



Researchstudie (Anno)



Erfolge der Neuausrichtung in 2016 klar sichtbar

-

Weitere Effizienzsteigerungen und Skaleneffekte in 2017

Kursziel: 28,00 € (bislang: 27,00 €)

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 18**

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

Rating: KAUFEN
Kursziel: 28,00 €

Aktueller Kurs: 18,38
23.05.2017, 17:36 / ETR
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005249601
WKN: 524960
Börsenkürzel: FLA

Aktienanzahl³: 16,811
Marketcap³: 308,98
³in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 36,8 %

Transparenzlevel:
Entry Standard

Marktsegment:
Open Market

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

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

Analysten:

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 19

Unternehmensprofil

Branche: Software, Technologie
Fokus: Fintech, Bankdienstleistungen
Mitarbeiter: 448 (Stand: 31.12.2016)
Gründung: 1999
Firmensitz: Frankfurt / Main
Vorstand: Frank Niehage (CEO),
Muhamad Said Chahrour (CFO)



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

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017e	31.12.2018e
Umsatzerlöse	75,02	95,02	108,00	115,00
EBITDA	19,74	30,62	35,00	40,00
EBIT	17,24	25,47	29,00	33,50
Konzernergebnis aus fortgeführten Bereichen (nach Minderheitenanteilen)	13,19	16,39	18,55	21,70

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,83	0,97	1,10	1,29
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

Eigenkapital	85,86	90,63	108,93	130,63
Eigenkapitalrendite	15,4%	18,1%	17,0%	16,6%
KUV	4,12	3,25	2,86	2,69
KGV	23,43	18,86	16,66	14,24
KBV	3,60	3,41	2,84	2,37

Finanztermine

05.07.2017: Hauptversammlung
September 2017: Halbjahresbericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
01.03.2017: RS / 27,00 / KAUFEN
14.12.2016: RS / 27,00 / KAUFEN
20.10.2016: RS / 29,00 / KAUFEN
05.10.2016: RS / 29,00 / KAUFEN
12.07.2016: RS / 28,50 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Die FinTech Group AG kann auf eine sehr erfolgreiche Geschäftsentwicklung im GJ 2016 zurückblicken, wobei sich die eingeleiteten Maßnahmen der vergangenen zwei Jahre zunehmend materialisierten und in steigenden Umsatzerlösen und Ergebnissen niederschlugen. So legten die Umsatzerlöse um 26,7% auf 95,02 Mio. € gegenüber 2015 signifikant zu. Ein wesentlicher Treiber war dabei eine deutlich steigende Kundenanzahl. Diese legte in 2016 um 20,1% auf 212.040 zu. Ein Großteil des Zuwachses erfolgte dabei bei flatex. Der Broker konnte auch in 2016 seine Expansion erfolgreich fortsetzen, wobei sowohl eine Ausweitung des Produktportfolios, als auch die regionale Erweiterung, dazu beitrugen.
- Auch ergebnisseitig ist es der FinTech Group AG in 2016 gelungen, eine signifikante Erhöhung des EBITDA zu erreichen. So lag das EBITDA in 2016 mit 30,62 Mio. € um 55,1% über dem Vorjahresniveau. Vor allem das Segment Transaction Processing & White-Label-Banking (TP&WLB) trug maßgeblich zur guten Ergebnisentwicklung bei. Nachdem hier im Vorjahr ein Wert von 8,39 Mio. € erwirtschaftet wurde, lag dieses im Jahr 2016 bei 28,33 Mio. €. Hintergrund dieser sehr positiven Entwicklung ist neben der deutlichen Umsatzausweitung vor allem auch der Effekt, dass das Vorjahr noch durch deutliche Restrukturierungsaufwendungen belastet war. Bereinigt um die Einmaleffekte des Vorjahres betrug der Zuwachs beim EBITDA 13,8%.
- Für das GJ 2017 erwarten wir eine weitere Ausweitung der Umsatzerlöse auf 108 Mio. €. Damit erwarten wir ein leichtes Übertreffen der vom Unternehmen ausgegebenen Guidance. Treiber des Erlöswachstums sollten dabei vor allem weiter steigende Kunden- und Transaktionszahlen sein, welche wiederum durch eine Ausweitung des Produktangebots adressiert werden sollen. Aber auch im B2B-Geschäft ist mit weiteren Steigerungen zu rechnen, nachdem bereits zum Jahresende 2016 zwei neue Kunden im Banking-Outsourcing-Bereich gewonnen werden konnten und weitere Kooperationen bevorstehen. Beim Zinsergebnis erwarten wir ebenso sehr positive Effekte, die aus der verstärkt aktiven Nutzung von Kundeneinlagen resultieren sollten.
- Auf der Kostenseite wird sich in 2017, vor allem aber in 2018, die Verschlan-
kung der Konzernstruktur von 5 auf 2 der wesentlichen Tochterunternehmen bemerkbar machen. Hierdurch sollen Sachkosten in siebenstelliger Höhe eingespart werden. Nicht zuletzt daher erwarten wir beim EBITDA unverändert einen Wert von 35,00 Mio. € und liegen damit ebenfalls leicht über der vom Vorstand ausgegebenen Guidance, welche eine Spanne von 32-34 Mio. € vorsieht.
- **Insgesamt waren die Zahlen für das GJ 2016 sehr zufriedenstellend und auch der Ausblick auf 2017 ist positiv. So sollten zahlreiche Maßnahmen und Entwicklungen zu weiteren Verbesserungen führen. Insofern bestätigen wir unsere positive Einschätzung zur Aktie der FinTech Group AG und haben im Rahmen unseres Residual-Einkommens-Modells einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 28,00 € ermittelt. Gegenüber unserem bisherigen Kursziel von 27,00 € haben wir damit eine Anhebung vorgenommen. Das Rating lautet angesichts des hohen Kurspotenzials von über 50% unverändert KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

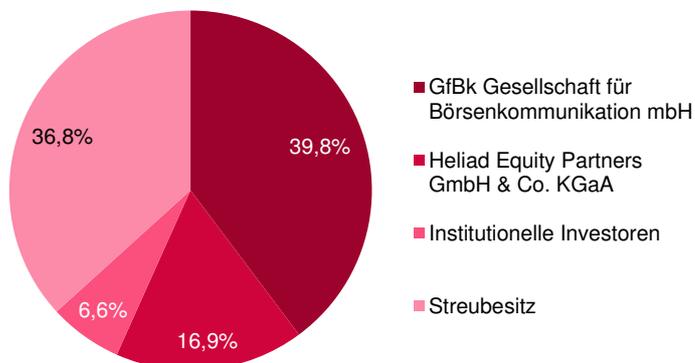
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konzernstruktur (Stand: 31.03.2017)	4
Konzernstruktur (geplant)	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	6
Kennzahlen im Überblick	6
Historische Geschäftsentwicklung	7
Entwicklung der Umsatzerlöse	7
Ergebnisentwicklung	9
Zwischenfazit.....	10
Bilanzielle und finanzielle Situation	11
SWOT-Analyse	12
Prognosen	13
Umsatzprognosen	13
Ergebnisprognosen	14
Bewertung	16
Modellauswahl	16
Bestimmung der Kapitalkosten	16
Bewertungsmodell und Bewertungsergebnis	17
Anhang	18

