



Researchstudie (Anno)

wallstreet:online AG

wallstreet:online

**Sehr hohes Wachstum in Aussicht
Überproportionale Ergebnisentwicklung erwartet**

**Kursziel: 88,70 €
(bisher: 77,10 €)**

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 18

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

Wallstreet:online AG^{*5a,7,11}

Rating: Kaufen
Kursziel: 88,70 €

aktueller Kurs: 45,70 €
10.08.2018 / ETR Schlusskurs
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A2GS609
WKN: A2GS60
Börsenkürzel: WSO1
Aktienanzahl³: 1,54
Marketcap³: 69,10
EnterpriseValue³: 67,67
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 23,0%

Transparenzlevel:-

Marktsegment:
Open Market

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
LANG & SCHWARZ

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 19

Unternehmensprofil

Branche: Internet-Dienstleister

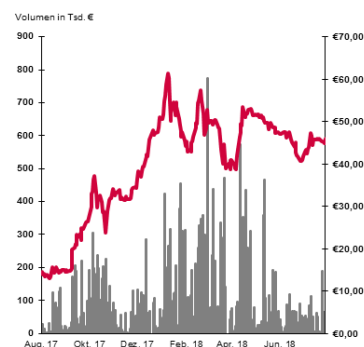
Fokus: Online-Werbung, Finanz-Community, Finanznachrichten

Mitarbeiter: 21 Stand: 31.12.2017

Gründung: 1998

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Stefan Zmojda, Michael Bulgrin, Oliver Haugk



Die wallstreet:online AG ist der Betreiber des Börsenportals wallstreet-online.de und verfügt über die aktivste Finanz-Community Deutschlands. Das Portal bietet umfangreiche Informationen zu den Themen Börse, Finanzen und Wirtschaft, sowie ein breites Angebot an Tools zur Analyse von Aktien, Derivaten, Rohstoffen und vielen weiteren Anlagemöglichkeiten. Mit rund 1 Mio. Unique Users (AGOF: w:o) gilt das Forum als die führende Finanz-Community in Deutschland und täglich werden bis zu 4.000 neue Beiträge in den über 50 themenspezifischen Diskussionsforen erstellt. Das Geschäftsmodell der wallstreet:online AG besteht in der Vermarktung des Finanzportals und akquiriert über unterschiedliche Wege Werbepartner. Neben den wichtigen Key Accounts wird der Bereich Investor Relations immer wichtiger. Hier werden insbesondere Kunden aus den USA und Kanada bedient. Mit der Akquisition von boersennews.de soll auch der Bereich Social Trading eröffnet werden. Der junge Markt Social Trading wächst äußerst dynamisch und könnte für die wallstreet:online AG weitere wichtige Wachstumsimpulse liefern. Darüber hinaus plant das Unternehmen den Wachstumsmarkt rund um Cryptocurrencies zu erschließen.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018e	31.12.2019e
Umsatz	2,83	5,19	10,10	11,11
EBITDA	0,41	2,03	5,40	5,86
EBIT	0,18	1,89	5,20	5,66
Jahresüberschuss	0,18	1,78	3,94	4,26

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,07	1,15	2,55	2,76
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	23,90	13,05	6,70	6,09
EV/EBITDA	163,49	33,35	12,53	11,55
EV/EBIT	371,90	35,84	13,01	11,96
KGV	379,54	38,91	17,54	16,21
KBV		33,64		

Finanztermine

August 2018: Halbjahresbericht 2018

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

23.04.2017: RS / 77,10 € / KAUFEN

21.12.2017: RS / 46,70 € / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Das Geschäftsjahr 2017 verlief äußerst erfolgreich für die Wallstreet:online AG. Das Unternehmen erzielte signifikante Umsatzsteigerungen und überproportionale Ergebnisverbesserungen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 erhöhte die Gesellschaft die Umsatzerlöse um 83,2% auf 5,19 Mio. € (VJ: 2,83 Mio. €). Hintergrund dieser Entwicklung sind insbesondere die Vertriebs Erfolge im Bereich IR. So buchen zunehmend IR-Agenturen aus den USA und Kanada die Werbeplätze auf dem Portal w.o. Dementsprechend erhöhte sich auch der Anteil des Umsatzes aus dem Ausland. Der Auslandsumsatz stieg um 145,3% auf 2,84 Mio. € (VJ: 1,16 Mio. €) und auch der Inlandsumsatz erhöhte sich um 40,3% auf 2,35 Mio. € (VJ: 1,68 Mio. €).
- Die hohen Umsatzsteigerungen führten zu einer überproportionalen Ergebnisverbesserung und das EBIT erhöhte sich um 937,6% auf 1,89 Mio. € (VJ: 0,18 Mio. €). Durch die starke Skalierbarkeit des Geschäftsmodells erhöhte sich die EBIT-Marge von 6,4% (2016) auf 36,4% (2017). Der Grund hierfür ist die äußerst stabile Kostenstruktur. So erhöhten sich die Kosten lediglich um 19,8% auf 3,33 Mio. € (VJ: 2,78 Mio. €) und wurden verursacht durch eine leichte Erhöhung des Personalaufwands und der sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Der operative Gewinn konnte durch die weiterhin vorhandenen Verlustvorträge nahezu vollständig an den Jahresüberschuss weitergereicht werden. Somit erhöhte sich der Jahresüberschuss um 943,1% auf 1,78 Mio. € (VJ: 0,18 Mio. €), was einer Netto-Marge von 34,2% entspricht (VJ: 6,4%).
- Wir gehen davon aus, dass die hohe Wachstumsgeschwindigkeit auch zukünftig beibehalten werden kann und erwarten im Jahr 2018 ein Umsatzwachstum von 94,7% auf 10,10 Mio. € (VJ: 5,19 Mio. €). Damit liegen am oberen Ende der Unternehmens-Guidance von 8,40 bis 10,30 Mio. € Umsatz für das Jahr 2018. Zusätzlich zum Wachstumsmarkt im Kerngeschäft, soll der Wachstumsmarkt um das Thema Kryptowährungen und deren Vermarktung über eine neu gegründete Tochtergesellschaft erschlossen werden. Hierzu wurden im Mai 2018 rund 5,92 Mio. € über eine Kapitalerhöhung eingeworben, welche der zusätzlichen Wachstumsfinanzierung dienen sollen. Mit der Kapitalerhöhung soll erstens die Reichweite der Portale gesteigert werden, von aktuell etwa 1,50 Mio. Unique Users pro Monat auf rund 4 Mio. Unique User bis 2020. Zweitens wurde mit der Tochtergesellschaft „ICO Consulting GmbH“ die Plattform www.ICODeals.com gegründet, auf der ICOs vermarktet werden sollen. Später soll die Plattform auch zur Handels- und Zeichnungsplattform ausgebaut werden. Drittens ist Ende 2018 geplant, eine eigene Kryptowährung anzubieten. Diese soll auf einem Ökosystem aus Autoren, Plattform und Vermarktern basieren. Insgesamt gehen wir davon aus, dass das Unternehmen auch zukünftig äußerst dynamisch wächst.
- Durch die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells erwarten wir, dass sich das Ergebnis auch weiterhin überproportional steigern wird. Konkret erwarten wir ein EBIT in Höhe von 5,20 Mio. € (VJ: 1,89 Mio. €) im Jahr 2018 und 5,66 Mio. € im Jahr 2019.
- **Auf Basis unsers DCF-Modells haben wir ein Kursziel in Höhe von 88,70 € und vergeben wiederholt das Rating Kaufen.**

