



Researchstudie (Anno)



Nach erfolgreichem GJ 2015 auch im GJ 2016 deutliche Wertsteigerungen der Beteiligungen und des NAV erwartet

-

Beteiligung Deposit Solution mit 100 Mio. € bewertet

Kursziel: 18,32 € (bislang: 16,70 €)

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 17

FinLab AG ^{*5a,5b,6a,11}

Rating: KAUFEN
Kursziel: 18,32 €

Aktueller Kurs: 13,95
03.08.2016 / ETR
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0001218063
WKN: 121806
Börsenkürzel: A7AG
Aktienanzahl³: 4,538
Marketcap³: 63,31
³in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 20 %

Transparenzlevel:
Entry Standard

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB/IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Hauck & Aufhäuser

Analysten:

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 18

Unternehmensprofil

Branche: Beteiligungen

Fokus: Fintech-Geschäftsmodelle

Mitarbeiter: 13 auf Inkubator-Ebene und über 100 in den Beteiligungen

Gründung: 2000, seit Anfang 2015 Fokus auf Fintech-Bereich

Firmensitz: Frankfurt / Main

Vorstand: Stefan Schütze, Juan Rodriguez, Kai Panitzki



Die FinLab AG ist eine Beteiligungsgesellschaft mit speziellem Fokus auf Fintech-Geschäftsmodellen. Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt dabei auf der Entwicklung selbst gegründeter bzw. inkubierter deutscher Fintech-Start-up-Unternehmen, welche das Potenzial besitzen, das Geschäftsmodell europaweit auszurollen. An diesen Eigengründungen strebt Finlab Mehrheitsbeteiligungen an und finanziert die Unternehmen auch über mehrere Finanzierungsrunden als Lead- oder Co-Investor. Der zweite Fokus der Gesellschaft liegt in der Beteiligung an aussichtsreichen Fintech-Unternehmen, die nicht selbst gegründet wurden, und der damit verbundenen Bereitstellung von Wagniskapital in Seed- oder Follow-on-Finanzierungsrunden. Dabei gibt es keine regionale Spezialisierung, sondern neben Deutschland kommen hier auch Beteiligungen in den USA in Frage. Nicht zuletzt hält sich die FinLab AG auch die Option offen, selektiv in Fonds und andere Inkubatoren zu investieren, die einen speziellen Fintech-Fokus aufweisen. Dabei ist insbesondere der regionale Fokus auf USA und Asien zu sehen, um die fortschrittliche Rolle dieser Märkte im Fintech-Bereich zu nutzen und eventuell interessante Co-Investment Möglichkeiten zu sondieren.

GuV in Mio. EUR* \ GJ.-Ende	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Erträge gesamt	5,58	2,10	4,76	6,46
EBIT	-6,89	-4,31	0,49	4,02
Jahresergebnis	-8,97	-1,25	1,64	6,54
Operativer Cashflow	-2,70	-3,96	-0,06	2,62

*Kennzahlen gemäß IFRS

Kennzahlen in EUR*

Gewinn je Aktie	-1,98	-0,27	0,36	1,44
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

*Kennzahlen gemäß IFRS

Kennzahlen*

Finanzanlagen/Wertpapiere /Cash in Mio. €	30,15	30,68	41,64	54,16
Eigenkapital (IFRS) in Mio. €	29,91	28,98	39,49	55,03
NAV je Aktie in €	6,59	6,38	8,70	12,12
Abschlag zum NAV zum Stichtag	65,4 %	53,0 %	48,3 %	9,3 %
KGV	neg.	neg.	38,6	9,7

*Kennzahlen gemäß IFRS

Finanztermine

30.09.2016: Halbjahresbericht 2016

22.11.2016: Eigenkapitalforum 2016

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

24.03.2016: RS / 16,70 / KAUFEN

28.01.2016: RS / 12,30 / KAUFEN

22.01.2016: RS / 12,30 / KAUFEN

04.11.2016: RS / 12,30 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Bereits vor einigen Wochen konnte die FinLab AG gute Zahlen für das GJ 2015 vorlegen. Nun gab es auch im bisherigen Verlauf des Jahres 2016 wieder sehr überzeugende Entwicklungen bei den Beteiligungen des Unternehmens. Allen voran ist dabei die neuerliche Kapitalrunde bei Deposit Solutions zu nennen, bei welcher Deposit Solutions 15 Mio. € an liquiden Mitteln zuflossen. Die Bewertung des Unternehmens lag demnach bei über 100 Mio. €, wobei immer klarer reflektiert wird, welches Potenzial in dem Unternehmen steckt. Das Produkt COMONEA hat das Potenzial, den Markt für Privateinlagen zu revolutionieren, womit die Chancen auf eine überzeugende Unternehmensentwicklung entsprechend hoch sind.
- Auch bei nextmarkets wurde jüngst eine Kapitalerhöhung durchgeführt. Nachdem sich Starinvestor Peter Thiel bereits bei Deposit Solutions beteiligte, ist er nun auch bei nextmarkets eingestiegen. Die Kapitalrunde wurde zu einer deutlich höheren Bewertung als beim Einstieg von FinLab durchgeführt und mit einem signifikanten siebenstelligen Betrag abgeschlossen.
- Insofern ist schon heute gut absehbar, dass die bereits sehr guten Ergebnisse des Jahres 2015 in 2016 nochmals übertroffen werden könnten. Allein der Wert des Anteils an Deposit Solutions dürfte inzwischen über 10 Mio. € betragen. In der Bilanz zum 31.12.2015 der FinLab AG wurde der Wertansatz noch mit 3 Mio. € ausgewiesen. Die Bewertung der Anteile an nextmarkets liegt zudem nach der jüngsten Kapitalrunde unserer Einschätzung nach bei rund 6 Mio. €.
- Nicht nur auf Grund der hohen Finanzierungsrunden konnte die FinLab AG aufzeigen, dass der „Proof-of-Concepts“ inzwischen erbracht wurde. Auch die operative Entwicklung unterstreicht die gesteigerten Bewertungen. Während Deposit Solutions bereits einige namhafte Kunden gewinnen konnte, ist auch nextmarkets zum Jahresstart an den Markt gegangen und befindet sich nun in der Phase der Markterschließung.
- Nicht zuletzt muss auch beachtet werden, dass die FinLab AG neben dem erfolgreichen Fintech-Portfolio bereits heute stetige Cashflows generiert. Diese setzen sich insbesondere aus Managementvergütungen und Dividendenausüttungen zusammen, welche aus den Beteiligungen an Heliad und Patriarch resultieren. Zusammengenommen werden daraus pro Jahr rund 4 Mio. € an Mittelzuflüssen generiert. Diese Mittel decken den laufenden Overhead und können zudem in die Entwicklung des Fintech-Beteiligungsportfolios investiert werden, was FinLab gegenüber anderen Venture Capital-Investoren einen klaren Wettbewerbsvorteil hinsichtlich der Finanzierungsflexibilität eröffnet.
- Jüngst hat die FinLab AG mit einer Beteiligung an der AUTHADA GmbH in 2016 zudem auch bereits das Fintech-Beteiligungsportfolio erweitert. Das Unternehmen ist im Bereich der elektronischen Identität aktiv und ist damit in einem sehr zukunftssträchtigen Bereich des Fintech-Segments tätig. Wir gehen davon aus, dass weitere Beteiligungen noch im laufenden Jahr hinzu erworben werden.
- **Auf Basis der guten Zahlen für das GJ 2015, mit Gesamterträgen in Höhe von 6,46 Mio. € und einem EBIT von 4,02 Mio. €, der guten Fortentwicklung bei den Beteiligungsgesellschaften und der wiederum damit verbundenen starken Erwartungshaltung für das GJ 2016 haben wir unser Kursziel von zuvor 16,70 € auf 18,32 € angehoben. Das Rating lautet damit unverändert KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

