

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

Rating: KAUFEN
Kursziel: 45,00 €
(bisher: 41,70 €)

Aktueller Kurs: 27,45
 20.09.18 / XETRA / 17:36 Uhr
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000FTG1111
 WKN: FTG111
 Börsenkürzel: FTK

Aktienanzahl¹⁾: 17,511*
 *post KE: 18,737
 Marketcap²⁾: 480,67
³⁾in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 61,0 %

Transparenzlevel:
 Entry Standard

Marktsegment:
 Open Market

Rechnungslegung:
 IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

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

Analysten:

Cosmin Filker
 filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
 goldmann@gbc-ag.de

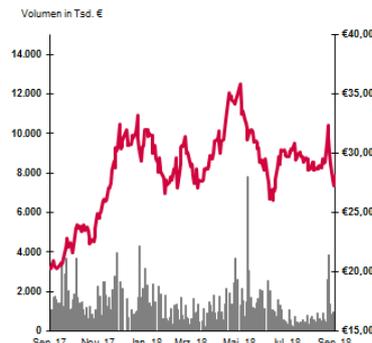
* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 9

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 21.09.18 (09:01 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 21.09.18 (10:00 Uhr)

Unternehmensprofil

Branche: Software, Technologie
 Fokus: Fintech, Bankdienstleistungen
 Mitarbeiter: Ø 474 (30.06.2018)
 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. Seit mehr als 25 Jahren ist der Technologie-Arm der FinTech Group einer der wichtigsten Technologie- und Outsourcing-Partner für die deutsche Banklandschaft und zudem einer der erfolgreichsten Partner der aufstrebenden deutschen FinTech-Szene.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018e	31.12.2019e
Umsatzerlöse	95,02	107,01	125,00	143,75
EBITDA	30,62	32,07	44,00	53,19
EBIT	25,47	26,48	38,40	47,19
JÜ nach Minderheiten	8,42	16,80	25,83	31,81

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,50	0,96	1,48	1,82
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
Eigenkapital	90,63	112,72	173,55	205,36
Eigenkapitalrendite	9,3%	14,9%	15,5%	18,7%
KUV	5,06	4,49	3,85	3,34
KGV	57,09	28,61	18,61	15,11
KBV	5,30	4,26	2,77	2,34

Finanztermine

****letzter Research von GBC:**

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
 17.08.2018: RS / 41,70 / KAUFEN
 15.12.2017: RS / 35,00 / KAUFEN
 19.10.2017: RS / 30,50 / KAUFEN
 14.09.2017: RS / 28,00 / KAUFEN

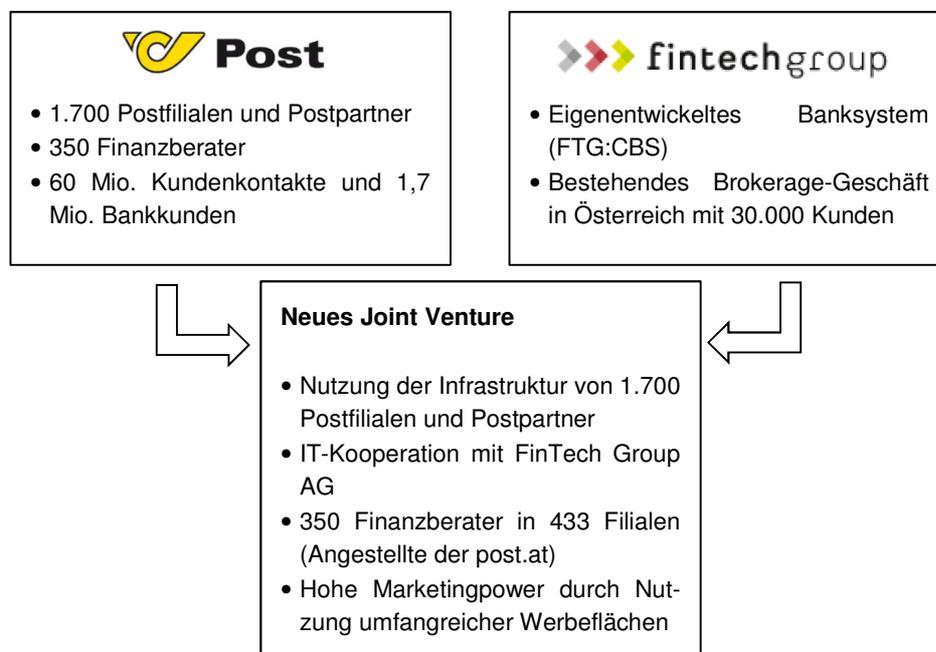
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

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“

NEUE KOOPERATION IN ÖSTERREICH

Die FinTech Group hat am 10.09.2018 mit der Bekanntgabe einer langfristigen Kooperation mit der Österreichischen Post AG einen der wichtigsten Meilensteine der jüngsten Unternehmensgeschichte erreicht. Die Österreichische Post hatte noch im vergangenen Geschäftsjahr 2017 in den rund 430 Post-Filialen Bankdienstleistungen über die Bawag P.S.K. angeboten. Nachdem der Kooperationsvertrag 2019 ausläuft, hat sich die Österreichische Post AG für die FinTech Group AG als neuen Kooperationspartner entschieden.