INHALTSVERZEICHNIS

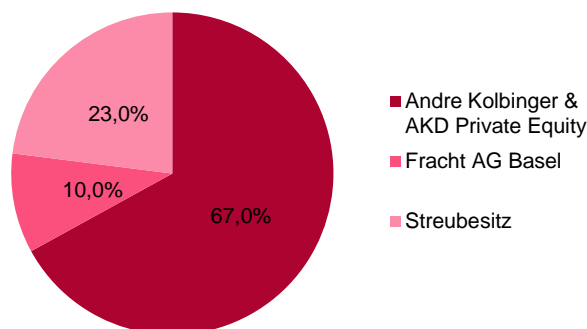
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Das Portal der wallstreet:online AG	4
Auswahl wichtiger Partner und Kunden	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	7
Kennzahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2017	8
Umsatzentwicklung 2017	8
Ergebnisentwicklung 2017	9
Bilanzielle und finanzielle Situation	11
SWOT-Analyse	12
Prognose und Modellannahmen	13
Umsatzprognosen	13
Ergebnisprognosen	14
Bewertung	16
Modellannahmen	16
Bestimmung der Kapitalkosten	16
Bewertungsergebnis	16
DCF-Modell.....	17
Anhang	18

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseignerin %	
Andre Kolbinger & AKD Private Equity	67,0%
Fracht AG Basel	10,0%
Streubesitz	23,0%

Quelle: wallstreet:online, GBC



Das Portal der wallstreet:online AG

The screenshot shows the wallstreet:online portal interface. At the top, there is a newsletter subscription banner and a navigation bar with options like 'Push-Kurse an', 'Registrieren', and 'Login'. Below this is a market data table showing indices like DAX, TecDAX, Dow Jones, and US Tech 100, along with currency exchange rates for EUR/USD and EUR/CHF. A search bar is present with the placeholder text 'Suchbegriffe, Wertpapier-Namen, WKN oder ISIN'. The main content area features a large article titled 'Reflationierung der Weltwirtschaft braucht viel Zeit' with a sub-headline 'Inflationsziele verteidigen'. To the right, there are several small charts and data points for commodities like Oil (Brent, WTI), Gold, and Silver, along with a 'Webinar um 15:30 Uhr' announcement.

Quelle: wallstreet:online

Auswahl wichtiger Partner und Kunden



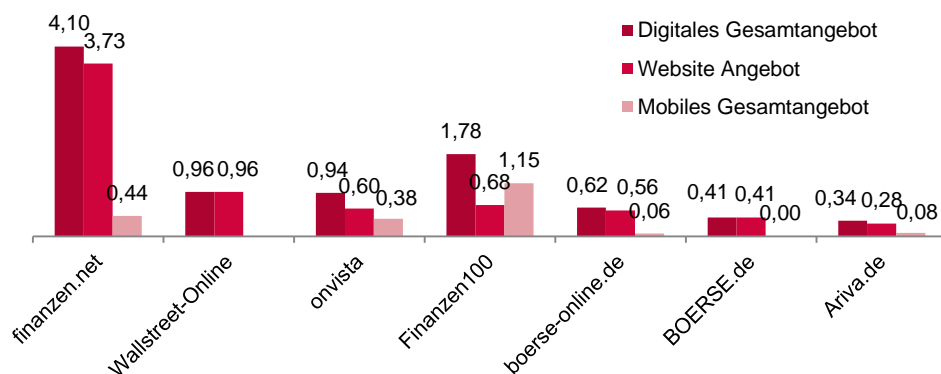
Quelle: wallstreet:online

MARKT UND MARKTUMFELD

Die Wallstreet:online AG (w:o) betreibt Finanzportale die sich vornehmlich um die Themen Wirtschaft, Börse und Finanzmärkte drehen. Wesentliche Märkte für w:o sind Finanzportale in Deutschland, digitale Werbung und der Börsenmarkt. Zukünftig wird auch der Markt für Kryptowährungen immer relevanter für w:o werden.

Im Wettbewerbsvergleich ist das Portal mit den meisten Unique Users pro Monat weiterhin finanzen.net, welches laut AGOF im Website-Angebot über 3,73 Mio. User monatlich verfügt. finanzen.net profitiert insbesondere durch den werbestarken Eigentümer Axel Springer, welcher mit der Plattform Cross-Selling-Potenziale ausnutzt. Die Plattform mit den zweitmeisten Users im Website Angebot bleibt w:o mit 0,96 Mio. Unique Users, gefolgt von den Mitbewerbern onvista, Finanzen100, boerse-online.de, boerse.de und ariva.de. Jedoch belegt Finanzen100 im digitalen Gesamtangebot, sprich mobiles Angebot und Website, den zweiten Platz mit 1,78 Mio. Users. Gegenwärtig wird für wallstreet:online noch kein mobiles Angebot ausgewiesen, jedoch sind laut dem Unternehmen bereits rund 1,5 Mio. Unique User auf allen Plattformen des Konzerns (inkl. Boersennews.de). In diesem Bereich könnte es zukünftig zu einer deutlichen Verschiebung kommen. So konnte w:o durch die Markets Inside Media-Akquisition ein Unternehmen mit einer stärkeren App-Präsenz übernehmen. Diese App-Präsenz ist in den AGOF-Daten noch nicht widerspiegelt. Zudem plant das Unternehmen laut eigener Aussage, bis 2020 rund 4 Mio. monatliche Unique User auf die Plattform zu holen. Darüber hinaus verfügt wallstreet:online mit 0,66 Mio. registrierten Benutzern bereits über die aktivste Finanz-Community in Deutschland.