UNTERNEHMEN

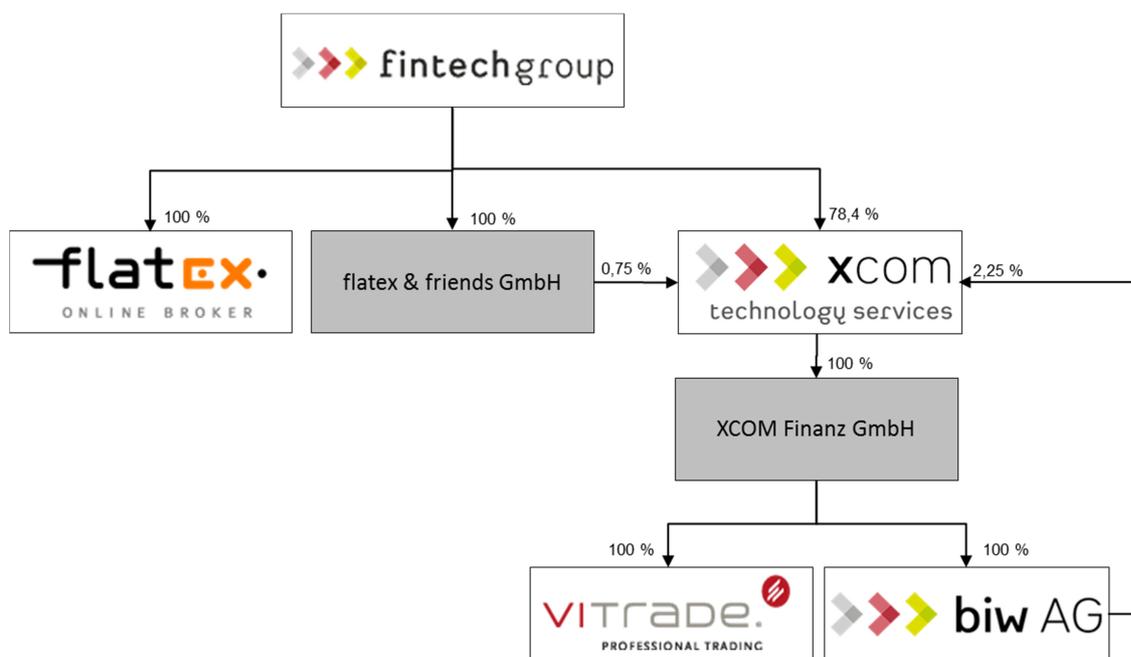
Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	31.03.2017
GfBk Gesellschaft für Börsenkommunikation mbH	39,8%
Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA	16,9%
Institutionelle Investoren	6,6%
Streubesitz	36,8%
Gesamt	100,0%

Quelle: FinTech Group, GBC

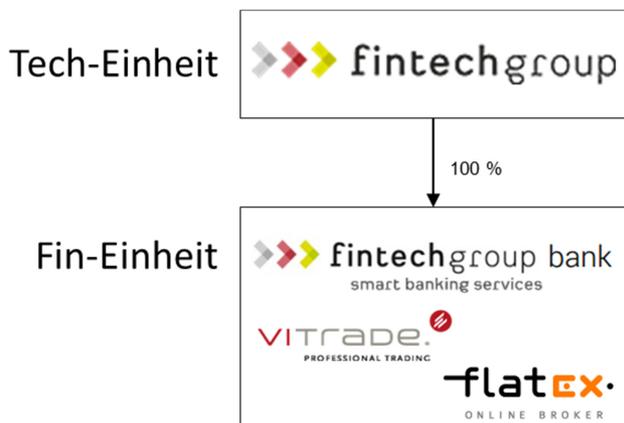


Konzernstruktur (Stand: 31.03.2017)



Quelle: FinTech Group, GBC; *wirtschaftlich sind der FinTech Group AG bereits heute 96,6 % der Anteile an der XCOM AG zuzurechnen

Konzernstruktur (geplant)



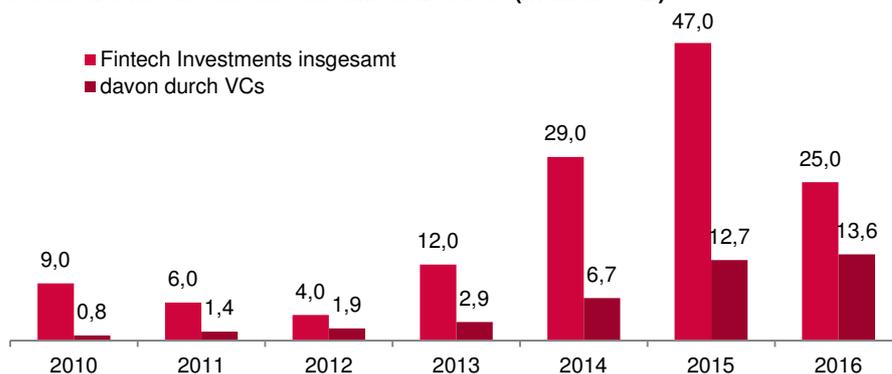
Quelle: FinTech Group, GBC

MARKT UND MARKTUMFELD

Angesichts der anhaltend politischen Unsicherheiten im vergangenen Jahr war beim globalen Investitionsvolumen in Fintech-Unternehmen in 2016 ein deutlicher Rücksetzer zu beobachten. Dieses lag mit 25 Mrd. USD signifikant unterhalb des Vorjahresniveaus. Jedoch ist auch zu betonen, dass das Jahr 2015 ausgesprochen stark ausgefallen war und vor allem im Private Equity-Bereich große Bewegungen zu verzeichnen waren. Im Venture Capital-Bereich, wo sich die Innovationsdynamik besser ablesen lässt, war auch in 2016 ein klarer Zuwachs des Finanzierungsvolumens auf 13,6 Mrd. USD zu erkennen. Das zeigt, dass die Entwicklung des Fintech-Bereichs noch lange nicht in eine Sättigungsphase übergegangen ist, sondern innovative und disruptive Geschäftsmodelle noch immer stark gefördert werden und der klassische Finanzdienstleistungsbereich damit immer stärker unter Druck gerät.

Wenngleich das globale Finanzierungsvolumen zurückgegangen ist, verharrte die Anzahl der Deals mit 1.076 noch immer auf hohem Niveau und nur rund 12% unter Vorjahresniveau. Auch das zeigt, dass die Dynamik in der Entwicklung neuer Geschäftsmodelle und Technologien unverändert hoch und weiterhin im Gange ist.

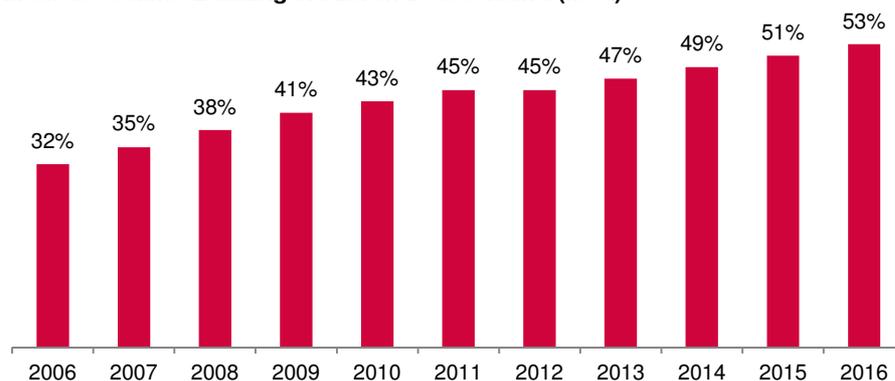
Investments in Fintech-Unternehmen weltweit (in Mrd. USD)



Quelle: KPMG, CBInsights, GBC

Auch für das Geschäftsmodell der FinTech Group AG im Speziellen hat sich die Basis in 2016 weiter gefestigt. Der weitere Anstieg der Online-Banking-Nutzung in Deutschland auf 53% der Bevölkerung unterstreicht, dass das Banking-Geschäft immer mehr digital abgebildet wird. Die FinTech Group ist hier mit ihren beiden Segmenten im Banking und Technologie-Bereich gut aufgestellt, um an diesem Wachstum des Marktes zu partizipieren und mehr noch, eine aktive und führende Rolle auf diesem Markt in Deutschland einzunehmen.

