



Research Note

JDC Group AG



Eingeschlagener Wachstumskurs wird fortgesetzt, Gesamtjahresprognosen bestätigt, Kapitalerhöhung weitet Finanzierungsbasis aus

Kursziel: 12,10 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 7

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“

JDC Group AG ^{*5a,7,11}

Rating: KAUFEN
Kursziel: 12,10 €

aktueller Kurs: 9,00 €
03.09.18 / XETRA / 14:15 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0B9N37
WKN: A0B9N3
Börsenkürzel: A8A
Aktienanzahl³: 13,13
Marketcap³: 118,16
EnterpriseValue³: 133,32
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: ca. 50 %

Transparenzlevel:
Freiverkehr

Marktsegment:
Scale

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 8

Unternehmensprofil

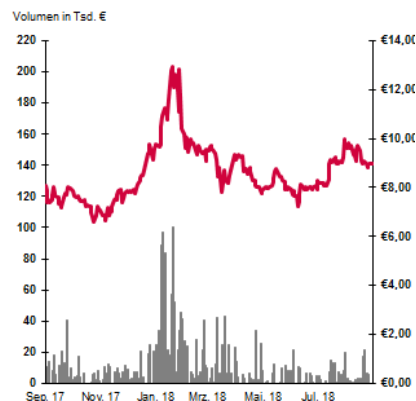
Branche: Finanzen
Fokus: Advisory, Advisortech

Mitarbeiter: Ø 255 (1.HJ 2018)

Gründung: 2004

Firmensitz: Wiesbaden

Vorstand: Dr. Sebastian Grabmaier, Ralph Konrad,
Stefan Bachmann



Die JDC Group AG ist ein deutsches Finanztechnologieunternehmen, das sich über seine operativen Tochtergesellschaften auf die Beratung und die Vermittlung von Finanzprodukten spezialisiert hat, gepaart mit neuen Beratungstechnologien in Zeiten der Digital Natives. Nach der in den letzten Geschäftsjahren erfolgten Neustrukturierung und damit verbundenen Trennung von nicht rentablen Tochtergesellschaften hat die JDC Group AG die Zielstruktur erreicht. Im Bereich Advisortech wird über die Tochtergesellschaft Jung, DMS & Cie. AG einer der größten unabhängigen Maklerpools (B2B) Deutschlands betrieben, mit insgesamt 16.000 freien Beratern und über 1,2 Mio. Kunden. Innerhalb dieses Geschäftsbereiches werden moderne Beratungs- und Verwaltungstechnologien entwickelt und somit klassische Finanzdienstleistungen mit dem wachstumsstarken Fintech-Bereich kombiniert. Parallel dazu werden innerhalb des Advisory-Segments über die Marke FINUM. Finanzdienstleistungen für rund 80.000 vermögende Kunden erbracht (B2C). Komplettiert wird die Geschäftstätigkeit der JDC Group AG von der in 2018 ins Leben gerufenen Blockchain-Lab, womit die dritte Stufe der Digitalisierungsstrategie gestartet wurde.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2017	31.12.2018e	31.12.2019e	31.12.2020e
Umsatz	84,48	101,37	126,48	139,48
EBITDA	3,19	6,12	10,57	14,42
EBIT	0,20	3,02	7,37	11,22
Jahresüberschuss	-1,68	1,27	4,28	7,01

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,14	0,10*	0,33*	0,53*
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

*auf Basis einer Post-Money-Aktienzahl iHv. 13,13 Mio.

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,58	1,32	1,05	0,96
EV/EBITDA	41,79	21,78	12,62	9,25
EV/EBIT	659,98	44,14	18,10	11,89
KGV	neg.	93,04	27,60	16,85
KBV	4,22			