Anzahl der monatlichen Unique User auf deutschen Finanzmarkt-Portalen (Juni 2018)



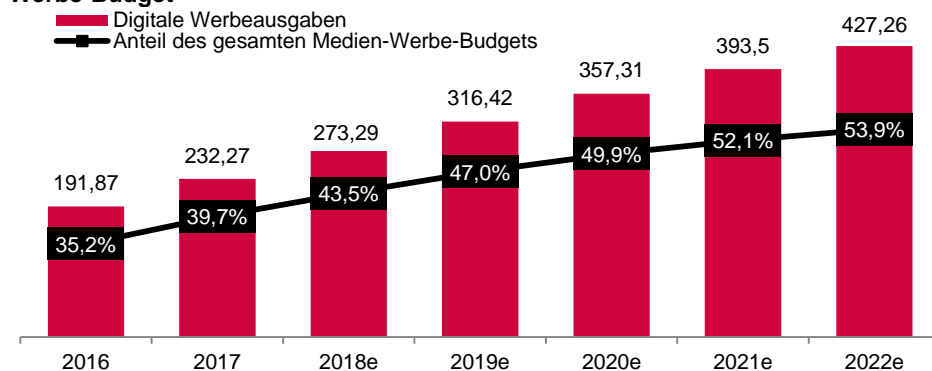
Quelle: AGOF Juni 2018

Durch die hohe Aktivität der Nutzerschaft und den geplanten Ausbau der Unique User ist die Plattform äußerst attraktiv für Werbende im Bereich der Finanz- und Kapitalmärkte.

Weiterhin profitiert das Unternehmen von der zunehmenden Digitalisierung der Werbung. Laut eMarketer steigerte sich der Anteil der digitalen Werbeausgaben an dem gesamten globalen Medien-Werbe-Budgets von 35,2% im Jahr 2016 auf 39,7% in 2017. eMarketer geht davon aus, dass bis 2022 der Anteil des gesamten Medien-Werbe-Budgets auf 53,9% ansteigt und somit global zum primären Werbemedium wird. Konkret würde dies bedeuten, dass das digitale Werbebudget von 232,27 Mrd. USD (2017) auf 427,26 Mrd. USD (2022) ansteigen würde. Hiervon sollten auch Portale wie wallstreet:online deutlich profitieren, denn Werbung auf wallstreet:online besteht nicht ausschließlich aus Kapitalmarktwerbung, sondern auch aus Werbung für Premiumpro-

dukte. Hintergrund hierfür ist, dass w:o über eine attraktive Käuferschicht verfügt. So ist der durchschnittliche Nutzer auf w:o männlich, mittleren Alters und verfügt über einen sehr hohen Bildungsgrad. Darüber hinaus ist der Durchschnittsnutzer in der Regel mit einer überdurchschnittlichen Finanzkraft ausgestattet.

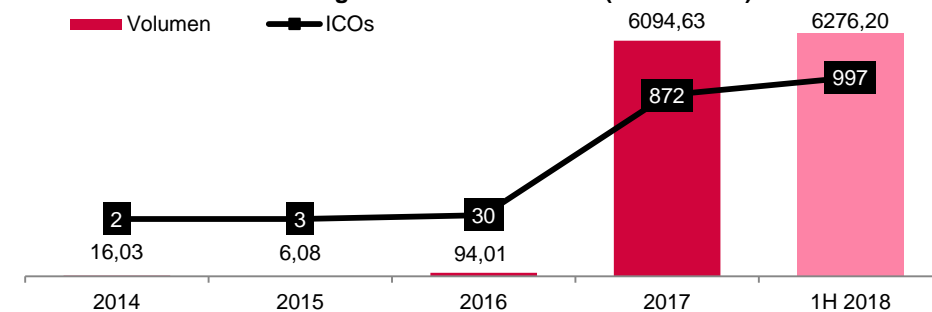
Globaler Markt für digitale Werbung und der Anteil an dem gesamten Medien-Werbe-Budget



Quelle: eMarketer

Das Portal ist auch abhängig von dem aktuellen Börsenklima, da dies zu einem höheren Interesse der Nutzerschaft führt und in der Regel mehr Kapitalmaßnahmen durchgeführt werden, welche häufig beworben werden. Im Januar 2018 erreichten der S&P 500 und der DAX neue Rekordhöhen und bewegen sich aktuell noch auf einem hohen Niveau. Gegenwärtig sind laut EY geopolitische Risiken und Unsicherheiten in den IPO-Markt eingepreist. So erhöhen sich die Volatilitäten durch die geopolitischen Spannungen zwischen den USA, Europa und China. Dem gegenüber stehen laut EY weiterhin sehr gute ökonomische Stimmungsindikatoren und hohe Eigenkapitalbewertungen.

Anzahl der ICOs und des eingeworbenen Volumens (in Mio. USD)



Quelle: ICOData.io

Zudem betätigt sich das Unternehmen zunehmend im Feld der Kryptowährungen. So wurde eine Tochtergesellschaft gegründet, welche sich mit der Vermarktung von ICO beschäftigt und auch die Entwicklung einer eigenen Kryptowährung wurde verkündet. Gegenwärtig wächst der Kryptowährungsmarkt äußerst dynamisch. Während im Jahr 2016 laut ICOData.io noch 30 ICOs durchgeführt wurden, so stieg die Zahl der ICOs im Jahr 2017 auf 872 an. Im ersten Halbjahr 2018 lag der Wert mit 997 ICOs bereits über der Gesamtjahreszahl 2017. Ähnlich entwickelten sich auch die eingeworbenen Mittel. In 2016 wurden noch 94,01 Mio. USD eingeworben. Im Jahr 2017 stieg dieser Wert auf 6,09 Mrd. USD und auf 6,27 Mrd. USD im ersten Halbjahr 2018. Somit entwickelt sich der Markt für Kryptowährungen äußerst dynamisch und wallstreet:online sollte durch die Tochterfirma von diesem Trend profitieren können.

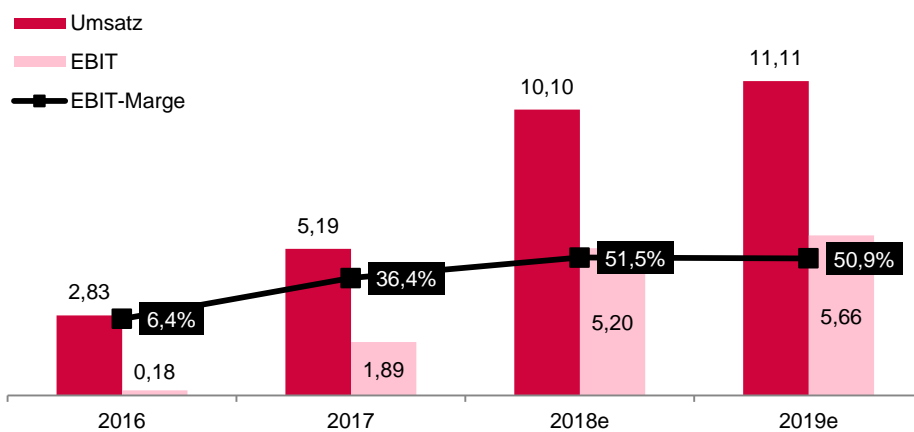
UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	2016	2017	2018e	2019e
Umsatzerlöse	2,83	5,19	10,10	11,11
andere aktivierte Eigenleistungen	0,09	0,00	0,00	0,00
Sonstige betriebliche Erträge	0,04	0,03	0,40	0,00
Materialaufwand	-0,62	-0,70	-1,50	-1,65
Rohergebnis	2,35	4,52	9,00	9,46
Personalaufwand	-1,55	-1,81	-2,50	-2,50
Abschreibungen	-0,23	-0,14	-0,20	-0,20
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,38	-0,68	-1,10	-1,10
EBIT	0,18	1,89	5,20	5,66
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,00	0,01	0,00	0,00
Ertragssteuern	0,00	-0,12	-1,26	-1,40
Jahresüberschuss	0,18	1,78	3,94	4,26