Anteil der Online-Banking-Nutzer in Deutschland (in %)



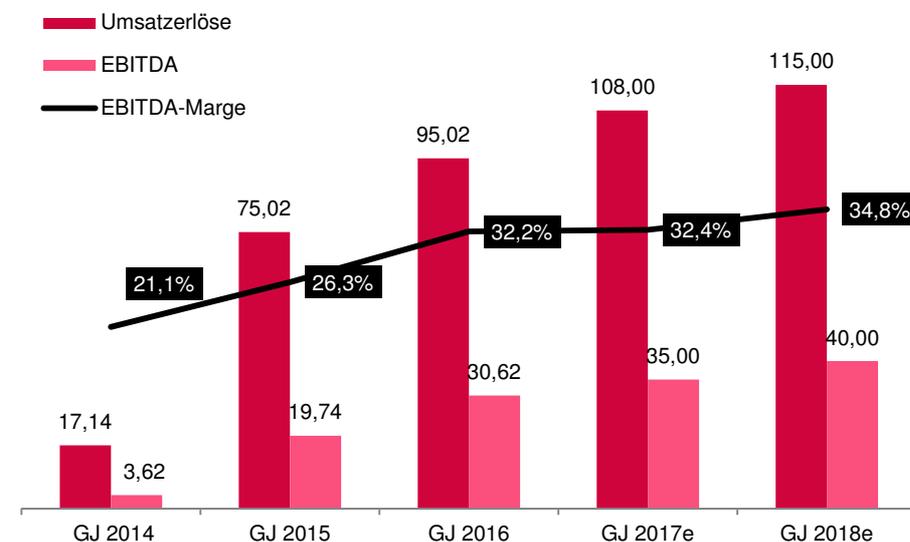
Quelle: GBC, Eurostat

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse	75,02	95,02	108,00	115,00
Materialaufwand	-13,57	-25,48	-28,72	-30,15
Personalaufwand	-23,79	-19,49	-22,68	-23,00
Andere Verwaltungsaufwendungen	-17,93	-19,43	-21,60	-21,85
Wertminderungen Finanzanlagen	0,00	0,00	0,00	0,00
EBITDA	19,74	30,62	35,00	40,00
Abschreibungen	-2,50	-5,16	-6,00	-6,50
EBIT	17,24	25,47	29,00	33,50
Finanzergebnis	-2,67	-1,23	-2,50	-2,50
EBT	14,57	24,24	26,50	31,00
Ertragssteuern	-0,97	-3,96	-7,95	-9,30
Konzernergebnis aus fortgeführten Bereichen	13,60	20,28	18,55	21,70
Ergebnis aus aufgegebenen Bereichen	-15,76	-7,97	-0,25	0,00
Minderheitenanteile	-0,41	-3,90	0,00	0,00
Den Aktionären zurechenbarer Jahresüberschuss	-1,75	8,42	18,30	21,70
EBITDA	19,74	30,62	35,00	40,00
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>26,3%</i>	<i>32,2%</i>	<i>32,4%</i>	<i>34,8%</i>
EBIT	17,24	25,47	29,00	33,50
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>23,0%</i>	<i>26,8%</i>	<i>26,9%</i>	<i>29,1%</i>
Ergebnis je Aktie in €	-0,11	0,50	1,09	1,29
Ergebnis je Aktie aus fortgeführten Bereichen (nach Minderheitenanteilen) in €	0,83	0,97	1,10	1,29
Dividende je Aktie in €	0,00	0,00	0,00	0,00
Durchschnittlich im Umlauf befindliche Aktien (in Mio. Stück)	15,863	16,811	16,811	16,811

Entwicklung der Nettoerlöse, EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



Historische Geschäftsentwicklung

Hinweis: Die FinTech Group AG firmierte bis 2014 als flatex Holding AG. Insofern beziehen sich die Zahlen vor 2014 auf die flatex Holding AG. Seit dem 1. HJ 2015 wird die XCOM AG vollkonsolidiert, woraus die deutliche Veränderung der Finanzkennzahlen resultiert. Zudem ist die Vergleichbarkeit der Zahlen 2015 mit den Vorjahren auf Grund der erstmaligen Berichterstattung nach IFRS sehr eingeschränkt.

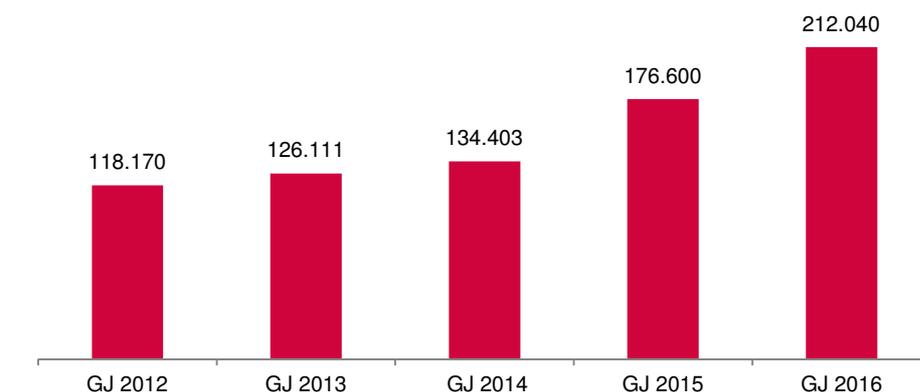
GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016
Umsatzerlöse	17,14	75,02	95,02
EBITDA (Marge)	3,62 (21,1%)	19,74 (26,3%)	30,62 (32,2%)
EBIT (Marge)	3,22 (18,8%)	17,24 (22,9%)	25,47 (26,8%)
Konzernergebnis (fortgeführtes Geschäft)*	5,59	13,19	16,39
EPS in € (fortgeführtes Geschäft)*	0,42	0,83	0,97

Quelle: FinTech Group, GBC; *nach Minderheitenanteilen

Entwicklung der Umsatzerlöse

Die FinTech Group AG konnte ein sehr erfolgreiches GJ 2016 aufweisen, einhergehend mit einer Umsatzsteigerung um 26,7% auf 95,02 Mio. €. Ein wesentlicher Wachstumstreiber war dabei, dass die Kundenanzahl signifikant um 20,1% auf 212.040 gesteigert werden konnte. Bei flatex waren davon zum Jahresende 175.434 Kunden registriert und damit 17,1% mehr als im Vorjahr. Dabei machte sich zum einen die Ausweitung des Angebots in Verbindung mit verstärkten Marketingaktivitäten bemerkbar, zum anderen trug auch die Expansion nach Österreich Früchte, wo sich flatex umgehend als einer der führenden Broker positionieren konnte. Produktseitig fand das mit Morgan Stanley aufgelegte Angebot an strukturierten Produkten sowie der „flatex flex Kredit“ guten Anklang. Beide Produktneuheiten trugen bereits in 2016 maßgeblich zur guten Entwicklung bei. Gleichzeitig konnte auch die Anzahl an Transaktionen von 10,14 Mio. auf 10,46 Mio. erhöht werden.