Finanztermine

22.11.2018: Q3-Zahlen 2018

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

11.07.2018: RS / 12,40 / KAUFEN

16.03.2018: RS / 11,50 / KAUFEN

05.09.2017: RS / 11,50 / KAUFEN

29.08.2017: RS / 10,25 / KAUFEN

24.05.2017: RS / 10,25 / KAUFEN

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

GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2018

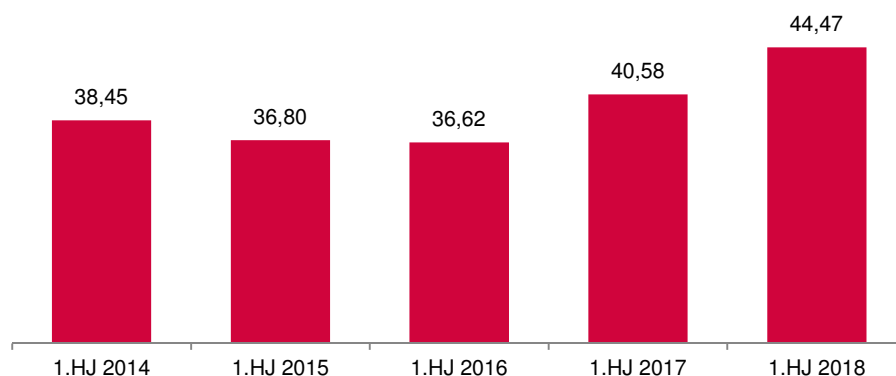
GuV (in Mio. €)	1.HJ 2015	1.HJ 2016	1.HJ 2017	1.HJ 2018
Umsatzerlöse	36,80	36,62	40,58	44,47
EBITDA	1,02	0,37	1,71	2,01
EBITDA-Marge	2,8%	1,0%	4,3%	4,5%
EBIT	0,26	-0,47	0,16	0,65
EBIT-Marge	0,7%	-1,3%	0,4%	1,5%
Nachsteuerergebnis	-0,35	-0,78	-0,58	-0,21

Quelle: JDC Group AG; GBC AG

Umsatz- und Ergebnisentwicklung 1.HJ 2018

In den ersten sechs Monaten 2018 hat die JDC Group AG mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 9,6 % auf 44,47 Mio. € (VJ: 40,58 Mio. €) den positiven Trend der vorangegangenen Berichtsperioden fortgesetzt. In der jüngsten Vergangenheit hat die JDC Group AG dabei eine Reihe von Akquisitionen getätigt, wodurch die Gesellschaft in der Lage war, Marktanteile in einer von Konsolidierungseffekten geprägten Branche zu gewinnen. Vor diesem Hintergrund ist der allgemeine Anstieg des Umsatzniveaus hervorzuheben:

Umsatzerlöse auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: JDC Group AG; GBC AG

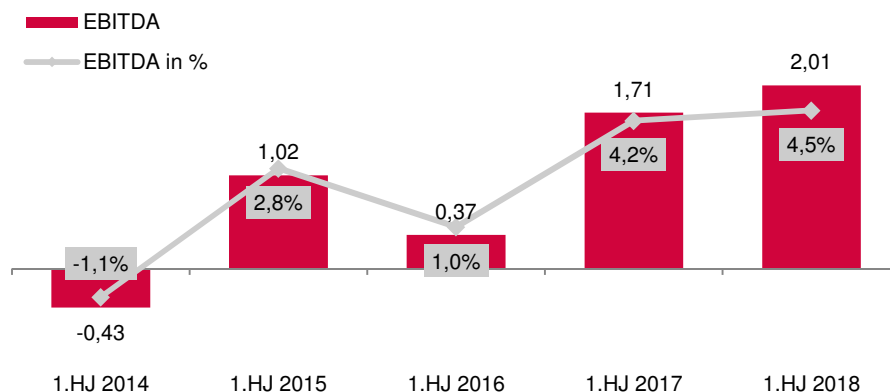
Zu den Akquisitionen gehören beispielsweise der Erwerb der Online-Vergleichsplattform Geld.de sowie der Erwerb von Privatkundenbeständen oder die Akquisition von Versicherungsbeständen. Darüber hinaus wurde insbesondere im vergangenen Geschäftsjahr 2017 mit der Übertragung der Kundenbestände der zum Lufthansa-Konzern gehörenden Albatros Versicherungsdienste GmbH auf die JDC-Plattform das Großkundengeschäft initiiert. Gemäß Unternehmensangaben ist zwar die vereinbarte Übertragung erfolgreich angelaufen, maßgebliche Umsatzimpulse und Ergebnisbeiträge werden hieraus jedoch erst für das zweite Halbjahr 2018 erwartet.