Quelle: GBC AG

Entwicklung des Umsatzes (in Mio. €), des EBIT (in Mio. €) und der EBIT-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Geschäftsentwicklung 2017

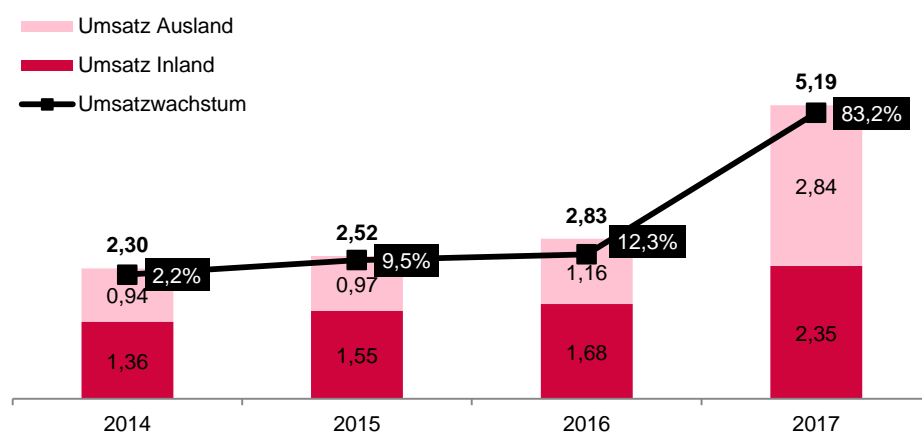
GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017
Umsatzerlöse	2,52	2,83	5,19
EBITDA	0,40	0,41	2,03
EBITDA-Marge	15,9%	14,6%	39,1%
EBIT	0,08	0,18	1,89
EBIT-Marge	3,0%	6,4%	36,4%
Jahresüberschuss	0,08	0,18	1,78
EPS in €	0,03	0,07	1,15

Quelle: wallstreet:online, GBC

Umsatzentwicklung 2017

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 erzielte das Unternehmen ein Umsatzwachstum von 83,2% auf 5,19 Mio. €. Hintergrund dieses sehr dynamischen Wachstums ist einerseits das gute Marktumfeld und andererseits die erfolgreiche Vertriebsstrategie im Segment Investor Relations (IR). Im Bereich Investor Relations werden in der Regel größere Werbedeals von IR-Agenturen gebucht. Hier konnten insbesondere große Erfolge in Kanada (siehe auch Research vom 20.12.2017) erzielt werden. Jüngst haben IR-Agenturen in den USA und Kanada w:o als Plattform entdeckt, um eine direkte Retail-Kundenansprache zu erreichen. Der große Vorteil den W:O bietet, sind die angemeldeten Kunden und das Wissen über deren spezifisches Forenverhalten. So können beispielsweise rohstoffinteressierte Investoren direkt mit der passenden Werbung angesprochen werden. Hierdurch konnte das Unternehmen im Ausland ein Umsatzwachstum von 145,3% auf 2,84 Mio. € (VJ: 1,16 Mio. €) erzielen, womit der Auslandsumsatz nun den Inlandsumsatz überwiegt. Die gute Marktentwicklung wirkte sich auch positiv auf die Inlandsentwicklung aus, welche sich um 40,3% auf 2,35 Mio. € (VJ: 1,68 Mio. €) steigerte. Gleichsam profitiert das Unternehmen durch die zunehmende Digitalisierung der Werbung und das gute Börsenklima.

Umsatzentwicklung aufgeteilt nach Inland und Ausland (in Mio. €) und das Gesamtumsatzwachstum (in %)



Quelle: wallstreet:online, GBC

Auf der Segmentebene wird deutlich, dass Investor Relations der primäre Umsatztreiber ist. In der nachfolgenden Tabelle wurden die Erläuterungen im Geschäftsbericht 2017 tabellarisch aufbereitet und unseren konkreten Schätzwerten gegenübergestellt. Hier zeigt sich deutlich, dass Investor Relations mit +364% Umsatzwachstum der maßgebliche Umsatztreiber ist. Diese Entwicklung zeichnete sich bereits im ersten Halbjahr 2017 ab und war auch der Grund für die zahlreichen Anhebungen der Gewinnprognose.

Weiterhin konnte der strategische Wandel zur programmatischen Werbung zunehmend erfolgen. So verschiebt sich sukzessive der Umsatz aus dem Bereich Vermarkter zur programmatischen Werbung. Programmatische Werbung hat den Vorteil, dass die Vermarktung vollautomatisiert erfolgt und hierdurch weniger administrativer Aufwand anfällt. Zudem ist die programmatische Werbung durch die Digitalisierung margenstärker. In der nachfolgenden Tabelle haben wir die Segmente gemäß der berichteten Entwicklungen auf Basis der Daten aus der Präsentation der Hauptversammlung 2016 und der Ausführungen im Geschäftsbericht zusammengeführt.

Entwicklung der Segmente gemäß der Ausführungen des Geschäftsberichtes und unserer Schätzungen

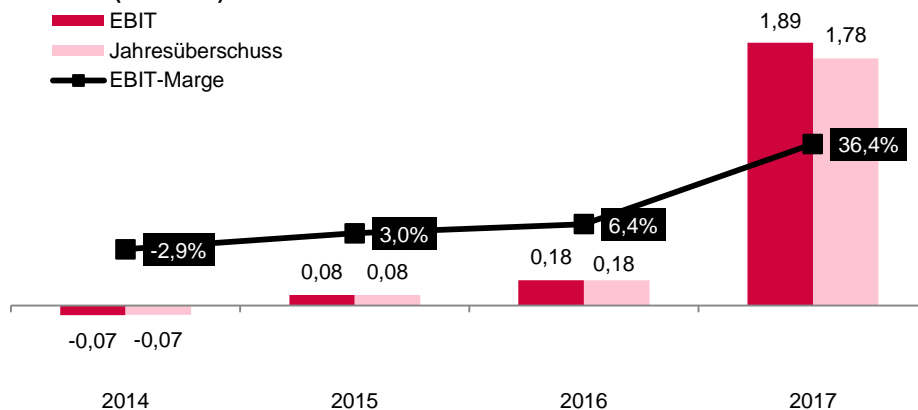
Umsatzverteilung W:O	2015	2016	2017	2017
			Erläuterungen im Geschäftsbericht	GBC Schätzung
Key Account eigene	0,84	0,81	0,75	0,75
Investor Relations	0,14	0,64	+364%	2,95
B2B	0,68	0,57	-29%	0,41
Vermarkter	0,39	0,26	0,07	0,07
Programmatischer Einkauf	0,28	0,21	0,49	0,49
Agenturvermarktung	0,07	0,19	0,26	0,26
Sonstige Umsätze	0,02	0,09	Kein Kommentar	0,21
Autorenzugänge	0,08	0,07	Kein Kommentar	0,05
Premiumbereich	0,04	0,00	Kein Kommentar	0,00
Summe	2,52	2,83	5,19	5,19