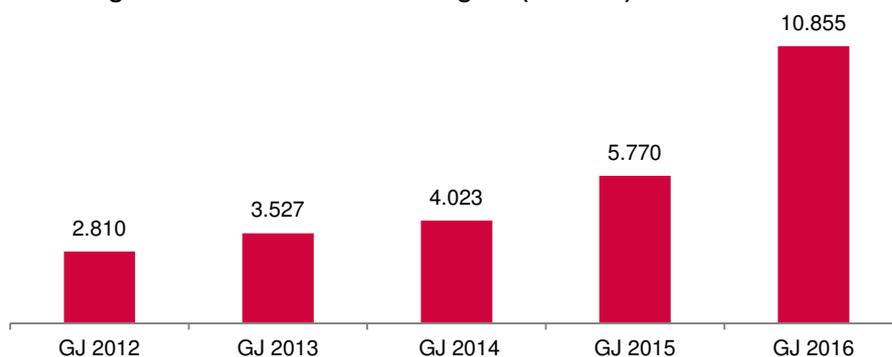
Entwicklung der Anzahl der Kunden



Quelle: FinTech Group, GBC

Im Zuge der erhöhten Kundenzahl stieg auch das betreute Kundenvermögen von flatex überproportional von 5,14 Mrd. € um 26,5% auf 6,50 Mrd. €. Gruppenweit fiel der Anstieg des betreuten Kundenvolumens noch signifikanter aus. So wurde dieser Wert mit 10,86 Mrd. € sogar fast verdoppelt. Hierbei haben sich neben der guten Entwicklung bei flatex insbesondere Neuprojekte im B2B-Bereich positiv niedergeschlagen. Zu nennen ist hier in erster Linie der Neukunde Equatex, ein Unternehmen, das für über 300.000 Kunden in Deutschland Mitarbeiterbeteiligungsprogramme führt, darunter für eine Vielzahl von DAX-Konzernen.

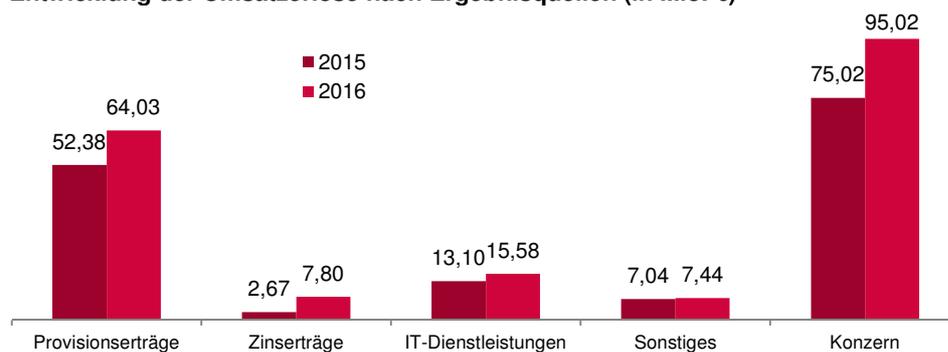
Entwicklung des betreuten Kundenvermögens (in Mio. €)*



Quelle: FinTech Group, GBC; *Zahlen vor 2015 beziehen sich auf Angaben der biw Bank AG

Als Resultat haben sich vor allem die Provisionserträge mit einem Anstieg um 22,2% sehr dynamisch entwickelt und machen einen Großteil der Zuwächse ggü. 2015 aus. Anstiege wurden aber in allen Produktbereichen erzielt. So konnte auch die XCOM AG, welche den Produktbereich IT-Dienstleistungen repräsentiert, dynamisch um 18,9% auf 15,58 Mio. € Umsatz wachsen. Dabei spiegelt sich die technologische Innovationskraft des Unternehmens wider, welche nicht nur innerhalb des Konzerns für eine fortlaufende Weiterentwicklung sorgen, sondern auch in der Neukundengewinnung eine hohe Bedeutung hat. Vor allem im Segment Transaction Processing & White-Label-Banking-Services wird dies voraussichtlich auch in 2017 nochmals deutlicher, denn hier konnten zum Jahresende 2016 mit BAWAG und Kommunalkredit zwei große Kunden gewonnen werden, die den Geschäftsverlauf in 2017 sicherlich positiv beeinflussen werden (siehe Prognosen und Modellannahmen). Ebenfalls deutlich zulegen konnten die Zinserträge. Wenngleich hier ein positiver Einmaleffekt in Höhe von rund 2 Mio. € aus der Abwicklung der HETA-Anleihe enthalten war, wird deutlich, dass sich das in 2016 aufgebaute Treasury bereits in den Erträgen niederschlägt. Die Effekte sollten in 2017 noch deutlicher zum Tragen kommen.

Entwicklung der Umsatzerlöse nach Ergebnisquellen (in Mio. €)



Quelle: FinTech Group, GBC

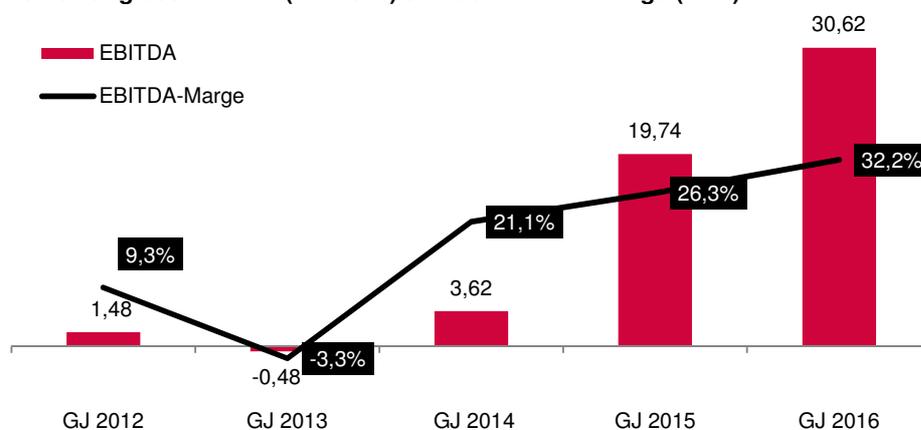
Auch auf Segmentebene betrachtet, konnten beide Segmente, Transaction Processing & White-Label-Banking-Services (TP&WLB) sowie Securities Trading & Financial Services (ST&FS), zur guten Umsatzentwicklung beitragen. Vor allem im Segment TP&WLB fiel der Anstieg vor den oben erläuterten Hintergründen mit 56,5% sehr dynamisch aus. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die XCOM AG in 2015 nur über neun Monate vollkonsolidiert war.

Im Segment ST&FS war zwar ein von 28,48 Mio. € auf 19,38 Mio. € rückläufiger Umsatz zu verzeichnen. Jedoch ist dabei zu beachten, dass im Vorjahr ein einmaliger Sonderertrag in Höhe von rund 8 Mio. € aus der Auslizenzierung des CFD-Market Makings angefallen war. Bereinigt um diesen Ertrag war eine stabile Umsatzsituation zu verzeichnen.

