2022
(10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis
max. 30.09.2023

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 7

Unternehmensprofil

Branche: Software

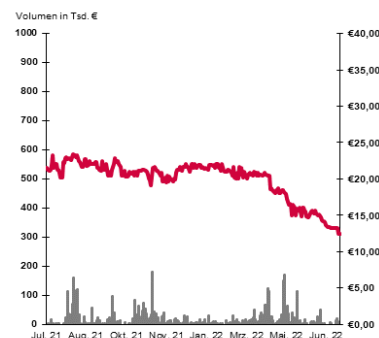
Fokus: Softwarelösungen für Börsenhandel
und Börsenzugangssysteme

Mitarbeiter: 28 (Stand: 31.03.2022)

Gründung: 2002

Firmensitz: Düsseldorf

Vorstand: Carsten Schölzki



Mit der Gründung der tick Trading Software AG 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 MX Plattform stellt die tick TS AG diese nun weltweit erfolgreich ihren Kunden zur Verfügung. Seit einigen Jahren komplettieren neben der TBMX Plattform direkte Anbindungen an nationale und internationale Marktplätze und Broker, 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 Gewinnausschüttung an die Aktionäre verwendet wird. Somit beteiligt tick TS seine Aktionäre besonders stark am Erfolg des Unternehmens. Aufgrund dessen weist die tick TS-Aktie auch traditionell eine hohe Dividendenrendite auf. Für das Geschäftsjahr 2020/21 hat die ordentliche Hauptversammlung der Gesellschaft Anfang April 2022 eine Rekorddividende in Höhe von 4,35 je Aktie beschlossen.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	GJ 2019/20	GJ 2020/21	GJ 2021/22e	GJ 2022/23e	GJ 2023/24e
Umsatz	7,32	8,25	8,32	9,03	9,42
EBITDA	3,16	8,10	3,17	3,78	3,98
EBIT	2,94	7,94	2,96	3,58	3,79
Jahresüberschuss	2,01	5,45	2,04	2,47	2,61

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie (EPS)	2,00	5,42	1,01*	1,23*	1,30*
Dividende je Aktie	2,01	4,35	0,96*	1,18*	1,25*

*splittbereinigt

Kennzahlen

EV/Umsatz	2,09	1,85	1,78	1,69	1,62
EV/EBITDA	4,84	1,89	4,40	4,05	3,84
EV/EBIT	5,20	1,93	4,68	4,27	4,04
KGv	12,02	4,43	10,74	9,78	9,26
KBV		3,65			

Finanztermine

November 2022: Voraussichtliche Veröffentlichung des vorläufigen Ergebnisses für das Geschäftsjahr 2021/2022

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

21.03.2022: RS / 29,25* / KAUFEN

27.07.2021: RS / 51,70 / KAUFEN

31.03.2021: RS / 45,50 / KAUFEN

29.06.2020: RS / 30,75 / KAUFEN

17.03.2020: RS / 28,46 / KAUFEN

*splittbereinigt

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

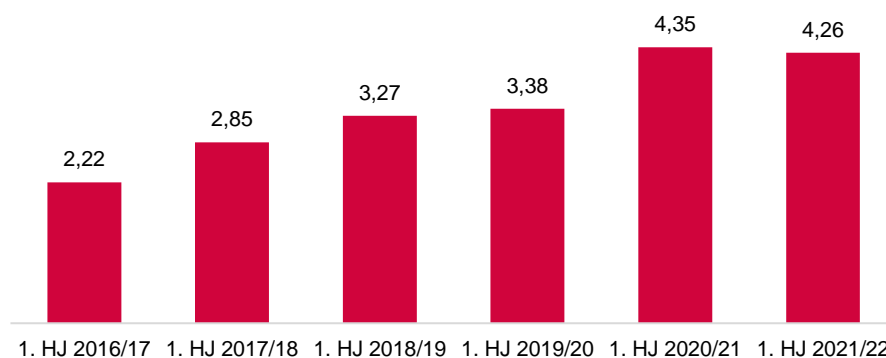
1.HJ 2021/22: tick TS erzielt dank stabiler Lizenzerlöse und einer hohen Handelsaktivität an den Kapitalmärkten eine solide Halbjahresperformance; Prognosen für GJ 2021/22 gesenkt; Kursziel primär wegen gestiegener Kapitalkosten gesenkt; Rating weiterhin Kaufen