Quelle: wallstreet:online, GBC

Ergebnisentwicklung 2017

Im Geschäftsjahr 2017 konnte das Unternehmen ein Rekordergebnis in Höhe von 1,89 Mio. € beim EBIT und einen Jahresüberschuss in Höhe von 1,78 Mio. € erreichen. Im Vergleich zum Vorjahr (2016: 0,18 Mio. €) konnte das EBIT um 937,6% gesteigert werden bzw. das Nettoergebnis um 943,1%. Maßgeblich für diesen starken Ergebnissprung waren die konstanten Kosten und die deutliche Umsatzsteigerung. Hier zeigt sich die enorme Skalierbarkeit des Geschäftsmodells. So konnte die Umsatzsteigerung nahezu vollständig an den Gewinn weitergegeben werden.

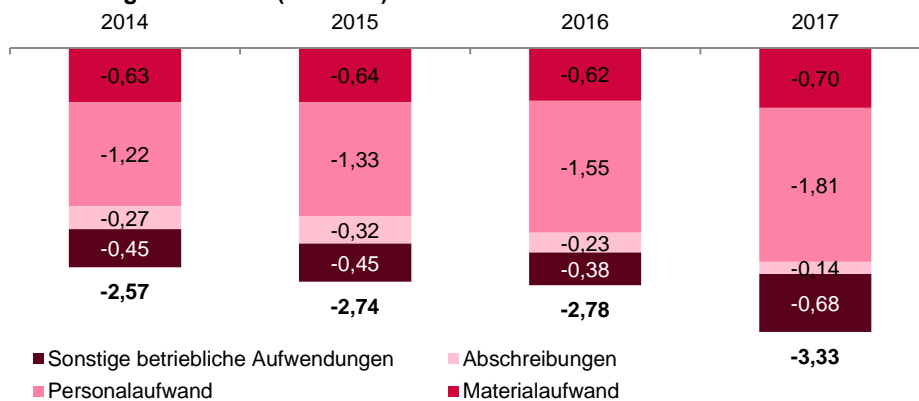
Entwicklung des EBIT (in Mio. €), der EBIT-Marge (in %) und des Jahresüberschusses (in Mio. €)



Quelle: wallstreet:online, GBC

Die hohe Skalierbarkeit wird deutlich bei der Betrachtung der Kosten, welche sich in 2017 um 19,8% auf 3,33 Mio. € erhöhten (VJ: 2,78 Mio. €). Im Vergleich hierzu stieg der Umsatz um 83,2%, was zu einer EBIT-Margensteigerung von 6,4% (2016) auf 36,4% (2017) führte.

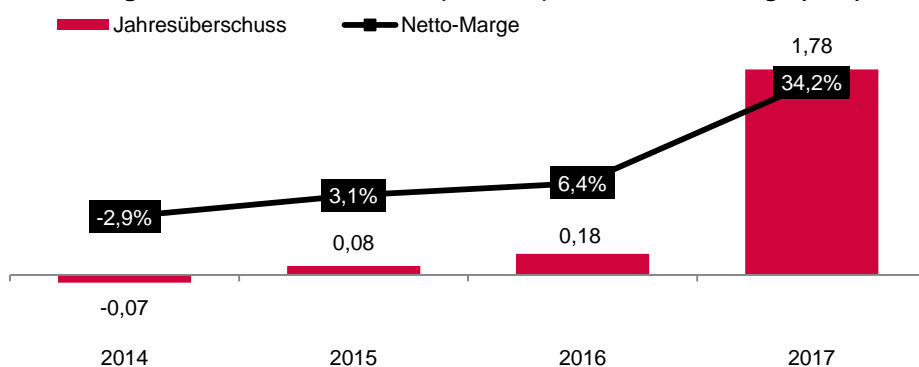
Entwicklung der Kosten (in Mio. €)



Quelle: wallstreet:online, GBC

In der Analyse der Kostenstruktur zeigt sich zudem, dass primär nur der Personalaufwand und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen leicht gestiegen sind. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen (SBA) erhöhten sich zum Teil durch Einmaleffekte, welche nicht direkt an den Umsatz gebunden waren. So entstanden Kosten unter anderem durch eine Kapitalerhöhung und durch die Gründung einer neuen Tochtergesellschaft im Bereich Cryptocurrencies. Somit erhöhten sich die SBA um 0,30 Mio. € auf 0,68 Mio. € (VJ: 0,38 Mio. €). Die Personalkosten stiegen durch den Ausbau der Vertriebs- und Redaktionsmitarbeiter um 16,8% auf 1,81 Mio. € (VJ: 1,55 Mio. €) auch deutlich unterproportional zur Umsatzsteigerung.

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



Quelle: wallstreet:online, GBC

Das hohe EBIT gleicht nahezu vollständig dem Jahresüberschuss, da das Unternehmen weder Finanzaufwand noch eine wesentliche Steuerlast hat. Dennoch fielen Ertragsteuern in Höhe von 0,12 Mio. € an, was jedoch nur einer 6,5%igen Steuerrate auf das EBT entspricht. Der Grund hierfür sind die Verlustvorträge in der Bilanz, welche nahezu vollständig dem Gewinn gegengerechnet werden können.

Insgesamt konnte so durch die hohe Skalierbarkeit eine Steigerung des Jahresüberschusses um 943,1% auf 1,78 Mio. € (VJ: 0,18 Mio. €) erreicht werden. Durch die überproportionale Steigerung erhöhte sich die Netto-Marge von 6,4% (2016) auf 34,2% (2017).