Ergebnisentwicklung

Im Zuge der Restrukturierung der FinTech Group AG über die vergangenen zwei Jahre wurden wesentliche Verbesserungen auch hinsichtlich der Ertragssituation erreicht. Dabei wurden nicht nur die Konzernstruktur verschlankt und unrentable Geschäftsbereiche geschlossen bzw. verkauft, auch wurden große Anstrengungen in die Vereinheitlichung der Systeme gesteckt und Abläufe effizienter gestaltet. Im Zusammenspiel mit der deutlichen Umsatzausweitung hat sich die Summe der Maßnahmen deutlich positiv in der Ertragsentwicklung niedergeschlagen. Wurde in 2014 noch ein nur leicht positives EBITDA von 3,62 Mio. € erwirtschaftet, lag dieses in 2016 nunmehr bei 30,62 Mio. €. Die EBITDA-Marge markierte mit 32,2% ebenfalls einen neuen Hochpunkt und unterstreicht die gute Rentabilitätssituation des Unternehmens im Nachgang der Reorganisation.

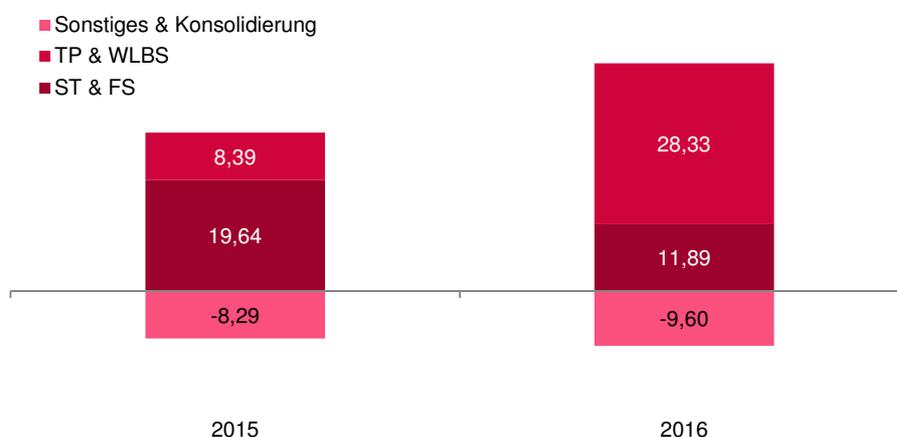
Entwicklung des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: FinTech Group, GBC

Der deutlichste Ergebnissprung konnte dabei im Segment TP&WLBS von 8,39 Mio. € auf 28,33 Mio. € erreicht werden. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die XCOM AG in 2015 nur 9 Monate konsolidiert war und im Jahr 2015 noch erhebliche Restrukturierungskosten angefallen waren. Konzernweit betrachtet, lagen die Einmalaufwendungen im GJ 2015 innerhalb des fortgeführten Geschäfts bei 15,34 Mio. €. Diese beinhalteten z.B. Abfindungen für Personalrestrukturierungen, allg. Restrukturierungskosten, Rechts- und Beratungskosten oder auch einmalige Aufwendungen aus Pensionen im Rahmen der IFRS-Umstellung.

Entwicklung des EBITDA 2016 nach Segmenten (in Mio. €)

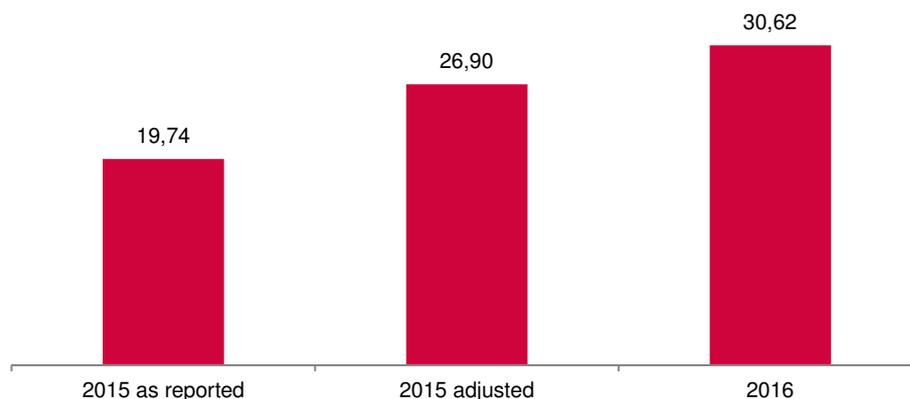


Quelle: FinTech Group, GBC

Demgegenüber sind jedoch auch Einmalträge in Höhe von 8,18 Mio. € zu verzeichnen gewesen, welche das Segment ST&FS betrafen. Diese standen insbesondere im Zusammenhang mit der Auslizenzierung des CFD Market Makings. Dieser Einmalbetrag erklärt den Rückgang des Segmentergebnisses in 2016. Bereinigt um diesen Betrag war dementsprechend ein leichter Ergebnisanstieg zu verzeichnen.

Eine Gesamtbetrachtung der Bereinigung der Sondereffekte macht die organische Ergebnissteigerung deutlich. Unter Berücksichtigung aller Effekte lag das bereinigte EBITDA im GJ 2015 bei 26,90 Mio. €. Im GJ 2016 wurde mit einem EBITDA von 30,62 Mio. € entsprechend ein um 13,8% höherer Wert erreicht.

Entwicklung des ausgewiesenen und des bereinigten EBITDA (in Mio. €)



Quelle: FinTech Group, GBC

Auf der Nettoebene machen sich die Erfolge der Restrukturierung noch deutlicher bemerkbar. So konnte das Ergebnis aus fortgeführten Geschäftsbereichen und nach Minderheitenanteilen von 5,59 Mio. € im GJ 2014 auf nunmehr 16,39 Mio. € im GJ 2016 verbessert werden. Die signifikante Hebung der Rentabilität wird hierbei sehr deutlich.

Belastend wirkten in 2016 auf das Jahresergebnis noch die aufgegebenen Geschäftsbereiche. Hierbei hat sich in 2016 vor allem noch die Aktionärsbank ausgewirkt, wenngleich in deutlich reduziertem Ausmaß im Vergleich zum Vorjahr. Mit -7,97 Mio. € schlugen die aufgegebenen Bereiche noch zu Buche, nach 15,76 Mio. € im Vorjahr. In 2017 ist hingegen mit keiner weiteren Belastung im wesentlichen Ausmaß zu rechnen, vor allem da die Aktionärsbank Mitte 2016 veräußert wurde. Entsprechend sollte auch das ausgewiesene Jahresergebnis einen deutlichen Sprung erfahren und den auf EBITDA-Ebene bereits sichtbaren Rentabilitätssprung auch auf der Nettoebene widerspiegeln.

Zwischenfazit

Insgesamt betrachtet, war die Entwicklung der FinTech Group AG im GJ 2016 sehr zufriedenstellend. Auf allen operativen Ebenen konnten deutliche Fortschritte erzielt werden. Mehr noch, sehen wir die Tatsache als sehr vielversprechend an, dass erfolgreiche Grundlagen für die zukünftige Geschäftsentwicklung gelegt wurden. Der Verschlankeungsprozess – der in 2017 noch fortgesetzt wird – sowie die Entwicklung neuer Produkte und die Gewinnung neuer Kunden haben gleichzeitig die Umsatzbasis gefestigt und die Kostenquoten reduziert. Das Resultat ist eine merkliche Rentabilitätsverbesserung, auf der die Unternehmensentwicklung in den kommenden Jahren aufgebaut werden kann.