in Mio. €	1. HJ 2019/20	1. HJ 2020/21	1. HJ 2021/22
Umsatzerlöse	3,38	4,35	4,26
EBITDA	1,25	2,50	1,52
EBITDA-Marge	37,1%	57,5%	35,6%
EBIT	1,15	2,41	1,42
EBIT-Marge	34,1%	55,5%	33,2%
Jahresüberschuss	0,78	1,65	0,97

Quelle: tick Trading Software AG; GBC AG

Am 28.06.2022 hat die tick Trading Software AG (tick TS) ihre Geschäftszahlen für das erste Halbjahr des aktuellen Geschäftsjahres 2021/22 bekannt gegeben. Hiernach hat das Spezialsoftwareunternehmen in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres Umsatzerlöse in Höhe von 4,26 Mio. € erwirtschaftet und damit im Vergleich zum Vorjahreszeitraum einen leichten Umsatzrückgang von rund 2,0% (1. HJ 2020/21: 4,35 Mio. €) verzeichnet.

Entwicklung der Halbjahres-Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: tick Trading Software AG; GBC AG

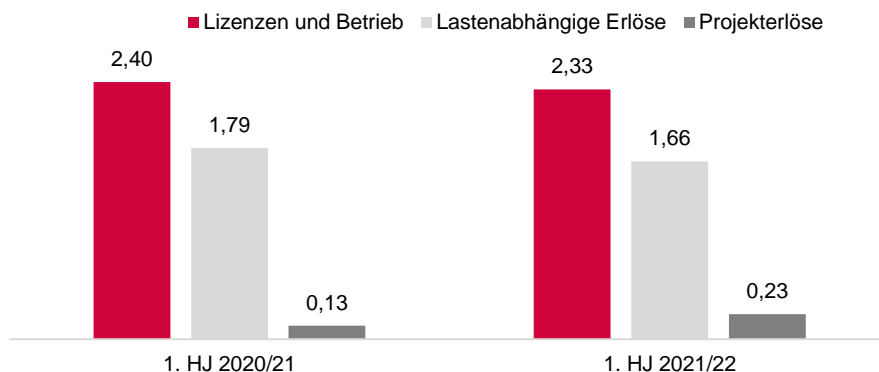
Der Umsatzrückgang resultiert primär aus geringeren Einnahmen aus lastenabhängigen Gebühren, die im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 7,3% auf 1,66 Mio. € (1. HJ 2020/21: 1,79 Mio. €) zurückgegangen sind. Hierbei ist zu betonen, dass die Gesellschaft erneut von den hohen Handelsaktivitäten an den Börsen profitieren konnte, jedoch wurden die Spitzenwerte in punkto Handelsintensität des letzten Geschäftsjahres nicht mehr erreicht, was sich entsprechend auch im Rückgang der lastenabhängigen Erlöse widerspiegelt. Die durch die Corona-Krise und weitere Faktoren ausgelöste Marktunsicherheiten halten weiterhin an und begünstigen damit eine hohe Handelsaktivität.

Im Kernsegment „Lizenzen und Betrieb“ wurden Umsatzerlöse in Höhe von 2,33 Mio. € erwirtschaftet und damit das hohe Umsatzniveau des vorherigen Halbjahres (1. HJ 2020/21: 2,40 Mio. €) nahezu bestätigt. Entgegengesetzt entwickelte sich das Projektgeschäft, das im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um rund 77,0% auf 0,23 Mio. € (1. HJ 2020/21: 0,13 Mio. €) zulegen konnte.