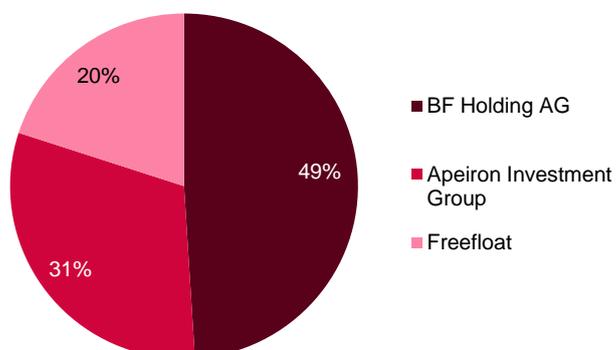
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konzernstruktur	4
Vorstand	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung	6
Kennzahlen im Überblick	6
Geschäftsentwicklung 2015 und 2016	7
Jüngste Entwicklungen in den Beteiligungen	7
Entwicklung der Erträge	9
Ergebnisentwicklung	10
Bilanzielle und finanzielle Situation	12
SWOT-Analyse	13
Ausblick & Bewertung	14
Erwartete Unternehmensentwicklung	14
Bewertung	14
Anhang	17

UNTERNEHMEN

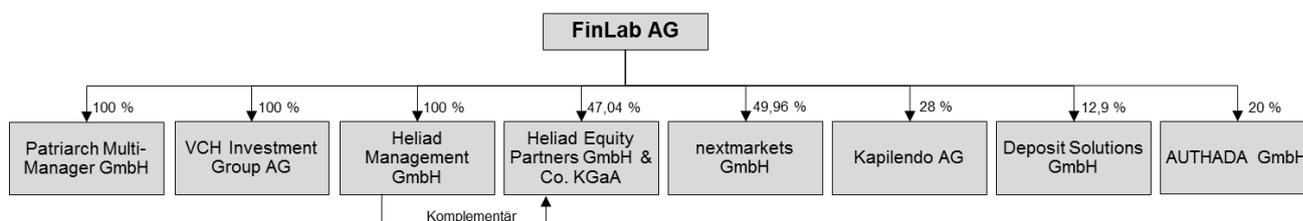
Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	30.06.2016
BF Holding AG	49,00 %
Apeiron Investment Group	31,00 %
Freefloat	20,00 %
Summe	100,00 %

Quelle: FinLab, GBC



Konzernstruktur



Quelle: FinLab, GBC

Vorstand



Stefan Schütze (Recht, Compliance & Regulierung)

- Seit 2013 Vorstand
- Zugelassen als Rechtsanwalt
- Mehr als 15 Jahre Erfahrung im Bereich Private Equity, Venture Capital und Kapitalmarkt
- Verschiedene Managementpositionen

Juan Rodriguez (CFO)

- Seit 2013 Vorstand
- 20-jährige Erfahrung im Bereich Finanzen
- Verschiedene Positionen im Bereich Asset Management, Telekommunikation und Energieindustrie

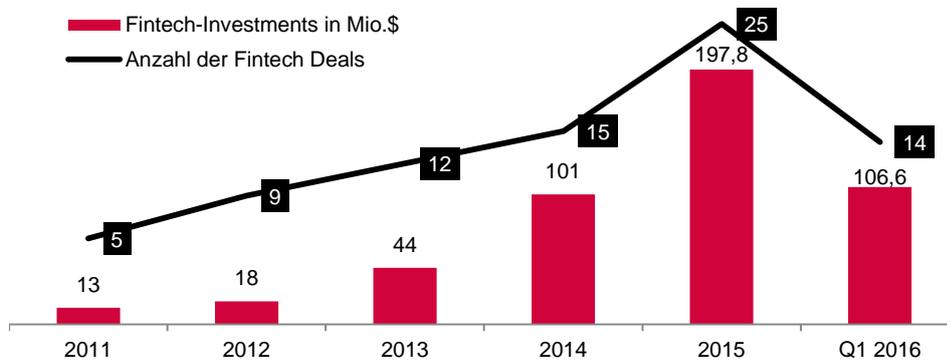
Kai Panitzki (Strategie, Marketing, PR & IR)

- Seit 2015 Vorstand
- Jura-Studium an der Universität Bonn
- Bankkaufmann
- Mehr als 10 Jahre Erfahrung im Bereich Marketing/Medien
- Verschiedene Managementpositionen, u.a. Geschäftsführer bei der Scholz & Friends GmbH