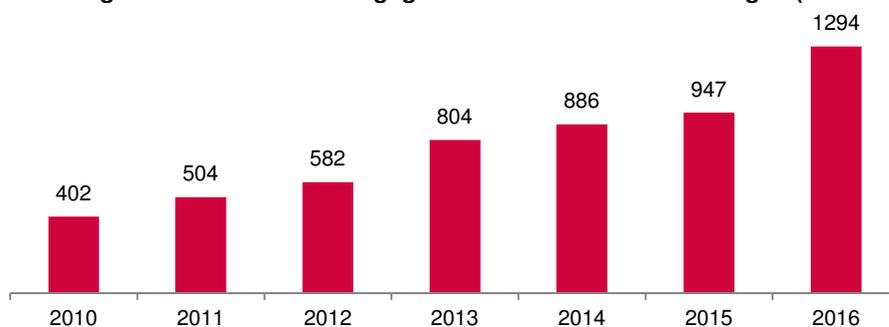
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2014*	31.12.2015	31.12.2016
Eigenkapital	44,75	85,86	90,63
EK-Quote (in %)	47,7%	7,1%	5,9%
Verbindlichkeiten gegenüber Kunden	28,18	947,28	1.428,56
Bilanzsumme	93,89	1.208,24	1.533,99
Betreutes Kundenvermögen	4.023	5.770	10.855

Quelle: FinTech Group, GBC; *die Zahlen 2014 beziehen sich auf die flatex Holding AG

Im Zuge der erfolgreichen Geschäftsausweitung hat sich im GJ 2016 auch die Bilanzsumme der FinTech Group AG um rund 27% auf 1,43 Mrd. € ausgeweitet. Der wesentliche Zuwachs resultiert dabei aus dem Anstieg des Einlagevolumens der Kunden. Per Ende 2016 lagen die Kundeneinlagen bei 1,29 Mrd. € und damit um fast 350 Mio. € höher als im Vorjahr.

Entwicklung der Verbindlichkeiten gegenüber Kunden/Kundeneinlagen (in Mio. €)*



Quelle: FinTech Group, GBC; *bei den Werten vor 2015 handelt es sich um die ausgewiesenen Werte der biw Bank AG.

Ein großer Teil der Kundeneinlagen von 415 Mio. € war zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres noch bei der Europäischen Zentralbank hinterlegt. Auf Grund des negativen Zinsniveaus fielen hieraus Zinsaufwendungen in Höhe von schätzungsweise 1,5-2,0 Mio. € an. Um die aktive Nutzung dieser Kundeneinlagen voranzutreiben und profitabel zu nutzen, wurden in 2016 verschiedene Maßnahmen initiiert. Zum einem wurde damit begonnen, Teile der EZB-Hinterlegungen in ein diversifiziertes Portfolio an kurzlaufenden Wertpapieren mit sehr guter Bonität zu investieren. Wenngleich die Verzinsung daraus derzeit sehr niedrig ist, dürfte dieser Vorgang dennoch wertschöpfend sein, da zumindest die Negativzinsen zu Teilen umgangen werden können. Die Barreserve bei der Notenbank ist damit per 31.12.2016 auf rund 178 Mio. € rückläufig gewesen. Der Zinseffekt sollte vor allem in 2017 spürbar werden. Vor allem aber wird sich das Treasury-Geschäft dann sehr positiv niederschlagen, wenn das Zinsniveau auf absehbare Zeit wieder zulegt. Schon allein bei einer Nutzung der Kundengelder in aktueller Größenordnung zu einer Verzinsung von 2% würde sich ein Zinsertrag von jährlich rund 20 Mio. € ergeben.

Des Weiteren soll auch das Kreditbuch weiter ausgebaut werden. Einen ersten erfolgreichen Schritt ist das Unternehmen mit dem „flatex flex-Kredit“ gegangen, welcher zum Jahresende bereits mit über 80 Mio. € abgerufen wurde. Bis Ende des Jahres 2017 ist es das Ziel, 120 Mio. € über diesen Weg an Kunden auszugeben. Zudem sollen weitere Kreditprodukte kreiert werden, mit dem Ziel, per Ende 2017 ein Kreditportfolio in Höhe von 250 Mio. € zu erreichen. Bereits Ende 2016 bestanden ausgereichte Kredite an Kunden in Höhe von insgesamt 131 Mio. €, 144% mehr als zum Vorjahresstichtag. Die ergriffenen Maßnahmen zur Verbesserung der profitablen Nutzbarkeit der Kundeneinlagen zeigen sich bereits in der Bilanz der FinTech Group AG und sollten vor allem in den kommenden Quartalen zunehmend auch zur Steigerung des Zinsergebnisses beitragen. Nachdem dieser Bereich bisher eine untergeordnete Rolle gespielt hat, werden die Zinserträge damit zunehmend zum Erfolgsfaktor.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Sehr starke Kundenbasis im B2C-Geschäft über flatex mit stark steigender Tendenz • Hohe B2B-Kompetenz über biw Bank mit hohem Potenzial für Skaleneffekte • Hohe Tech-Kompetenz in der XCOM • Breiter Handlungsspielraum durch Vollbanklizenz • Durch den Wegfall von Verlustbeiträgen aufgegebener Geschäftsbereiche wird das Nettoergebnis zukünftig deutlich gestärkt • Squeeze-out bei XCOM steigert das Nettoergebnis durch den Wegfall von Minderheitenanteilen 	<ul style="list-style-type: none"> • Kundeneinlagen werden in hohen Volumina derzeit noch nicht aktiv genutzt. Durch den Aufbau eines Kreditbuchs und einem aktiven Treasury wird dies jedoch bereits adressiert. • Derzeit noch komplexe Konzernstruktur befindet sich noch im Prozess der Optimierung und sollte zukünftig für deutliche Kostenentlastungen sorgen • Zinsergebnis leistet derzeit auf Grund des derzeitigen Niedrigzinsumfeldes keinen nennenswerten Beitrag, aber Aufbau eines diversifizierten Kreditbuchs (Treasury) erfolgt
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Die aktive Nutzung der Kundeneinlagen von derzeit über 1 Mrd. € birgt ein hohes zusätzliches Ertragspotenzial für die Zukunft • Die regionale Ausweitung des B2C-Geschäfts bei flatex könnte für eine Beschleunigung des Wachstums bei der Kundenzahl und den Kundeneinlagen sorgen • Weitere Kooperationen mit starken Partnern könnten das Wachstumstempo der FinTech Group AG maßgeblich beschleunigen • Die geplante Verschlinkung der Konzernstruktur soll für Kosteneinsparungen von bis zu 2 Mio. € pro Jahr sorgen 	<ul style="list-style-type: none"> • Andere Anbieter im FinTech-Bereich könnten die Anforderungen der Kunden besser treffen und damit Wettbewerbsvorteile erlangen • Ein starker Marktrückgang könnte Wertverluste bei im Eigenbestand gehaltenen Wertpapieren verursachen • Erhoffte Synergieeffekte zwischen den Konzerngesellschaften könnten sich langsamer heben lassen als geplant • Starke Marktverwerfungen könnten das Kundenwachstum temporär verlangsamen, so dass die mittelfristigen Wachstumsziele nicht erreicht werden könnten