Darüber hinaus konnte durch den kontinuierlichen Fokus auf die Entwicklung neuer Produkte und die Verbesserung des bestehenden Produktportfolios das Bestandskundengeschäft geringfügig erweitert werden. Zudem wurde eine weitere renommierte inländische Bank als Neukunde gewonnen. Laut Unternehmensangaben bietet diese Kooperation

noch zusätzliche Erlöschancen in der Zukunft. Im Rahmen der Zusammenarbeit laufen bereits Gespräche zur Erweiterung des Setups für diesen Kunden.

Entwicklung der Segmenterlöse (in Mio. €)

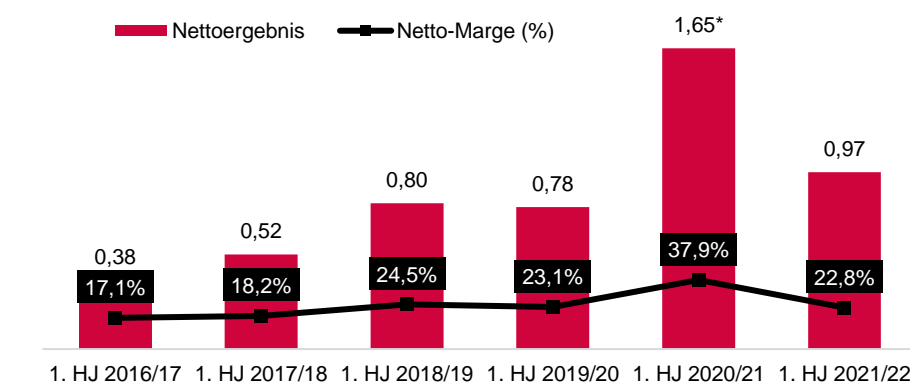


Quelle: tick Trading Software AG; GBC AG

Auf Ergebnisebene hat tick TS im Vergleich zum Vorjahreszeitraum vor allem aufgrund eines erzielten Einmalerlöses in Höhe von 0,55 Mio. € einen deutlichen EBIT-Rückgang auf 1,42 Mio. € (1. HJ 2020/21: 2,41 Mio. €) hinnehmen müssen. Zudem wirkten sich höhere Personalaufwendungen aufgrund des geplanten Wachstums (Ausbau des Personalstamms) ergebnismindernd aus.

Unter weiterer Berücksichtigung von Abschreibungs-, Finanzierungs- und Steuereffekten ergab sich ein Jahresüberschuss in Höhe von 0,97 Mio. € und damit auch auf Nettoebene ein Rückgang im Vergleich zum Vorjahreszeitraum (1. HJ 2020/21: 1,65 Mio. €). Das um den zuvor erwähnten Einmalerlös und damit verbundener Effekte (Steuern etc.) bereinigte Nettoergebnis des Vorjahreszeitraums belief sich auf rund 0,90 Mio. €. Entsprechend wurde auf bereinigter bzw. vergleichbarer Basis ein Nettoergebnis leicht über Vorjahresniveau erzielt.

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 Geschäftshalbjahr hat tick TS somit eine solide Performance erzielt. Die Umsatzerlöse wurden insbesondere von den „Segmenten Lizenzen und Betrieb“ sowie von den „lastenabhängigen Erlösen“ getragen. Die erzielten Erlöszuwächse im Projektgeschäft konnten die geringfügigen Umsatzrückgänge in den Kernsegmenten größtenteils ausgleichen und damit zu einer insgesamt soliden Geschäftsentwicklung beitragen.