MARKT UND MARKTUMFELD

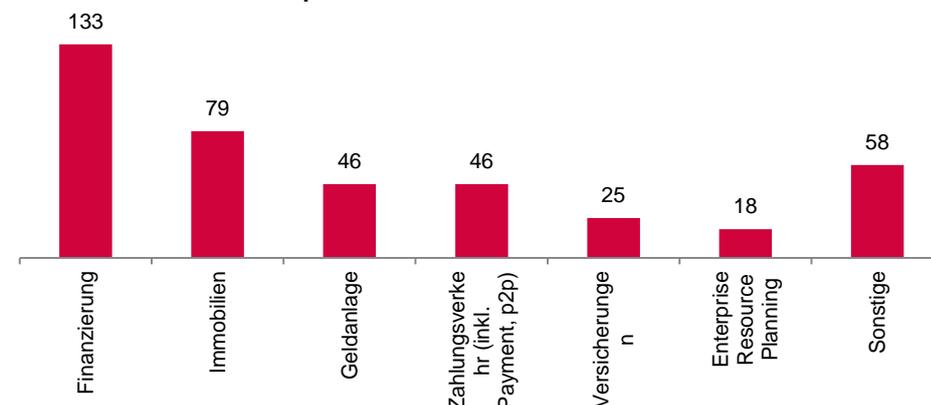
Die weltweiten Investments in Fintech-Unternehmen erreichten im Jahr 2015 19,1 Mrd. US-Dollar und legten damit gegenüber 2014 damit um mehr als 55 % zu. Der Großteil der Investitionen erfolgte dabei in US-amerikanische Unternehmen. Aber auch der deutsche Fintech-Markt gewinnt zunehmend an Dynamik. Im Jahr 2015 wurden hierzulande immerhin 193 Mio. US-Dollar in Fintech-Unternehmen investiert, allein aus dem Venture Capital-Bereich heraus. Gegenüber dem Vorjahr entspricht dies einer Steigerung um 91 %, womit die Zuwachsrate deutlich höher ist als auf globaler Ebene. Damit wird deutlich, dass die erwarteten Aufholeffekte auf dem deutschen Markt vermehrt anlaufen. Daher ist auch für das Jahr 2016 von einer weiteren Steigerung der Aktivitäten auszugehen. Dennoch ist die Anzahl der finanzierten Unternehmen noch sehr gering. In 2015 wurden nur 21 Fintech-Unternehmen durch den VC-Bereich finanziert. Aber auch hier erwarten wir auf Grund der klar steigenden Dynamik in der Branche einen weiteren Zuwachs in 2016. Die Zahlen für das Q1 2016 untermauern diese Erwartungshaltung.

Investments in Fintech-Unternehmen durch VCs in Deutschland (in Mio. US-Dollar)



Die Verteilung der Bereiche innerhalb der Fintech-Branche ist in Deutschland im internationalen Vergleich etwas anders ausgeprägt. Während die meisten Fintech-Unternehmen in Deutschland wie auch international im Bereich Finanzierung aktiv sind, stellt der Schwerpunkt Immobilien (Proptech) den zweitstärksten Bereich. Auf internationaler Ebene nimmt das Thema Payment die zweitgrößte Stellung ein. Auch das Themengebiet Geldanlage nimmt in der deutschen Fintech-Szene einen großen Stellenwert ein. Mit den Beteiligungen nextmarkets, Kapilendo und Deposit Solutions ist die Finlab AG hinsichtlich dieser Verteilung demnach optimal in den wichtigen Themenbereichen positioniert.

Anzahl der Fintech-Startups in Deutschland nach Bereichen



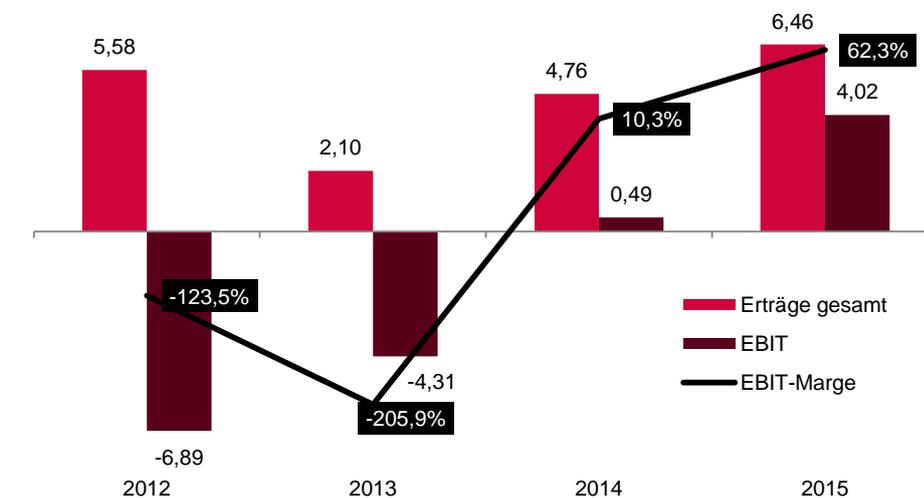
Quelle: Barkow Consulting "FinTech Money Map", Februar 2016

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015
Umsatzerlöse	4,37	1,53	2,85	4,17
Erträge aus Beteiligungen	0,28	0,07	0,35	1,61
Sonstige betriebliche Erträge	0,93	0,50	1,55	0,68
Erträge Gesamt	5,58	2,10	4,76	6,46
Personalaufwand	-3,53	-3,05	-2,09	-1,56
Sachaufwendungen	-8,93	-3,37	-2,18	-0,88
EBIT	-6,89	-4,31	0,49	4,02
Finanzergebnis	-1,90	3,07	1,17	3,11
EBT	-8,78	-1,24	1,66	7,14
Steuern	-0,18	-0,01	-0,02	-0,60
Jahresergebnis	-8,97	-1,25	1,64	6,54
EBIT	-6,89	-4,31	0,49	4,02
in % der Gesamterträge	neg.	neg.	10,3 %	62,3 %
Ergebnis je Aktie in €	-1,98	-0,27	0,36	1,44
Dividende je Aktie in €	0,00	0,00	0,00	0,00
Aktienzahl in Mio. Stück	4,54	4,54	4,54	4,54

Entwicklung von Gesamterträgen, EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Geschäftsentwicklung 2015 und 2016

GuV (in Mio. €)	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015
Erträge gesamt	5,58	2,10	4,76	6,46
EBIT (Marge)	-6,89 (neg.)	-4,31 (neg.)	0,49 (10,3 %)	4,02 (62,3 %)
Jahresergebnis	-8,97	-1,25	1,64	6,54
EPS in €	-1,98	-0,27	0,36	1,44

Quelle: FinLab, GBC

Jüngste Entwicklungen in den Beteiligungen

Kapilendo AG (ehem. Venturate AG) – Beteiligungsquote: 28 %

Ende April veröffentlichte die FinLab-Beteiligung Venturate AG, dass das Unternehmen mit der Kapilendo AG fusionieren wird. Dabei wurden jüngst sämtliche Anteile an der Venturate AG von FinLab übernommen und werden nun vollständig in die Kapilendo AG eingebracht. Zusätzlich investiert FinLab einen signifikanten Betrag für weiteres Wachstum in das Unternehmen. Nach Abschluss der Transaktion ist FinLab nunmehr mit 28 % an der Kapilendo AG beteiligt.