Bilanzielle und finanzielle Situation

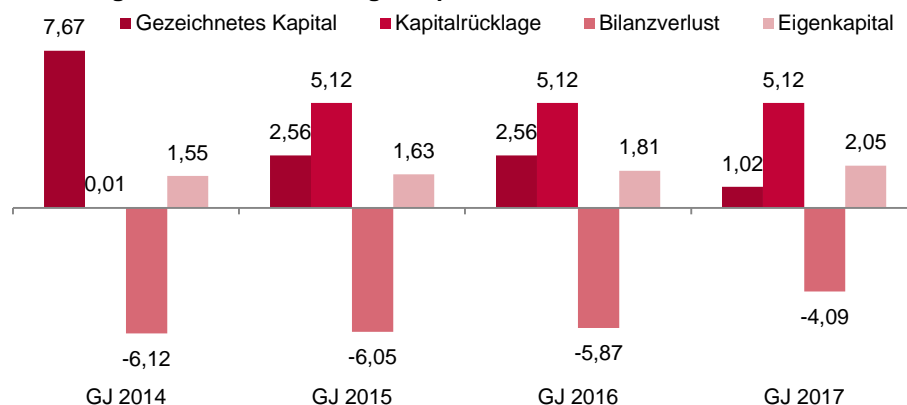
in Mio. €	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Eigenkapital	1,63	1,81	2,05
EK-Quote (in %)	87,1%	87,5%	42,2%
Operatives Anlagevermögen	0,33	0,22	0,08
Working Capital	0,26	0,32	-0,25
Net Debt	-1,12	-1,43	-3,33

Quelle: wallstreet:online, GBC

Bilanziell ist die Gesellschaft weiterhin sehr solide aufgestellt und weist zum 31.12.2017, trotz der Kapitalherabsetzungen im Jahr 2017, ein höheres Eigenkapital als zum 31.12.2016 aus. Der Grund hierfür ist der deutlich zurückgegangene Bilanzverlust durch das hohe Nettoergebnis von 1,78 Mio. €. Hierdurch wurde der Bilanzverlust um 30,3% auf 4,09 Mio. € (31.12.2017) abgebaut (31.12.2016: 5,87 Mio. €).

Bereits im laufenden Geschäftsjahr 2017 erkannte der Vorstand die gute Geschäftsentwicklung und nahm dies zum Anlass, um eine Sonderausschüttung für die Aktionäre zu ermöglichen. Dies wurde über eine Kapitalherabsetzung erzielt und führte zu einer steuerfreien Dividende in Höhe von 1,50 € je Aktie. Eine weitere Kapitalherabsetzung des Grundkapitals um 1,53 Mio. € auf 1,02 Mio. € wurde zum 22.09.2017 durchgeführt.

Entwicklungen des bilanziellen Eigenkapitals



Quelle: wallstreet:online, GBC

Im **laufenden Geschäftsjahr 2018** wurde zudem eine erfolgreiche Kapitalerhöhung durchgeführt. Am 17.05.2018 wurde vermeldet, dass im Rahmen der Kapitalerhöhung 123.448 neue Aktien platziert wurden. Bei der Privatplatzierung wurden 5,92 Mio. € eingeworben, die einer weiteren Wachstumsbeschleunigung dienen sollen.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Sehr skalierbares Geschäftsmodell mit einem hohen Anteil an Fixkosten • Nischenmarkt, welcher so gut wie keine neuen Wettbewerber zulässt • Sehr treue und aktive Finanz-Community • Neue Werbe-Produkte können schnell und zuverlässig etabliert werden • Hohe Markenbekanntheit in der DACH-Region, sowie den USA und Kanada • Sehr erfahrenes Management nutzt aktuelle Marktlagen und erkennt frühzeitig Trends im Online-Geschäft 	<ul style="list-style-type: none"> • Hohe Abhängigkeit von der Finanz-Community • Designelemente sind nicht auf dem neuesten Stand • Regional auf die deutschsprachige Community beschränkt • Hohe Abhängigkeit von Börsenumfeld und Produktplatzierungen • Bei einem „Börsen-Crash“ wird das Werbebudget von Kapitalmarktunternehmen in der Regel deutlich zurückgefahren
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Wachstumschancen im dynamischen Markt des Social Tradings werden avisiert • Hohes Marktwachstum in der Online- und Displaywerbung • Sehr gute Marktwahrnehmung in den USA und Kanada kann zu weiter steigender Nachfrage führen • Der Wechsel von der Agenturvermarktung hin zu Realtime Bidding kann zu weiteren Margenausweitungen führen • Verlustvorträge können genutzt werden, um mittelfristig verminderte Steuerbelastungen aufzuweisen • Weitere Kunden-Expansion wäre vorstellbar 	<ul style="list-style-type: none"> • Mögliche Regulierungen könnten das Bewerben von Finanzprodukten weiter erschweren. • Schnellelebige Internetgeschäft könnte durch neue Technologien/Ansätze das Geschäftsmodell von w:o überflüssig machen • Zyklisches Börsengeschäft könnte zu schwächeren operativen Phasen führen • Im Zukunftsmarkt Social Trading könnten regulatorische Rahmenbedingungen, insbesondere zur Anlageberatung, das Wachstum hemmen oder verhindern

Prognose und Modellannahmen

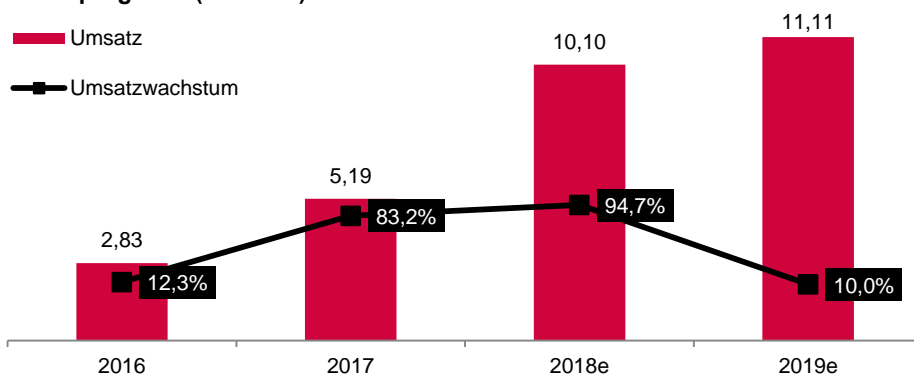
GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e
Umsatzerlöse	5,19	10,10	11,11
EBITDA	2,03	5,40	5,86
EBITDA-Marge	39,1%	53,5%	52,7%
EBIT	1,89	5,20	5,66
EBIT-Marge	36,4%	51,5%	50,9%
Jahresüberschuss	1,78	3,94	4,26
EPS in €	1,15	2,55	2,76

Quelle: GBC

Umsatzprognosen

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 konnte w:o äußerst dynamisch wachsen. Der Grund hierfür lag unter anderem in der hohen Nachfrage nach Online-Werbung im Bereich Investor Relations. Weiterhin konnte eine Offensive im Bereich der ICO-Vermarktung begonnen werden. Die gegenwärtige Unternehmens-Guidance gibt einen Umsatz in Höhe von 8,40 bis 10,30 Mio. € bei einem EBT in Höhe von 4,49 bis 5,49 Mio. € an. Wir halten die Guidance für durchaus realistisch und gehen von einem Umsatz in Höhe von 10,10 Mio. € im Geschäftsjahr 2018 aus, gefolgt von einer weiteren Steigerung um 10,0% auf 11,11 Mio. € in 2019.