Prognosen und Bewertung

Kennz. (Mio. €)	GJ 2020/21	GJ 2021/22e (Neu)	GJ 2021/22e (Alt)	GJ 2022/23e	GJ 2023/24e
Umsatzerlöse	8,25	8,32	8,60	9,03	9,42
EBITDA	8,10	3,17	3,48	3,78	3,98
EBIT	7,94	2,96	3,27	3,58	3,79
Jahresüber-	5,45	2,04	2,25	2,47	2,61

Quelle: tick Trading Software AG; Schätzungen GBC AG

Mit der Ad-hoc Mitteilung vom 07.07.2022 hat das Management des Spezialsoftwareunternehmens seine bisherige Unternehmensguidance (Jahresüberschuss von 2,10 Mio. € bis 2,50 Mio. €) nach unten angepasst. Die Anpassung der Prognose basiert primär auf der Nichtrealisierung eines Großprojektes, dessen Erlöse bislang im laufenden Geschäftsjahr eingeplant waren. Zusätzlich sind die lastenabhängigen Erlöse marktbedingt seit April 2022 rückläufig. Für das aktuelle Geschäftsjahr rechnet das Management nun mit einem Jahresüberschuss in einer Bandbreite von 1,80 Mio. € bis 2,20 Mio. €. Unserer Einschätzung nach betrifft diese Meldung nicht die im Februar 2022 bekannt gegebene Fortsetzung der Kooperation mit der sino AG, die die zukünftige Anbindung der sino-Kunden an die Handelssysteme der Baader Bank AG umfassen.

Vor dem Hintergrund der bisherigen Unternehmensentwicklung und dem gesenkten Ausblick für das laufende Geschäftsjahr 2021/22, passen auch wir unsere bisherige Umsatz- und Ergebnisprognose für das aktuelle Geschäftsjahr 2021/22 nach unten an. Wir rechnen nun mit Umsatzerlösen in Höhe von 8,32 Mio. € (bisher: 8,60 Mio. €) und einem Jahresüberschuss von 2,04 Mio. € (bisher: 2,25 Mio. €). Für die darauffolgenden Geschäftsjahre 2022/23 und 2023/24 rechnen wir weiterhin mit Umsatzerlösen in Höhe von 9,03 Mio. € bzw. 9,42 Mio. €. Mit Blick auf das Nachsteuerergebnis erwarten wir unverändert 2,47 Mio. € (GJ 2022/23e) und 2,61 Mio. € (GJ 2023/24e).

Insgesamt sollte es der tick TS gelingen, durch ihre gute Marktpositionierung und die langjährigen Geschäftsbeziehungen zu bedeutenden Akteuren des Finanzsektors, den erfolgreichen Wachstumskurs auch künftig fortzusetzen. Der hohe Umsatzanteil an fixen bzw. wiederkehrenden Umsatzerlösen aus den Segmenten „Lizenzen und Betrieb“ und „lastenabhängigen Erlösen“ (fixe / wiederkehrende Umsatzerlöse GJ 2021/22: 61,5% / 94,3%), sollte auch zukünftig für einen sehr hohen „Sockelumsatz“ sorgen. Durch die signifikanten Projektgeschäftsaktivitäten des Unternehmens, die oftmals in der Folge auch zu Lizenzumsatzerlösen führen, rechnen wir damit, dass dieser „Sockelumsatz“ auch künftig weiter ansteigen wird.

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir, basierend auf unseren gesenkten Schätzungen für die aktuelle Geschäftsperiode und angestiegenen Kapitalkosten, unser bisheriges Kursziel auf 26,15 € (zuvor: 29,25 €) je Aktie gesenkt. Unsere moderate Kurszielsenkung resultiert primär aus sich erhöhten Kapitalkosten, die durch einen Anstieg des risikofreien Zinses (auf 0,80% statt zuvor 0,25%) bedingt waren. 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 2021/22, 2022/23 und 2023/24 in Phase 1, erfolgt von 2024/25 bis 2028/29 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 4,00%. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 42,20% (bisher: 42,20%) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,00% 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 2,00%.

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 die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet. Unser aktuell verwendeter risikoloser Zinssatz beträgt 0,80% (zuvor: 0,25%).

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

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

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,58% (bisher: 8,03%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100,00% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,58% (zuvor: 8,03%).