Durch die Fusion der beiden Unternehmen entsteht eine schlagkräftige Einheit, welche die beiden Themen Crowd-Lending und Crowd-Investing auf einer Plattform vereint. Damit markiert die neue Finanzierungsplattform eine Alleinstellung, die in vergleichbarer Positionierung noch nicht auf dem deutschen Markt zu finden ist. Das Angebot umfasst nunmehr sowohl die Vergabe von klassischen Krediten an kleine und mittelständische Unternehmen, als auch Eigenkapital-Investments in Start-up-Unternehmen nach dem bereits erprobten Konzept des Curated Investings der Venturate AG. Das durch die Fusion entstehende Unternehmensmodell umfasst damit eine hohe Bandbreite an Investitionsmöglichkeiten und erfüllt damit vor allem die zunehmende Nachfrage nach alternativen Finanzierungsformen für kleine und mittelständische Unternehmen und Start-ups.

Ein Beispiel für eine erfolgreiche und gleichzeitig prominente Finanzierung in der jüngeren Vergangenheit fand für den Bundesligaverein Hertha BSC statt. Bei dem Crowd-Investing-Projekt wurden 1 Mio. € Fremdkapital eingesammelt, welches mit 4,5 % verzinst wird, bei 3 Jahren Laufzeit. Die Platzierung des Finanzierungsvolumens wurde auf Grund der hohen Nachfrage innerhalb von wenigen Stunden durchgeführt. Der Verein wird die Mittel verwenden, um sein Online- und Digitalgeschäft weiter auszubauen.

Deposit Solutions GmbH – Beteiligungsquote: 12,9 %

Eine deutlich positive Entwicklung hat im Jahr 2015 und in 2016 auch die Beteiligung Deposit Solutions vollzogen, an welcher die FinLab AG eine Minderheitsbeteiligung von 12,9 % hält. So konnte das Unternehmen bereits Ende 2015 den Gründer von PayPal Peter Thiel zusammen mit FinLab als Investor gewinnen. Dabei wurde bei der Deposit Solutions GmbH damals von Thiel und FinLab zusammen eine Finanzierungsrunde über 6,5 Mio. € durchgeführt.

Nun wurde im Juli 2015 nach den jüngsten Erfolgen eine weitere Kapitalrunde zu einer Bewertung von 100 Mio. € durchgeführt, wobei dem Unternehmen 15 Mio. € an liquiden Mitteln zugeflossen sind. Die Bewertung entspricht damit dem vierfachen des bisherigen Wertansatzes. Beteiligt haben sich an der Kapitalrunde neben den bestehenden Investoren FinLab und Peter Thiel auch neue Investoren, namentlich Greycroft Partners, e.ventures und Valar Ventures. FinLab hat durch die Beteiligung an der Kapitalerhöhung ihren Anteil an der Deposit Solutions GmbH in Höhe von rund 12,9 % stabil gehalten.

Verwunderlich ist die erhöhte Bewertung unserer Ansicht nach nicht, denn mit der COMONEA-Plattform hat Deposit Solutions ein Produkt entwickelt, das den gesamten Einlagen- und Festgeldmarkt revolutionieren könnte. Das potenziell dahinterstehende Marktvolumen ist enorm, was jetzt immer mehr Investoren realisieren. Der europäische Markt für Privateinlagen weist ein Volumen von über 9 Billionen Euro auf und kann von Finanzinstituten mit Hilfe von COMONEA deutlich effizienter genutzt werden.

Entwicklung der Bewertung der Deposit Solutions GmbH

Datum	Kapitalerhöhungsbetrag	Bewertung
09/2015	6,5 Mio. €	> 20,0 Mio. €
07/2016	15,0 Mio. €	> 100,0 Mio. €

Quelle: FinLab, GBC

Das Geld aus der Finanzierungsrunde wird Deposit Solutions dazu verwenden, die Technologie weiterzuentwickeln, die Unternehmensstrukturen auszubauen und vor allem, um den deutschen und europäischen Markt zu durchdringen. Schon heute kann das Unternehmen namhafte Kooperationen aufweisen. So meldete die Deposit Solutions GmbH jüngst eine Kooperation mit der Deutschen Bank AG. Dabei wird die Deutsche Bank die COMONEA-Plattform von Deposit Solutions verwenden, von welcher aus Kunden Festgeldanlagen anderer europäischer Banken über ihr Konto bei der Deutschen Bank tätigen können. Dies erhöht die Flexibilität in der Geldanlage für die Kunden, gleichzeitig bleiben diese jedoch Kunden der Deutschen Bank. Nach der Fintech Group AG ist die Deutsche Bank ein weiterer namhafter Kunde des Unternehmens. Weitere Kunden sind z.B. das Advisortech-Unternehmen JDC-Group. Mit weiteren Partnern, etwa der Fidelity-Tochter FFB, befinden sich Partnerschaften derzeit in Umsetzung.

Wir schätzen die jüngst durchgeführte Kapitalerhöhung als sehr richtungsweisend ein, da Peter Thiel bekannt dafür ist, nur in disruptive Geschäftsmodelle zu investieren, die das Potenzial haben viele Milliarden Marktvolumen zu erschließen. Deposit Solutions könnte auf Basis des enormen Marktes der zu erschließen ist damit ein ausgesprochen hohes Potenzial aufweisen, das durch die aktuelle Bewertung bei weitem nicht abgedeckt wird.

nextmarkets GmbH – Beteiligungsquote: 49,96 %

Nextmarkets wurde erst im Jahr 2014 gegründet und befindet sich seit 2016 in der Open Beta Phase. Im Laufe des Jahres 2016 soll diese Phase nunmehr beendet werden und die Markterschließung beginnen. Inzwischen konnte nextmarkets 20 Tradingcoaches gewinnen, von deren Expertise Anleger profitieren können.

Nextmarkets ist eine E-Learning-Plattform, die sich dem Thema Börse widmet. Dabei ist das Kernkonzept das sog. „Curated Investing“. Dies bedeutet, dass den Nutzern des Portals mit Hilfe von Tradingcoaches nahegebracht werden soll, wie Börse und Kapitalmarkt funktionieren. Die Coaches sind Börsen-Experten, die ihr Wissen und ihre Erfahrungen mit den Usern teilen, sei es über Webinare, Live-Trading oder Chats. Im weiteren Jahresverlauf soll das Trading dann bei nextmarkets auch mit Echtgeld möglich sein. Bisher ist der Handel mit den rund 1.000 Finanzinstrumenten noch ausschließlich virtuell möglich.

Nachdem PayPal-Gründer und Starinvestor Peter Thiel bereits bei Deposit Solutions investierte, beteiligte er sich nun auch an der nextmarkets GmbH. Während die FinLab AG bei nextmarkets von Beginn an dabei war, hat die neuerliche Finanzierungsrunde nun zu einer deutlichen Steigerung der Bewertung geführt. Mit der Kapitalerhöhung fließen nextmarkets 3,50 Mio. € an frischen Mitteln zu, die zum Ausrollen des Ge-

schäftsmodells genutzt werden sollen. Neben Peter Thiel beteiligte sich auch EXTOREL, das Family Office der Familie Strascheg, an der Finanzierung.