Umsatzprognose (in Mio. €)



Quelle: GBC

Ein maßgeblicher Umsatztreiber sollte auch weiterhin der Bereich Investor Relations sein, welcher von dem anhaltenden guten Börsenklima und der Digitalisierung der Werbung profitiert. Das IR-Geschäft erfreut sich laut Management weiterhin hoher Nachfrage. Gegenwärtig soll das Geschäft darüber hinaus in allen wichtigen Teilbereichen äußerst dynamisch wachsen. So herrscht laut Management eine hohe Nachfrage in den Bereichen IR, Key Accounts und programmatische Werbung.

Der Bereich programmatische Werbung ist gegenwärtig ein Branchen-Megatrend, denn durch automatisierte Bieterverfahren auf bestimmte Werbeflächen können Werbeflächen automatisch sekundengenau an die Höchstbietenden vergeben werden. Dies führt zu zweierlei positiven Effekten. Einerseits wird die Vergabe durch ein Bieterverfahren auf das höchstmögliche Niveau gehoben und andererseits werden durch dieses Verfahren die herkömmlichen und kostenintensiven Agenturen abgelöst. Hierdurch reduzieren sich auch der administrative Aufwand sowie die entsprechenden Kosten der Agentur.

Durch den Erwerb der MIM und des entsprechenden Portals Börsennews.de konnten weitere Umsatzpotenziale gehoben werden. Wir gehen davon aus, dass durch die Zusammenarbeit noch weitere Synergien entstehen, die sich positiv auf den Umsatz und das Ergebnis auswirken werden.

So sollen insbesondere Daten- und Lizenzkosten durch den gemeinsamen Einkauf in Summe reduziert werden. Neben den Kosteneinsparungen sollten auch das Daten- und Nachrichtenuniversum der MIM (börsennews.de, börsenNewsApp, followFin-App) durch den Content von wallstreet:online signifikant erweitert werden. Durch diese Maßnahme sollte sich die Attraktivität für die Nutzer und dementsprechend auch für die Werbekunden deutlich erhöhen. Weiterhin könnten die Produkte von MIM durch das Vermarktungssetup von w:o gestärkt werden. So könnte hier beispielsweise noch die programmatische Werbung erweitert werden. Darüber hinaus kommt es im Bereich der Produktentwicklung zu einem hohen Knowhow-Austausch, welcher die gegenseitigen Potenziale beispielsweise in den Bereichen mobile Entwicklung, Ad-Integrationen und Data Exploration hebt.

Zudem wurden im Rahmen der erfolgreichen Kapitalerhöhung im Mai 2018 rund 5,29 Mio. € eingeworben, welche zum strategischen Wachstum genutzt werden sollen. Mit den eingeworbenen Mitteln sollen vornehmlich drei strategische Ziele erreicht werden. Erstens soll die Reichweite der existierenden Portale ausgebaut werden. Zweitens soll eine ICO-Vermarktungsgesellschaft gegründet werden. Drittens ist eine eigene Kryptowährung geplant.

Zunächst soll die Reichweite der Portale weiter ausgebaut werden. Gegenwärtig erreicht die Gruppe wallstreet:online (inkl. MIM) etwa 1,5 Mio. Unique User pro Monat. Ziel der Gesellschaft ist es, diese Zahl auf rund 4 Mio. Unique User pro Monat bis 2020 zu erhöhen. Das würde einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 63,3% entsprechen.

Weiterhin wurde die Tochtergesellschaft „ICO Consulting GmbH“ gegründet, welche sich mit der Vermarktung von ICO und Cryptocurrencies beschäftigen soll. In diesem Zusammenhang wurde auch die Plattform www.ICODeals.com gegründet (siehe auch Research vom 23.04.2018). Die neue Plattform soll als internationales Informationsportal dienen und später auch zur Handels- und Zeichnungsplattform ausgebaut werden. Damit könnte langfristig ein weiteres Standbein im Bereich der Transaktionen aufgebaut werden.

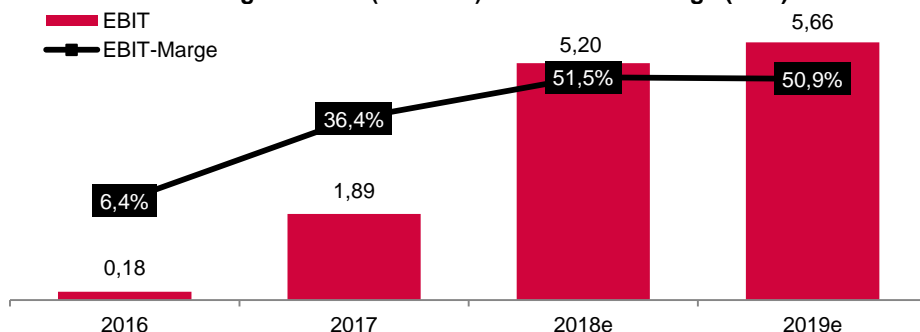
Langfristig ist auch eine eigene Kryptowährung geplant. So könnte ein eigenes Ökosystem zwischen Content Providern, den Plattformen und den Werbeeinnahmen erstellt werden. Dies würde Autoren die Möglichkeit einräumen, variabel an den Werbeeinnahmen beteiligt zu sein. Als Termin für ein mögliches ICO ist Ende 2018 angegeben.

Insgesamt verfolgt das Unternehmen eine Vielzahl an attraktiven Wachstumsplänen und daher schätzen wir unsere mittelfristige Umsatzwachstumsprognose in Höhe von 10% als konservativ ein.

Ergebnisprognosen

Die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells ermöglicht deutliche Margensteigerungen. Nachdem die EBIT-Marge in 2017 auf 36,4% gestiegen ist, gehen wir in 2018 bereits von einer EBIT-Marge in Höhe von 51,5% aus, gefolgt von 50,9% in 2019. Konkret erwarten wir ein EBIT in Höhe von 5,20 Mio. € in 2018 und 5,66 Mio. € in 2019. Mittelfristig gehen wir davon aus, dass bei einem weiteren stetigen Umsatzwachstum von 10% eine EBIT-Marge in Höhe von 65,3% erreicht werden kann. Wir gehen in diesem Szenario davon aus, dass die ambitionierten Wachstumsziele des Unternehmens erreicht werden.