Der Fokus der JDC Group AG liegt derzeit ganz klar auf dem weiteren Ausbau des Großkundengeschäftes. Mit der selbst geschaffenen IT-Plattform ist die Gesellschaft dabei in der Lage, rasch die Übertragung von Kundenbeständen zu gewährleisten, unter Einhaltung der mittlerweile strengeren Dokumentations- und Nachweispflichten. Im Rahmen dieser Strategie lassen sich somit schnelle Umsatzsteigerungen erreichen. Diese gehen dabei mit einem überproportionalen Rentabilitätsniveau einher, da bei Bestandserwerben in der Regel kein Makler mehr zwischengeschaltet ist. Besonders gut wird dies anhand der Kostenquote bei den Provisionsaufwendungen ersichtlich, die in den ersten sechs Monaten mit 68,9 % auf vergleichsweise niedrigem Niveau lag. In den

ersten Halbjahren 2012 und 2017 lag diese bei durchschnittlich bei 74,6 % und damit deutlich höher.

Die höheren Umsätze, verbunden mit der überdurchschnittlichen Entwicklung beim Roh-ertrag, hatten eine Steigerung des EBITDA auf 2,01 Mio. € (VJ: 1,71 Mio. €) zur Folge:

EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: JDC Group AG; GBC AG

Hier hätte die Gesellschaft sogar ein noch höheres Ergebnis erwirtschaften können. Dem standen jedoch Aufwendungen im Personal- und IT-Bereich im Zusammenhang mit dem Anlaufen des Großkundengeschäftes entgegen, welches erst im zweiten Halbjahr nennenswerte Umsatzbeiträge liefern wird. Unterm Strich erwirtschaftete die JDC Group AG mit -0,21 Mio. € (VJ: -0,58 Mio. €) ein leicht negatives Periodenergebnis, welches aber deutlich über dem Vorjahreswert lag.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2018

in Mio. €	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	30.06.2018
Eigenkapital (EK-Quote)	24,68 (37,5%)	29,71 (40,7%)	28,03 (37,3%)	27,82 (37,4%)
Net Debt	1,35	10,35	11,12	15,16
Finanzmittel	11,34	2,91	6,36	2,37
Anlagevermögen	31,66	45,80	44,48	47,20
Cashflow – Operativ	-0,65	1,22	3,21	1,07
Cashflow – Investition	-5,23	-9,40	-2,02	-4,09
Cashflow - Finanzierung	7,25	5,77	2,24	-0,97

Quelle: JDC Group AG; GBC AG

Eine wesentliche Veränderung gegenüber dem Bilanzstichtag 31.12.17 stellt das Anlagevermögen dar, welches aufgrund von Investitionen ins immaterielle Vermögen in Höhe von 3,88 Mio. € auf 47,20 Mio. € (31.12.17: 44,48 Mio. €) angestiegen ist. Analog dazu hatten die Investitionen eine Minderung der liquiden Mittel auf 2,37 Mio. € (31.12.17: 6,36 Mio. €) nach sich gezogen. Da die JDC Group AG typischerweise positive operative Cashflows aufweist, ist die Reduktion der liquiden Mittel nicht als kritisch zu werten. Um jedoch weitere Akquisitionen vornehmen zu können, hat die Gesellschaft am 24.08.18 den erfolgreichen Abschluss einer bezugsrechtslosen Kapitalerhöhung (Ausgabe von 1,19 Mio. Aktien zu einem Preis von 8,70 €) bekannt gegeben. Der Bruttoemissionserlös liegt bei 10,38 Mio. € und bietet damit die Möglichkeit, einer schnellen und flexiblen Umsetzung weiterer Bestandskäufe sowie die Integration von Großkundenbeständen.