Bewertungsergebnis

Der von uns ermittelte faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2022/23 entspricht als Kursziel 26,15 € je Aktie (zuvor: 29,25 €). Unsere moderate Kurszielsenkung resultiert in erster Linie aus sich erhöhten Kapitalkosten, die durch einen Anstieg des risikofreien Zinses (auf 0,80%, statt zuvor 0,25%) bedingt waren.

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	42,2%	ewige EBITA - Marge	40,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	52,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	10,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 2021/22	GJ 2022/23	GJ 2023/24	GJ 2024/25	GJ 2025/26	GJ 2026/27	GJ 2027/28	GJ 2028/29	
Umsatzerlöse	8,32	9,03	9,42	9,80	10,19	10,59	11,02	11,46	
US Veränderung	0,9%	8,5%	4,3%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	31,72	33,17	32,23	28,78	28,04	28,30	29,02	29,98	
EBITDA	3,17	3,76	3,98	4,14	4,30	4,48	4,65	4,84	
EBITDA-Marge	38,1%	41,7%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	
EBITA	2,96	3,56	3,79	3,99	4,13	4,29	4,46	4,64	
EBITA-Marge	35,6%	39,5%	40,2%	40,7%	40,5%	40,5%	40,5%	40,5%	40,5%
Steuern auf EBITA	-0,92	-1,11	-1,17	-1,20	-1,24	-1,29	-1,34	-1,39	
zu EBITA	31,1%	31,1%	31,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	2,04	2,46	2,61	2,79	2,89	3,00	3,12	3,25	
Kapitalrendite	222,2%	265,0%	265,2%	255,3%	218,8%	217,1%	217,7%	219,4%	216,7%
Working Capital (WC)	0,66	0,71	0,80	0,98	1,02	1,06	1,10	1,15	
WC zu Umsatz	8,0%	7,9%	8,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Investitionen in WC	0,00	-0,05	-0,09	-0,18	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	0,26	0,27	0,29	0,34	0,36	0,37	0,38	0,38	
AFA auf OAV	-0,21	-0,20	-0,19	-0,15	-0,18	-0,19	-0,19	-0,20	
AFA zu OAV	80,1%	73,5%	65,0%	52,0%	52,0%	52,0%	52,0%	52,0%	
Investitionen in OAV	-0,22	-0,21	-0,21	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	
Investiertes Kapital	0,93	0,99	1,09	1,32	1,38	1,43	1,48	1,53	
EBITDA	3,17	3,76	3,98	4,14	4,30	4,48	4,65	4,84	
Steuern auf EBITA	-0,92	-1,11	-1,17	-1,20	-1,24	-1,29	-1,34	-1,39	
Investitionen gesamt	-0,22	-0,26	-0,30	-0,38	-0,24	-0,24	-0,24	-0,24	
Investitionen in OAV	-0,22	-0,21	-0,21	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	
Investitionen in WC	0,00	-0,05	-0,09	-0,18	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	2,03	2,40	2,51	2,56	2,83	2,95	3,07	3,20	49,87

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	42,03	43,24
Barwert expliziter FCFs	14,00	12,80
Barwert des Continuing Value	28,03	30,43
Nettoschulden (Net debt)	-10,89	-9,40
Wert des Eigenkapitals	52,92	52,64
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	52,92	52,64
Ausstehende Aktien in Mio.	2,01	2,01
Fairer Wert der Aktie in EUR	26,29	26,15

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,8%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,41
Eigenkapitalkosten	8,6%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,6%

Kapitalrendite	WACC				
	8,0%	8,3%	8,6%	8,9%	9,2%
216,2%	28,19	27,10	26,11	25,22	24,40
216,4%	28,21	27,12	26,13	25,23	24,42
216,7%	28,23	27,14	26,15	25,25	24,43
216,9%	28,25	27,15	26,17	25,27	24,45
217,2%	28,27	27,17	26,18	25,28	24,47

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