AUTHADA GmbH – Beteiligungsquote: 20 %

Ende April ging FinLab zudem eine weitere Beteiligung ein und stellte eine Wachstumsfinanzierung für die AUTHADA GmbH in siebenstelliger Höhe dar. AUTHADA hat ein Verfahren entwickelt, mit welchem die elektronische Identität (eID) des Personalausweises über die NFC-Schnittstelle des Smartphones ausgelesen werden kann. Damit wird eine mobile und sichere Identifikation von Bestands- und Zielkunden in Echtzeit ermöglicht. So kann die Kundenidentität innerhalb weniger Sekunden anhand von hoheitlich geprüften Stammdaten verifiziert werden. Konventionelle, mühsame Identifikationswege wie das PostIdent oder Videolegitimation werden damit überflüssig. Die Anwendung kann dabei in verschiedenen Bereichen zum Einsatz kommen, immer wenn eine Kundenidentifikation notwendig ist. Dabei ist z.B. an die Bereiche Mobile Banking oder Mobile Payment zu denken.

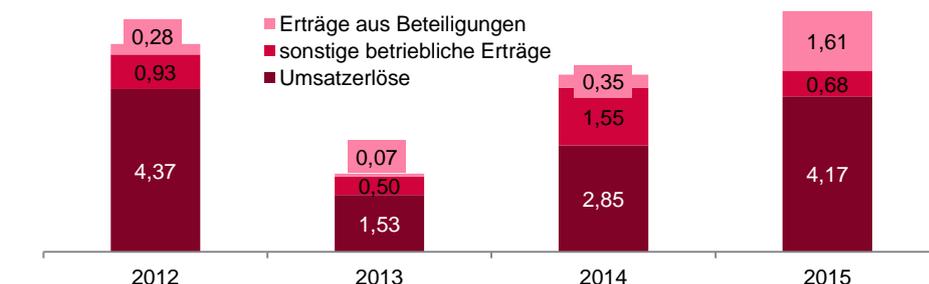
Unserer Einschätzung nach ist AUTHADA eine sinnvolle Ergänzung des Fintech-Portfolios, da das Unternehmen einen kritischen Bereich adressiert, in welchem ein hohes Disruptionspotenzial besteht. Dieses zeigt sich zum Beispiel an der jüngst von der BaFin angestoßenen Verschärfung der Regeln für das Videoident-Verfahren zur Eröffnung von Konten und Depots. Dabei werden im Rahmen Bekämpfung von Terrorfinanzierung schärfere Kontrollen der Personen verlangt. Insofern ergibt sich aus der Beteiligung für die kommenden Jahre ein hohes Wertsteigerungspotenzial.

Entwicklung der Erträge

Einer der maßgeblichen Wettbewerbsvorteile der FinLab AG gegenüber anderen Venture Capital Inkubatoren ist die zweiteilige Portfoliostruktur. Zum einen hält FinLab einige Beteiligungen im traditionellen Asset Management-Geschäft. Diese Beteiligungen liefern dem Unternehmen konstante Cashflows, was FinLab in die Lage versetzt, die laufenden Holdingkosten zu decken und zum anderen ein Fintech-Portfolio aufzubauen, ohne notwendigerweise auf externes Kapital zugreifen zu müssen.

Über die Beteiligungen aus dem traditionellen Asset Management-Geschäft generierte die FinLab AG im GJ 2015 den Großteil der in der Gewinn- und Verlustrechnung erfassten Erträge. In den Gesamterträgen in Höhe von insgesamt 6,46 Mio. € sind dabei Performance-Fees von der Heliad Management GmbH in Höhe von rund 2,7 Mio. € sowie Ausschüttungen und Dividenden der Heliad Equity Partners GmbH & Co KGaA von 0,7 Mio. €, der Patriarch Multi-Manager GmbH von 0,3 Mio. € sowie der Heliad Management GmbH von 0,7 Mio. € enthalten. Gegenüber dem Vorjahr konnte damit eine Verbesserung der Erträge um 35,7 % und gleichzeitig das beste Ergebnis im Betrachtungszeitraum der vergangenen vier Jahre erreicht werden.

Entwicklung der Gesamterträge (in Mio. €)

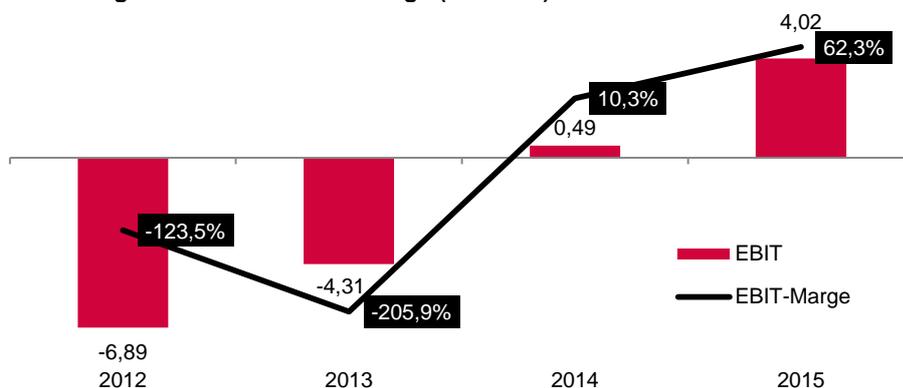


Quelle: FinLab, GBC

Ergebnisentwicklung

Die gute Ertragsentwicklung wirkte sich auch deutlich begünstigend auf die Ergebnisse aus. So wurde mit 4,02 Mio. € ein EBIT signifikant über dem Vorjahresniveau erreicht. Die EBIT-Marge lag bei 62,3 % und zeigt die hohe Attraktivität des Geschäftsmodells der FinLab AG auf, insbesondere mit Blick auf die Vereinigung des traditionellen Asset Management-Geschäfts und den Fintech-Beteiligungen. Nicht zuletzt ist die deutliche Verbesserung der Rentabilität aber auch Ausdruck der erfolgreichen Repositionierung der FinLab AG über die vergangenen Geschäftsjahre. Nachdem im Zuge dessen bereits in 2014 ein leicht positives EBIT erreicht wurde, bestätigt das Ergebnis in 2015 den eingeschlagenen Weg des Unternehmens.