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

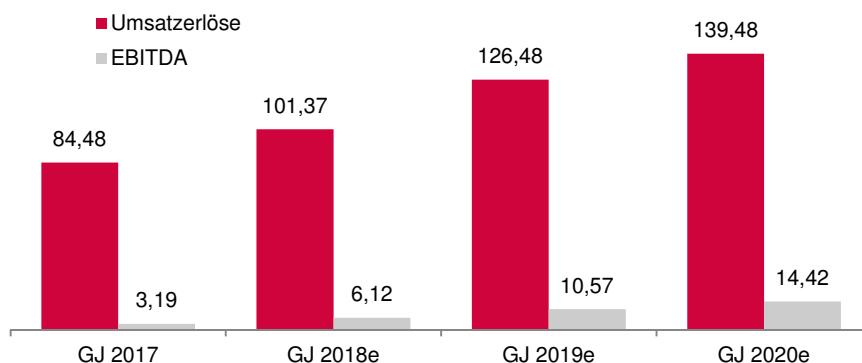
GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	84,48	101,37	126,48	139,48
EBITDA	3,19	6,12	10,57	14,42
EBITDA-Marge	3,8%	6,0%	8,4%	10,3%
Jahresüberschuss	-1,68	1,27	4,28	7,01

Quelle: GBC AG

Mit Veröffentlichung der Halbjahreszahlen hat die JDC Group AG die Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2018 bestätigt. Unverändert wird dabei ein Umsatzniveau in Höhe von 100 Mio. € und ein EBITDA von mindestens rund 6 Mio. € erwartet. Werden die zum Halbjahr 2018 erreichten Umsatz- und Ergebniskennziffern zugrunde gelegt, wird ersichtlich, dass die Unternehmens-Guidance als realistisch einzustufen ist. Zumal sich bei der JDC Group AG, wie in der Branche typisch, das zweite Halbjahr als das deutlich stärkere präsentiert. Darüber hinaus dürften die in 2017 akquirierten Großprojekte erst im zweiten Halbjahr 2018 ein nennenswertes Geschäftsvolumen aufweisen. Dementsprechend behalten wir unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisschätzungen für das laufende und für die kommenden Geschäftsjahre unverändert bei.

Die Basis unserer Schätzungen stellt dabei die Unternehmensstrategie dar, wonach das anorganische Wachstum sowie die Forcierung des Großkundengeschäftes im Vordergrund stehen. Es wurde mit der aktuell durchgeführten Kapitalerhöhung (Bruttoemissionserlös: 10,38 Mio. €) die finanzielle Basis hierfür geschaffen. Es ist geplant, bis Ende des laufenden Geschäftsjahres mehrere Großkunden für die IT-Plattform zu gewinnen. Zu den potenziellen Großkunden zählen Banken, Großunternehmen sowie auch die Übernahme der Ausschließlichkeitsorganisation von Versicherungsunternehmen. Die Vertragspartner profitieren dabei von der Nutzung der etablierten IT der JDC Group AG und können somit zeitnah Einsparungen erzielen. Darüber hinaus können die Großkunden von der Einkaufsmacht der JDC profitieren und somit auf sehr attraktive Konditionen gegenüber den Produktanbietern zurückgreifen. Das Großkundengeschäft geht für die JDC Group AG mit geringen Investitionserfordernissen einher, da beim Übertrag kein Bestandserwerb erfolgt.

Umsatzerlöse und EBITDA (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Gemäß dieser Strategie sollte das Umsatzvolumen in den kommenden Geschäftsjahren sprunghaft ansteigen sowie eine deutliche Rentabilitätsverbesserung erreicht werden, da bei diesen Umsätzen typischerweise kein Makler zwischengeschaltet ist. Der steigende Rohertrag, in Verbindung mit einem nur unterproportionalen Overheadkosten-Anstieg, sollte zu einem Ausbau der EBITDA-Marge oberhalb von 10,0 % (GJ 2020e) führen. Gleichzeitig dient diese Annahme als Basis für die Stetigkeitsphase unseres DCF-Bewertungsmodells.