Prognosen

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse	75,02	95,02	108,00	115,00
EBITDA (Marge)	19,74 (26,3%)	30,62 (32,2%)	35,00 (32,4%)	40,00 (34,8%)
EBIT (Marge)	17,24 (23,0%)	25,47 (26,8%)	29,00 (26,9%)	33,50 (29,1%)
Konzernjahresüberschuss nach aufgegebenen Aktivitäten und Minderheitenanteilen	-1,75	8,42	18,30	21,70
EPS in € nach aufgegebenen Aktivitäten und Minderheitenanteilen	-0,11	0,50	1,09	1,29

Quelle: GBC

Umsatzprognosen

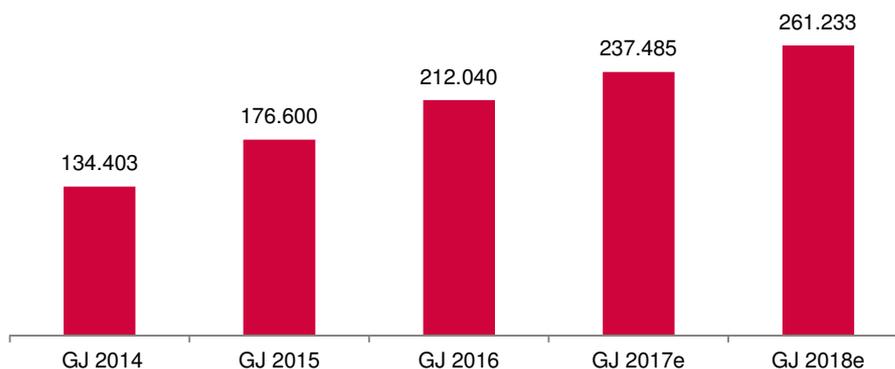
Für das GJ 2017 erwartete der Vorstand der FinTech Group AG eine Fortsetzung des Wachstumskurses und hat eine Umsatzguidance in Höhe von 100-105 Mio. € ausgegeben. Dabei sollen vor allem steigende Provisionen und Zinserträge zur positiven Entwicklung beitragen, die wiederum aus steigenden Kunden- und Tradezahlen erwachsen sollen.

Wir halten diese Annahmen für sehr realistisch, da mit dem Abschluss der Reorganisation vor allem das Umsatzwachstum immer stärker forciert wird. Dafür plant das Unternehmen die Angebotspalette im Endkundengeschäft immer weiter auszubauen und damit die Attraktivität und die Aktivität der Kunden zu steigern.

So soll zum Beispiel die Ausgabe von Privatkundenkrediten vollständig digitalisiert werden, was den Vergabeprozess beschleunigt, bei gleichzeitig höherer Kosteneffizienz. Auch das Angebot von Kreditkarten wird in 2017 in das Spektrum mit aufgenommen. Eine entsprechende Lizenz von MasterCard wurde bereits bewilligt. Auch die Ausweitung von Kooperation, wie zum Beispiel im Bereich der strukturierten Produkte mit Morgan Stanley oder im Tagesgeld-Bereich mit Zinspilot, sind wichtige Faktoren, die zu einer Steigerung der Attraktivität der Plattform sorgen und Geschäftsvolumen generieren.

Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass auch in 2017 ein deutlicher Zuwachs bei der Kundenzahl zu verzeichnen sein wird. Das Unternehmen plant dabei einen Kundenzuwachs bei flatex in Höhe von 25.000 im Jahresverlauf. Bereits der Start ins neue Jahr verlief sehr dynamisch, mit einem Kundenzuwachs von 5.000 pro Monat innerhalb des ersten Quartals. In 2016 waren pro Monat durchschnittlich lediglich 2.000 Neukunden zu verzeichnen.

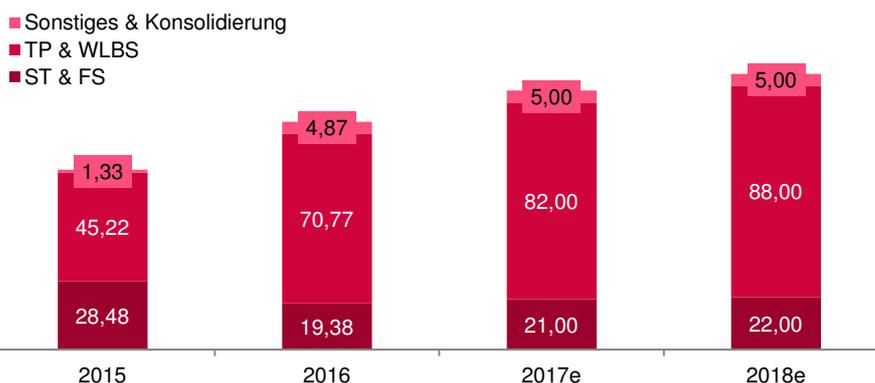
Anzahl der Kunden



Quelle: GBC

Aber auch im B2C-Segment ist derzeit von weiterem Wachstum auszugehen. Bereits Ende 2016 wurden zwei neue Kunden im BPO-Bereich (Abwicklung von Zahlungsverkehr, Kredit- und Wertpapiergeschäften) gewonnen, welche im Jahr 2017 die Geschäftsaktivitäten aufnehmen werden. Zudem steht die FinTech Group AG mit drei weiteren Mandaten in Verhandlung, mit denen in 2017 ebenfalls eine Zusammenarbeit starten könnte. Wir erwarten aus neuen Kundenprojekten insgesamt einen annualisierten Umsatz von rund 5 Mio. €.

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



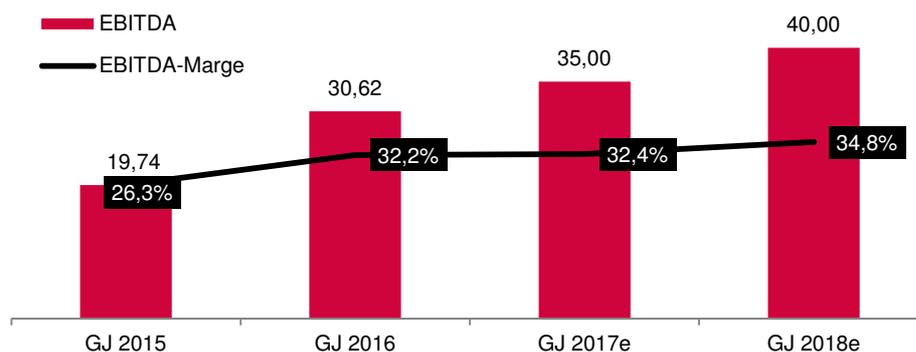
Quelle: GBC

Vor den genannten Hintergründen gehen wir davon aus, dass die FinTech Group AG Umsatzerlöse in Höhe von 108 Mio. € erreicht und erwarten damit das Übertreffen der oberen Guidance-Spanne. Vor allem im Segment TP&WLBS sollte sich ein merklicher Zuwachs auf 82,00 Mio. € abzeichnen. Hierbei sollten sich vor allem die neuen Kundenbeziehungen im B2B-Bereich sowie die erwartungsgemäß verbesserten Zinserträge aus dem in 2016 initiierten Treasury- und Kreditgeschäft bemerkbar machen. Für das GJ 2018 erwarten wir dann einen weiteren Zuwachs der Umsatzerlöse auf 115,00 Mio. €.