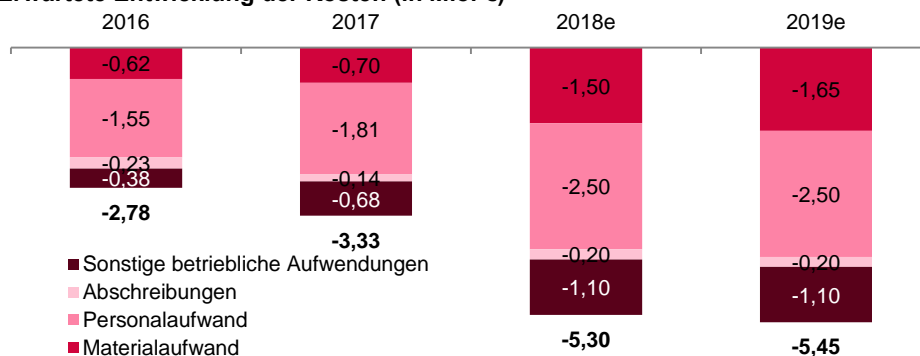
Erwartete Entwicklung des EBIT (in Mio. €) und der EBIT-Marge (in %)



Quelle: GBC

Durch die Akquisition der MIM sollte es zu einem Kostenanstieg kommen, jedoch gehen wir davon aus, dass es sich hierbei um einen einmaligen Effekt handelt. Wir gehen davon aus, dass der Kostenblock sich von 3,33 Mio. € (2017) auf 5,30 Mio. € (2018) erhöht und danach leicht weiter steigt auf 5,45 Mio. € (2019). Hintergrund dieser Entwicklung sollte vornehmlich die Akquisition der MIM sein, welche jedoch überproportional zum Wachstum beitragen sollte und daher äußerst wertschöpfend für die Aktionäre sein sollte. Weiterhin gehen wir davon aus, dass 2018 und 2019 Anlaufkosten für die Entwicklung des ICODEals.com-Portals und der entsprechenden Tochtergesellschaft entstehen, sowie ebenfalls durch die Entwicklung der eigenen Kryptowährung. Langfristig könnte dies zu weiterem Personalaufwand führen.

Erwartete Entwicklung der Kosten (in Mio. €)



Quelle: GBC

Die Guidance für 2018 liegt bei einem EBT von 4,49 bis 5,49 Mio. €. Somit liegen wir mit unserer EAT-Prognose von 3,94 Mio. € am unteren Ende der Guidance. Der hohe operative Gewinn sollte die Verlustvorträge vollständig aufbrauchen und somit müsste das Unternehmen zukünftig den vollen Ertragssteuersatz zahlen. Unseres Erachtens sollte der Jahresüberschuss im Jahr 2018 um 121,7% auf 3,94 Mio. € ansteigen und im Jahr 2019 um weitere 8,17% auf 4,26 Mio. €.

Insgesamt gehen wir davon aus, dass das Unternehmen in den kommenden Jahren höchst profitabel operieren sollte.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die wallstreet:online AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2018 und 2019 in Phase 1, erfolgt von 2020 bis 2025 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 10,0% und eine EBITDA-Marge von 65,3%. Die Steuerquote haben wir ansteigend mit 30,0% in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der wallstreet:online AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

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

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,21.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,93% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,93%.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,93% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2019 entspricht als Kursziel 88,70 €.

DCF-Modell

wallstreet:online AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	10,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	65,3%	ewige EBITA - Marge	64,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	45,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	10,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final End- wert
	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	
Umsatz	10,10	11,11	12,22	13,44	14,79	16,26	17,89	19,68	
<i>US Veränderung</i>	94,7%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	40,40	37,03	37,03	37,03	37,03	37,03	37,03	37,03	
EBITDA	5,40	5,86	7,97	8,77	9,65	10,61	11,67	12,84	
<i>EBITDA-Marge</i>	53,5%	52,7%	65,3%	65,3%	65,3%	65,3%	65,3%	65,3%	
EBITA	5,20	5,66	7,84	8,62	9,48	10,43	11,47	12,62	
<i>EBITA-Marge</i>	51,5%	50,9%	64,1%	64,1%	64,1%	64,1%	64,1%	64,1%	64,1%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-1,26 24,2%	-1,40 24,7%	-2,35 30,0%	-2,59 30,0%	-2,85 30,0%	-3,13 30,0%	-3,44 30,0%	-3,79 30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	3,94	4,26	5,49	6,04	6,64	7,30	8,03	8,84	
Kapitalrendite	2412,5%	529,4%	600,3%	388,9%	388,9%	388,9%	388,9%	388,9%	360,6%
Working Capital (WC)	0,56	0,61	1,22	1,34	1,48	1,63	1,79	1,97	
<i>WC zu Umsatz</i>	5,5%	5,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
<i>Investitionen in WC</i>	-0,80	-0,06	-0,61	-0,12	-0,13	-0,15	-0,16	-0,18	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	0,25	0,30	0,33	0,36	0,40	0,44	0,48	0,53	
<i>AFA auf OAV</i>	-0,20	-0,20	-0,14	-0,15	-0,16	-0,18	-0,20	-0,22	
<i>AFA zu OAV</i>	80,0%	66,7%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,37	-0,25	-0,16	-0,18	-0,20	-0,22	-0,24	-0,27	
Investiertes Kapital	0,81	0,91	1,55	1,71	1,88	2,07	2,27	2,50	
EBITDA	5,40	5,86	7,97	8,77	9,65	10,61	11,67	12,84	
Steuern auf EBITA	-1,26	-1,40	-2,35	-2,59	-2,85	-3,13	-3,44	-3,79	
Investitionen gesamt	-1,17	-0,31	-0,77	-0,30	-0,33	-0,37	-0,40	-0,44	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,37	-0,25	-0,16	-0,18	-0,20	-0,22	-0,24	-0,27	
<i>Investitionen in WC</i>	-0,80	-0,06	-0,61	-0,12	-0,13	-0,15	-0,16	-0,18	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	2,97	4,15	4,85	5,88	6,47	7,11	7,83	8,61	151,16

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	120,92	126,36
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	32,31	30,72
<i>Barwert des Continuing Value</i>	88,61	95,64
Nettoschulden (Net debt)	-6,30	-10,46
Wert des Eigenkapitals	127,23	136,81
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	127,23	136,81
Ausstehende Aktien in Mio.	1,54	1,54
Fairer Wert der Aktie in EUR	82,48	88,70

Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	1,3%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,21
Eigenkapitalkosten	7,9%
<i>Zielgewichtung</i>	100,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
<i>Zielgewichtung</i>	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	7,9%

Kapitalrendite	WACC				
	7,3%	7,6%	7,9%	8,2%	8,5%
360,1%	97,93	93,01	88,61	84,66	81,08
360,4%	97,98	93,06	88,66	84,70	81,12
360,6%	98,03	93,11	88,70	84,74	81,16
360,9%	98,08	93,15	88,74	84,78	81,20
361,1%	98,13	93,20	88,79	84,82	81,24

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

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

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, 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), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. 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