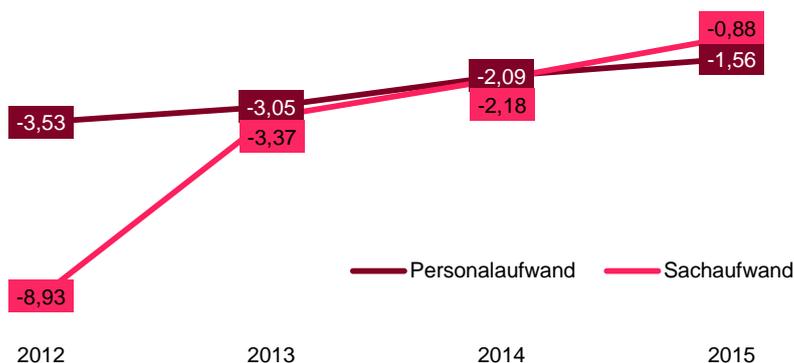
Entwicklung von EBIT und EBIT-Marge (in Mio. €)



Quelle: FinLab, GBC

Ein wesentlicher Faktor der erfolgreichen Repositionierung war neben der Neuausrichtung des operativen Geschäfts auch die Reduktion der Aufwandsstruktur für das Unternehmen. So hat FinLab intensiv an der Fixkostenbelastung gearbeitet und im Bereich der Personal- und Sachkosten merkliche Reduktionen herbeigeführt. Auch im Jahr 2015 wurden nochmals deutlich niedrigere Werte als im Vorjahr erreicht. Die nunmehr sehr niedrige Fixkostenbasis lässt die Gewinne zukünftig voraussichtlich noch deutlicher ansteigen.

Entwicklung der operativen Kosten (in Mio. €)



Quelle: FinLab, GBC

Hinsichtlich der Ertragsentwicklung ist auch zu betonen, dass Aufwertungen der Beteiligung an der Heliad Equity Partners GmbH & Co. KG in Höhe von fast 9 Mio. €, welche durch den starken Kursanstieg der Aktie im Jahresverlauf 2015 erfolgten, nicht in der Gewinn- und Verlustrechnung reflektiert sind, sondern gemäß den Regularien der Internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS) ergebnisneutral direkt im Eigenkapital erfasst werden.

Die erfolgreiche Geschäftsentwicklung spiegelte sich nicht zuletzt auch auf der Ebene des Cashflows wider. Durch das Zusammenwirken der guten Erträge, bei gleichzeitig deutlich gesenkter Kostenbasis, erwirtschaftete die FinLab AG im GJ 2015 wieder einen positiven operativen Cashflow in Höhe von 2,62 Mio. €. Mit dieser Entwicklung zeigt sich klar der Erfolg des kombinierten Beteiligungsansatzes, mit einer Mischung aus traditionellen Asset Management-Geschäft - welche stabile Cashflows generieren - und Beteiligungen im innovativen Fintech-Bereich.

Entwicklung des operativen Cashflows (in Mio. €)



Quelle: FinLab, GBC

Die Fintech-Beteiligungen haben in 2015 naturgemäß auf Grund ihrer noch jungen Historie keine wesentlichen cashwirksamen Ergebnisbeiträge beigesteuert haben. Ergebniswirksame Auf- und Abwertungen der Beteiligungen gegenüber dem Vorjahreswert steuerten per Saldo jedoch einen positiven Wert in Höhe von 2,98 Mio. € bei, welcher im Finanzanlagevermögen erfasst ist. Insbesondere in den kommenden Jahren erwarten wir deutliche Ergebnis- und Cashflowbeiträge aus den Fintech-Beteiligungen.

Insgesamt betrachtet, konnte die FinLab AG die Fortschritte in der operativen Entwicklung unterstreichen und vor allem nochmals beschleunigen. Es wird deutlich, dass sich das Unternehmen im Zuge der Neuausrichtung gut positioniert hat und nunmehr das Beteiligungs-Portfolio im Fintech-Bereich sukzessive ausbauen kann. Auch hier hat das Unternehmen bereits mehrere erfolgreiche Deals präsentieren können. Der große Vorteil der FinLab AG ist dabei auch in der zweiteiligen Portfoliostruktur zu sehen, welche dem Unternehmen konstante Cashflows außerhalb des Fintech-Portfolios sichert. Damit können Holdingkosten gedeckt und Neuinvestments finanziert werden. Zudem ist das Unternehmen nicht notwendigerweise auf externe Finanzierungen angewiesen. Dies ist ein Wettbewerbsvorteil, den nur die wenigsten Wettberber aufweisen können. Nicht zuletzt weist die FinLab AG ein starkes Partnernetzwerk auf, welches Beteiligungsunternehmen schnell einen Marktzugang ermöglichen kann.

Vor allem im Bereich der Fintech-Beteiligungen ist eine zunehmende Dynamik spürbar, welche sich in attraktiven Kapitalrunden ausdrückt. Dies spricht wiederum für das Management der FinLab AG, welches offenkundig eine gute Auswahl an Portfoliounternehmen getroffen hat.

Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Eigenkapital	29,91	28,98	39,49	55,03
EK-Quote (in %)	81,5%	83,1%	92,1%	96,1%
Finanzverbindlichkeiten	1,00	1,00	1,00	0,00
Finanzanlagen	21,64	26,91	36,02	52,40
Wertpapiere und Cash	8,51	3,76	5,62	1,77
NAV je Aktie	6,59 €	6,38 €	8,70 €	12,12 €

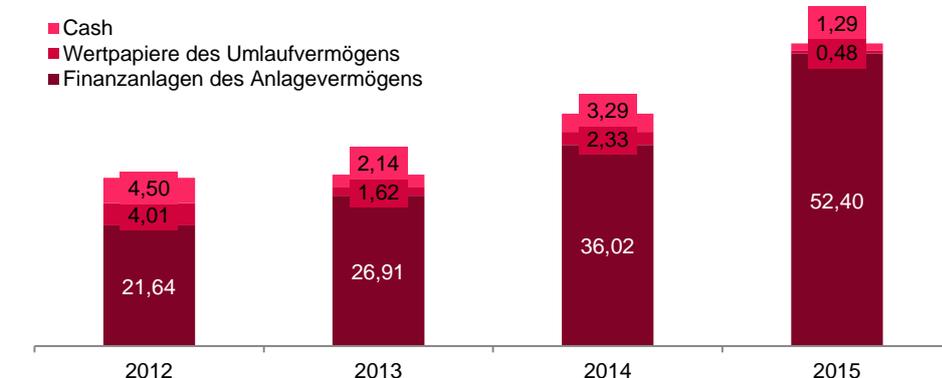
Quelle: FinLab, GBC

Die Passivseite der Bilanz der FinLab AG ist maßgeblich durch Eigenkapital geprägt. So lag die Eigenkapitalquote zum Ende des GJ 2015 bei 96,1 % und damit nochmals höher als im Vorjahreszeitraum. Absolut lag die Eigenkapitaldecke bei 55,03 Mio. € und entsprechend um 39,4 % höher als Ende 2014. Außerdem war per Ende Juni 2015 auf der Passivseite der Bilanz der FinLab AG noch eine begebene Anleihe über 1 Mio. € verbucht. Diese wurde zum 31.07.2015 zurückgeführt, womit die Bilanz der FinLab AG Ende 2015 nunmehr frei von zinstragenden Verbindlichkeiten war.