Ergebnisprognosen

Der Reorganisationsprozess der vergangenen zwei Jahre wird in 2017 finalisiert werden. Hierbei sollen die wesentlichen fünf Gesellschaften der Gruppe auf dann noch zwei Gesellschaften verschmolzen werden. Damit wird es etwa ab Mitte des Jahres 2017 mit der FinTech Group AG eine Tech-Einheit und mit der FinTech Group Bank AG eine Fin-Einheit geben. Die weitere Verschlinkung wird nicht nur dazu beitragen, dass Kosteneinsparungen im Sachkostenbereich im siebenstelligen Bereich erzielt werden, sondern auch zu effizienteren Abläufen verhelfen. Nicht zuletzt sind auch steuerliche Vorteile denkbar.

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



Quelle: GBC

Allein aus diesem Schritt der weiteren Verschlinkung des Konzerns ist mit weiteren Ergebnissteigerungen über die kommenden Jahre zu rechnen, wobei mit der vollen Wirkung erstmals in 2018 zu rechnen ist, da in 2017 noch die Kosten der Verschlinkung gegenüberstehen werden, die wir mit rund 1 Mio. € erwarten.

Vor allem aber ist davon auszugehen, dass die Ergebnisentwicklung vor dem Hintergrund des erwartungsgemäß zunehmenden Geschäftsvolumens aufwärtsgerichtet sein wird. Dabei ist das Geschäft der FinTech Group AG in weiten Teilen hoch skalierbar und sollte bei steigendem Geschäftsvolumen nur geringfügige Fixkostensteigerungen verursachen.

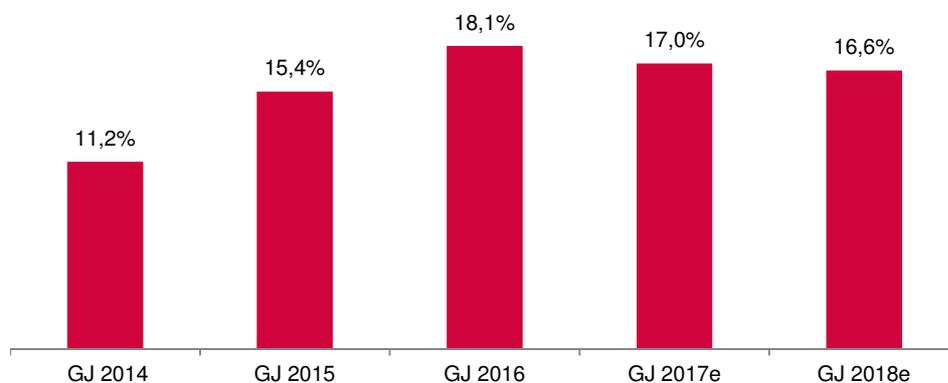
Vor diesem Hintergrund behalten wir unsere bisherige EBITDA-Prognose von 35,00 Mio. € unverändert bei, wengleich das Management der FinTech Group AG eine Guidance von 32-34 Mio. € ausgegeben hat. Wir halten damit ein leichtes Übertreffen der Guidance für möglich.

Noch deutlicher sollte der Anstieg beim Nettoergebnis ausfallen. Durch die vollständige Kontrolle der XCOM AG, die mit dem Abschluss des Squeeze-out-Verfahrens erlangt wird, sollten die Minderheitenanteile in 2017 vollständig entfallen. Zudem sollte auch das Ergebnis aus aufgegebenem Geschäft nochmals merklich geringer ausfallen. Wir gehen davon aus, dass diese in 2017 nur noch in einer Größenordnung von maximal 0,25 Mio. € anfallen werden.

Insgesamt rechnen wir daher damit, dass der Jahresüberschuss nach Minderheiten bei 18,30 Mio. € liegen wird, was einem EPS von 1,09 € entspricht. Gegenüber 2016 entspricht dies mehr als einer Verdopplung des Ergebnisses. Damit liegen wir auch auf der Nettoebene leicht über der im April 2017 angehobenen Guidance des Managements.

Entsprechend der erwarteten guten Entwicklung des Jahresüberschusses gehen wir auch von einem anhaltend hohen Niveau der Eigenkapitalrendite, als wesentlicher Werttreiber unseres Bewertungsmodells, aus. Nach einer Eigenkapitalrendite von 18,1% in 2016 rechnen wir für die Jahre 2017 und 2018 mit Werten von 17,6%, respektive 17,1%. Die Wertschöpfung sollte damit, auch in Kapitalrentabilität ausgedrückt, auf einem hohen Niveau verbleiben.

Erwartete Entwicklung der Eigenkapitalrendite (in %)



Quelle: GBC

BEWERTUNG

Modellauswahl

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

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

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

Bestimmung der Kapitalkosten

Der maßgebliche Diskontierungssatz für die Verwendung im Residual-Einkommens-Modells sind die Eigenkapitalkosten. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die Marktrisikoprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,25% (bisher: 1,00%).

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

Das unadjustierte Beta (5 Jahre) beträgt derzeit 0,55 (Quelle: comdirect).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 4,3% (bisher: 4,9%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Zur Bestimmung des Endwertes haben wir Eigenkapitalkosten von ebenfalls 4,3% verwendet.

Bewertungsmodell und Bewertungsergebnis

	2016	2017e	2018e	Endwert
Eigenkapital	90,63	108,93	130,63	
Jahresüberschuss	8,42	18,30	21,70	
Eigenkapitalrendite		17,0%	16,6%	16,6%
Eigenkapitalkosten		4,3%	4,3%	4,3%
Überschussrendite		12,8%	12,3%	12,3%
Buchwert-Faktor		4,0	3,9	3,9
Residualeinkommen		11,56	13,44	397,39
Barwert der Residualeinkommen		11,26	12,55	371,26

Angesichts der unserer Ansicht nach guten Entwicklungschancen der kommenden Jahre sollte die FinTech Group AG nachhaltige Eigenkapitalrenditen in Höhe von mindestens 16,6 % erwirtschaften können. Unter der Annahme von Eigenkapitalkosten in Höhe von 4,3 % im Endwert sollte damit eine nachhaltige Überrendite mit dem Faktor ~3,9 erreichbar sein. Bei einem im Endwert unterstellt gegen 0 % konvertierenden Wachstum entspricht dies einer Bewertung zum 3,9-fachen Buchwert. Zur Bestimmung des Endwertes haben wir daher ein Premium über den Buchwert in Höhe von 3,9 angesetzt.

EK 2016 zzgl. Barwert der Residualeinkommen 2017 – 2018 in Mio. €	114,44
Barwert der Residualeinkommen Endwert in Mio. €	371,26
Summe der Barwerte in Mio. €	485,71
Minderheitenanteile	15,06
Wert des Eigenkapitals in Mio. €	470,64
Ausstehende Aktien in Mio.	16,81
Fairer Unternehmenswert je Aktie in €	28,00
Aktienkurs aktuell in €	18,25
Aufwärtspotenzial	53,4%

Die Summe der diskontierten Residualeinkommen ergibt einen Wert in Höhe von 470,64 Mio. €. Angesichts einer ausstehenden Anzahl von Aktien von 16,811 Mio. Stück ergibt sich ein fairer Unternehmenswert je Aktie von 28,00 €. Unser bisheriges Kursziel von 27,00 € heben wir damit nach oben an. Angesichts eines derzeitigen Aktienkurses von 18,25 € ergibt sich damit trotz des deutlichen Kursanstiegs der vergangenen Wochen ein Aufwärtspotenzial je Aktie in Höhe von über 50%. Daraus lässt sich klar das Rating KAUFEN ableiten.

ANHANG

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,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, Kristina Bauer, Email: bauer@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