Bewertung

Modellannahmen

Die JDC Group AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2018 - 2020 in Phase 1, erfolgt von 2021 - 2025 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,3 % angenommen. Die Steuerquote haben wir zunächst aufgrund angelauener Verlustvorträge (28,36 Mio. €) mit 12,0 % 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 JDC Group 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 % (bisher: 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 1,41.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,03% (bisher: 9,03 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,10 % (bisher: 8,08 %).

Bewertungsergebnis

Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2019 entspricht als Kursziel 12,10 € (bisher: 12,40 €). Die leichte Kurszielreduktion ist eine Folge des Einbezugs der kürzlich erfolgten Kapitalerhöhung, was sich als Verwässerungseffekt kurszielmindernd ausgewirkt hat.

DCF-Modell

JDC Group - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	10,3%	ewige EBITA - Marge	9,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	7,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	-4,6%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	101,37	126,48	139,48	143,66	147,97	152,41	156,98	161,69	
US Veränderung	20,0%	24,8%	10,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,24	2,84	3,15	3,25	3,51	3,80	4,09	4,41	
EBITDA	6,12	10,57	14,42	14,85	15,30	15,76	16,23	16,72	
EBITDA-Marge	6,0%	8,4%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	
EBITA	3,02	7,37	11,22	11,75	12,21	12,81	13,42	14,03	9,9%
EBITA-Marge	3,0%	5,8%	8,0%	8,2%	8,2%	8,4%	8,5%	8,7%	
Steuern auf EBITA	-0,90	-2,21	-3,36	-3,53	-3,66	-3,84	-4,03	-4,21	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	2,11	5,16	7,85	8,23	8,54	8,97	9,39	9,82	
Kapitalrendite	5,8%	13,5%	20,9%	21,7%	22,7%	25,4%	28,3%	31,5%	39,2%
Working Capital (WC)	-7,00	-7,00	-6,40	-6,59	-6,79	-6,99	-7,20	-7,42	
WC zu Umsatz	-6,9%	-5,5%	-4,6%	-4,6%	-4,6%	-4,6%	-4,6%	-4,6%	
Investitionen in WC	-1,07	0,00	-0,60	0,19	0,20	0,20	0,21	0,22	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	45,20	44,50	44,30	44,20	42,11	40,16	38,35	36,66	
AFA auf OAV	-3,10	-3,20	-3,20	-3,10	-3,09	-2,95	-2,81	-2,68	
AFA zu OAV	6,9%	7,2%	7,2%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	
Investitionen in OAV	-3,82	-2,50	-3,00	-3,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investiertes Kapital	38,20	37,50	37,90	37,61	35,32	33,16	31,14	29,24	
EBITDA	6,12	10,57	14,42	14,85	15,30	15,76	16,23	16,72	
Steuern auf EBITA	-0,90	-2,21	-3,36	-3,53	-3,66	-3,84	-4,03	-4,21	
Investitionen gesamt	-4,89	-2,50	-3,60	-2,81	-0,80	-0,80	-0,79	-0,78	
Investitionen in OAV	-3,82	-2,50	-3,00	-3,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investitionen in WC	-1,07	0,00	-0,60	0,19	0,20	0,20	0,21	0,22	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,32	5,86	7,45	8,52	10,84	11,12	11,42	11,72	178,32

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	151,33	157,73
Barwert expliziter FCFs	47,96	45,98
Barwert des Continuing Value	103,37	111,75
Nettoschulden (Net debt)	3,43	-1,18
Wert des Eigenkapitals	147,90	158,91
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	147,90	158,91
Ausstehende Aktien in Mio.	13,13	13,13
Fairer Wert der Aktie in EUR	11,27	12,10

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,41
Eigenkapitalkosten	9,0%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	6,0%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	26,9%
WACC	8,1%

Kapitalrendite	WACC				
	7,1%	7,6%	8,1%	8,6%	9,1%
36,2%	13,49	12,36	11,42	10,63	9,95
37,7%	13,92	12,74	11,76	10,94	10,23
39,2%	14,36	13,13	12,10	11,24	10,51
40,7%	14,79	13,51	12,45	11,55	10,79
42,2%	15,23	13,89	12,79	11,86	11,07

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: (5a,7,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, 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:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 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