Für den maßgeblichen Anstieg des Eigenkapitals verantwortlich waren dabei insbesondere zwei Effekte. Auf der einen Seite erhöhten sich die Eigenmittel auf Grund des hohen Jahresüberschusses von 6,54 Mio. €. Auf der anderen Seite erhöhte sich die Neubewertungsrücklage um 8,87 Mio. €. Auf Basis der IFRS-Bilanzierung werden Wertveränderungen von als „Available for Sale“ klassifizierten Wertpapieren nicht in der Gewinn- und Verlustrechnung erfasst, sondern erfolgsneutral direkt im Eigenkapital verbucht.

Im Falle der FinLab AG betrifft dies insbesondere die Anteilsposition an der ebenfalls börsennotierten Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA, an welcher die FinLab AG 47 % der Anteile hält. Nachdem die Position an diesen Unternehmen zum Ende des GJ 2014 18,79 Mio. € ausmachte, konnte der Aktienkurs der Heliad über das Jahr 2015 hinweg deutlich an Wert zulegen. Hintergrund dessen war dabei die strategische Neuausrichtung des operativen Geschäfts, in Verbindung mit einer weiteren Verbesserung der Ertragskraft und Steigerung des NAV. Ende 2015 valutierten die von der FinLab AG gehaltenen Heliad-Anteile mit einem Wert von 27,74 Mio. €. Der deutliche Wertzuwachs wurde entsprechend werterhöhend im Eigenkapital erfasst.

Entwicklung der Finanzanlagen und liquiden Mittel (in Mio.€)



Quelle: FinLab, GBC

Dabei ist zu konstatieren, dass in der Aktienposition der Heliad noch weitere erhebliche stille Reserven vorhanden sind, denn der Aktienkurs der Heliad notierte zum Jahresende 2015 mit einem Kurs von 6,20 € noch immer deutlich unter dem ausgewiesenen NAV von 10,87 €. Eine vollständige Wertaufholung auf NAV-Niveau unterstellt, betragen die stillen Reserven allein aus der Heliad-Position zum 31.12.2015 20,89 Mio. €.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Erfahrenes Managementteam • Sichere Cashflows durch die Heliad- und Patriarch-Beteiligungen in den kommenden Jahren • Hohe Eigenkapitalquote von über 90 % • Die Bilanz weist keine zinstragenden Verbindlichkeiten mehr auf • Laufende Kosten der FinLab AG sind durch wiederkehrende Cashflows gedeckt • Neue Investments können über Liquiditätsbestand und laufenden Cashflow finanziert werden • Niedrige Fixkostenbasis 	<ul style="list-style-type: none"> • Hohe Abhängigkeit durch die starke Beteiligung an der Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA • Auf Grund der noch jungen Aktivität im Fintech-Bereich trägt das Fintech-Portfolio noch kaum zum Geschäftserfolg bei • Planbarkeit für Anleger auf Grund der jungen Unternehmenshistorie der Fintech-Beteiligungen schwierig • Aktie ist aufgrund eines niedrigen Freefloats von rund 20 % sehr markteng
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Der deutliche Abschlag zum Net Asset Value (NAV) birgt erhebliches Aufwärtspotenzial für die Aktie • Die starke Nachfrage nach Fintech-Geschäftsmodellen könnte die Bewertungsniveaus der FinLab-Beteiligungen stark nach oben treiben • Fintech-Geschäftsmodelle weisen ein hohes Wachstumstempo auf, wovon auch die Beteiligungen der FinLab AG profitieren könnten • Neue Investments könnten das Wachstumspotenzial nochmals erhöhen • Ein weiterer Kursanstieg der Heliad Aktie würde den NAV der FinLab-Aktie zusätzlich erhöhen 	<ul style="list-style-type: none"> • Die Beteiligungen der FinLab AG könnten sich langsamer entwickeln als erhofft • Ein starker Kursrückgang der Heliad-Aktie würde das Jahresergebnis belasten und den NAV senken • Die Aussichten im Fintech-Markt könnten sich wieder deutlich verschlechtern • Fehlende Investmentmöglichkeiten am Markt könnten die Entwicklung des Unternehmens bremsen • Wettbewerber könnten mit ähnlichen oder gleichen Geschäftsmodellen das Marktpotenzial der Beteiligungen einschränken

AUSBLICK & BEWERTUNG

Erwartete Unternehmensentwicklung

Auch für das GJ 2016 gehen wir für die FinLab AG von einer guten operativen Entwicklung aus. Dabei sollte sich wiederum die einzigartige Positionierung des Unternehmens im Wettbewerbsumfeld bemerkbar machen. Hinsichtlich der gesicherten Cashflows sollte sich dabei im Portfolio der traditionellen Beteiligungsunternehmen die gute Entwicklung der Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA in 2016 niederschlagen und zu erhöhten Zuflüssen sorgen, welche wiederum für die Entwicklung des Fintech-Beteiligungsportfolio genutzt werden können. So konnte die FinLab AG bereits im April 2016 mit der AUTHADA GmbH eine neue Beteiligung verkünden.

Folgende u.E. gesicherten Cashflows sind dabei für 2016 zu erwarten:

- | | |
|---|--------------|
| • Ausschüttung der Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA
(0,20 € je Aktie): | 0,90 Mio. € |
| • Ausschüttung der Patriarch Multi-Manager GmbH | ~0,30 Mio. € |
| • 2,5 % Managementvergütung auf das IFRS Eigenkapital 2015
der Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA* | 2,55 Mio. € |
| • 20 % Performance-Fee auf HGB EBT der
Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA* | 0,23 Mio. € |

Gesamt: ~4,00 Mio. €

* Ausschüttungen erfolgen an die Heliad Management GmbH

Wir rechnen für das GJ 2016 mit festen Cashflows in Höhe von rund 4 Mio. €. Entsprechend sollte sich der Cashbestand bereits im Q1 2016 deutlich erhöht und damit der Spielraum für weitere Investitionen in attraktive Fintech-Geschäftsmodelle erweitert haben. Auch hinsichtlich der Ergebniserwartung für das GJ 2016 bilden die Zahlungsströme eine stabile Grundlage, um die Vorjahreswerte bei Erträgen und Ergebnissen nochmals zu übertreffen. Gleichzeitig erwarten wir, dass die operativen Kosten in 2016 keine wesentlichen Anstiege erfahren werden. Insofern sehen wir gute Chancen, dass in 2016 nochmals verbesserte operative Kennzahlen erwirtschaftet werden können.

Hinzu kommt, dass das Ergebnis der FinLab AG allein durch die jüngst durchgeführten Finanzierungsrunden bei Deposit Solutions und nextmarkets positiv beeinflusst sein wird. Durch den daraus resultierenden erhöhten Wertansatz wird ein entsprechender Bewertungsgewinn in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesen werden können. Insofern gehen wir davon aus, dass die Ergebniskennzahlen in 2016 nochmals deutlich verbessert ausfallen werden.

Diese Wertsteigerungen reflektieren dabei vor allem die gute Entwicklung der Beteiligungen und zeigen einen „Proof-of-Concept“ für die Geschäftsmodelle auf. Dies zieht das entsprechende Investoreninteresse nach sich. Deposit Solutions konnte inzwischen mehrere namhafte Kunden gewinnen und nextmarkets hat den Launch ihrer Tradingplattform Anfang des Jahres erfolgreich vollzogen.

Bewertung

Wir haben die FinLab AG mittels der Berechnung des Net Asset Value (NAV) als Branchentypische Kennzahl für Beteiligungsunternehmen bewertet.

Zum 31.12.2015 wies die FinLab AG gemäß IFRS-Bilanz ein Eigenkapital in Höhe von 55,03 Mio. € aus. Demgegenüber standen Finanzanlagen, Wertpapiere und Cash im Wert von 54,17 Mio. €. Dabei hatte die Beteiligung an der Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA (Heliad), an welcher die FinLab AG mit 47,04 % beteiligt ist, mit 27,73 Mio. € den größten Anteil. Heliad selber notierte zuletzt zum 31.03.2016 mit 6,12 € trotz eines guten Kursverlaufs noch deutlich unter NAV. Mit einem NAV je Aktie in Höhe von 9,58 € betrug der Abschlag des Börsenkurses zum NAV rund 36 %.

Da der Börsenkurs der Heliad eine maßgebliche Orientierungsgröße für den Bilanzansatz bei FinLab ist, sind durch den noch vorhandenen NAV-Abschlag in der Beteiligung der FinLab AG nach unseren Berechnungen zum 03.08.2016 maßgebliche stille Reserven in Höhe von ca. 14,63 Mio. € enthalten.

Bei der Projektion des NAV, ausgehend von den Bilanzdaten zum 31.12.2015, haben wir die zu erwarteten, planbaren Erlösströme aus dem traditionellen Asset Management-Geschäft, namentlich die vereinbarten Management-Fees sowie Dividendenerträge, in Höhe von 4,0 Mio. € in den liquiden Mitteln berücksichtigt. Zudem haben wir die erwarteten Holdingkosten in Höhe von 2,5 Mio. € in die Kalkulation einfließen lassen.

Herleitung des fairen Wertes je Aktie der FinLab AG:

	31.12.2014	31.12.2015	03.08.2016*
NAV Heliad zum Stichtag (in Mio. €)	80,87	103,36	91,10
Anteil FinLab AG an Heliad	47,04 %	47,04 %	47,04 %
Fairer Wert der Heliad-Beteiligung (in Mio. €)	38,04	48,62	42,85
Stichtagskurs Heliad	4,20 €	6,20 €	6,31 €
Börsenwert der gehaltenen Aktien an Heliad (in Mio. €)	18,80	27,73	28,22
Stille Reserven in der Heliad-Beteiligung	19,24	20,89	14,63
Finanzanlagen/Wertpapiere/liquide Mittel (in Mio. €)	41,64	54,17	67,66
davon Heliad (in Mio. €)	18,80	27,73	28,22
davon andere Beteiligungen (in Mio. €)	13,14	19,63	31,13
davon Cash/Wertpapiere/Ausleihungen (in Mio. €)	9,70	6,80	8,30
Eigenkapital FinLab AG (in Mio. €)	39,49	55,03	68,52
Aktienanzahl FinLab AG (in Mio.)	4,54	4,54	4,54
NAV FinLab AG	8,70 €	12,12 €	15,10 €
Stille Reserven pro Aktie (14,63 Mio. € / 4,54 Mio. Aktien)			3,22 €
Fairer Wert je Aktie der FinLab AG inkl. stille Reserven (gerundet)			18,32 €

* Schätzungen der GBC AG

Aus der obenstehenden Tabelle wird ersichtlich, dass der Wertansatz der Beteiligungen zum 31.12.2015 ohne Heliad 19,63 Mio. € betrug. Die jüngsten Finanzierungsrunden bei den Beteiligungen an nextmarkets und Deposit Solutions sind jedoch zu deutlich höheren Wertansätzen erfolgt. Insofern sind die aktuellen Wertansätze auch bei FinLab höher. Somit dürfte beispielsweise der Bewertungsansatz für die Anteile an Deposit Solutions angesichts der jüngsten Finanzierungsrunde rund 11 Mio. € und für nextmarkets nach unseren Berechnungen rund 6 Mio. € betragen. Dies allein sollte einem Bewertungsergebnis von rund 11,5 Mio. € entsprechen.

Unter Hinzurechnung von Kapilendo, Patriarch und AUTHADA dürfte ein nochmals höherer Wertansatz gerechtfertigt sein. Dies sehen wir als stille Reserve, welche wir auf Grund der frühen Phase der Fintech-Unternehmen jedoch derzeit noch nicht in unserer Bewertung berücksichtigen, betonen aber das hohe zusätzliche Potenzial, das sich dar-

aus in Zukunft ergeben kann und derzeit noch nicht im Aktienkurs der FinLab AG berücksichtigt ist.

Auf Basis dessen haben wir einen Eigenkapitalwert in Höhe von 68,52 Mio. € zum 03.08.2016 errechnet, woraus sich ein NAV je Aktie von 15,10 € ergibt. In dieser Kalkulation sind die stillen Reserven der Heliad-Beteiligung noch nicht berücksichtigt. Vielmehr betragen diese gemäß unseren Berechnungen derzeit 3,22 € je FinLab-Aktie. Zuzüglich der stillen Reserven ergibt sich ein fairer Wert je FinLab-Aktie in Höhe von 18,32 €. Angesichts des derzeitigen Aktienkurses von 13,95 € errechnet sich damit ein Kurssteigerungspotenzial von über 30 %.

Insofern verstehen wir den ermittelten fairen Wert von 18,32 € je Aktie auch als Wertuntergrenze, welcher sich in den kommenden Jahren bei einer erfolgreichen Entwicklung des Fintech-Portfolios weiter nach oben bewegen sollte.

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