Im Rahmen der neuen Partnerschaft sollen in einem neu zu gründenden Joint Venture, wobei beide Partner einen Anteil von jeweils 50 % halten, die Bankgeschäfte gebündelt werden. Das neue Kreditinstitut soll dabei nach Erteilung der Banklizenz, welche gemäß FinTech-Vorstand Frank Niehage bis Mitte des kommenden Geschäftsjahres 2019 vorliegen dürfte, Bankdienstleistungen in Österreich erbringen.



Es gilt dabei zu bedenken, dass die Österreichische Post AG, im Vergleich zum deutschen Pendant, deutlich moderner ist und ein besseres Image in der Bevölkerung genießt. Für die stationären Bankdienstleistungen wird dabei das umfangreiche Filialnetz der Österreichischen Post genutzt, bestehend aus 433 eigenbetriebenen Postfilialen und rund 1.350 Post-Partnern. Gemäß Aussage von Frank Niehage liegen in den österreichischen Postfilialen jährlich rund 60 Mio. Kundenkontakte vor, woraus sich erhebliche Neukundenpotenziale ergeben. Das neue Joint Venture wird die bereits bestehende und von der Bevölkerung umfangreich in Anspruch genommene Infrastruktur „at cost“, also mit vergleichsweise geringen Aufwendungen nutzen. Auch die Nutzung umfangreicher Werbeflächen sowie der 350 Finanzberater in den 433 Postfilialen soll eine günstige Neukundenakquise ermöglichen. Die meisten Finanzberater sind dabei Angestellte der post.at und daher nicht auf der Payroll des neuen Joint Ventures zu finden.

Als wichtiges Asset wird die FinTech Group AG die bereits bestehenden rund 30.000 Kunden der österreichischen Marke flatex in das neue Joint Venture einbringen. Seit dem Eintritt in den österreichischen Markt in 2015 ist flatex mit einem Marktanteil von nahezu 50 % zum Marktführer avanciert. Mit der flächendeckenden und kostengünstigen

Adressierung über das Filialnetz könnten somit deutliche Kundenzuwächse für den Brokerage-Bereich verzeichnet werden sowie ein Cross-Selling klassischer Bankprodukte erfolgen. Die deutlich größere Masse an klassischen Bankdienstleistungen soll im Rahmen eines hybriden Geschäftsmodells sowohl online als auch stationär angeboten werden.

Parallel zum Ausbau des B2C-Geschäftes wird das B2B-Geschäft durch den IT-Dienstleistungsvertrag mit dem Joint Venture deutlich ausgebaut werden. Im Rahmen des IT-Kooperationsvertrages, der eine Laufzeit von 10 Jahren und einen Gesamtumsatz von mehr als 100 Mio. € umfasst, erbringt die FinTech Group AG IT-Bankdienstleistungen. Dies stellt einen gut planbaren Erlösstrom für die kommenden Geschäftsjahre dar.

Da die bestehende Infrastruktur der post.at „at cost“ oder im Falle von Marketing sogar kostenlos genutzt werden kann, ist das Durchführungsrisiko (execution risk) als außerordentlich niedrig einzustufen. Im Vergleich dazu wäre der eigene Aufbau einer vergleichbaren Infrastruktur mit immensen Kosten verbunden. Zugleich stehen die heutigen Bawag-Kunden künftig nur noch weniger als 100 Anlaufstellen (bisher: > 1.700 Anlaufstellen) zur Verfügung, was die Kundengewinnung erleichtern dürfte. Auch der Umstand, wonach das Management des Joint Venture aufgrund der 9-jährigen Historie mit flatex.at über umfangreiche Erfahrungen in Österreich verfügt, spricht für das geringe Durchführungsrisiko.

Da das Joint Venture weder von der Österreichischen Post noch von der FinTech Group AG vollkonsolidiert wird, werden aufgrund der At-Equity-Konsolidierung geringe Änderungen in der Bilanz entstehen. Die Ergebnisbeiträge des neuen Kreditinstituts werden jedoch in der GuV innerhalb des Finanzergebnisses sichtbar werden. Lediglich die IT-Dienstleistungsumsätze von durchschnittlich 10 Mio. p.a. werden durch die FinTech-GuV laufen. Der operative Break-Even soll nach der typischen Anlaufphase, erst in ca. drei Geschäftsjahren vorliegen. Bei einem erwarteten ROI von 10-15 % ist mit einem jährlichen Periodenergebnis von 20 - 30 Mio. € zu rechnen. Auf Ebene der FinTech Group AG könnte dies einen zusätzlichen Finanzertrag (At Equity-Bilanzierung) von 10 – 15 Mio. € jährlich bedeuten.

Auf Sicht von fünf Jahren soll das Joint Venture mit rund 225 Mio. € kapitalisiert werden. Die Finanzierung des FinTech-Anteils in Höhe von 112,5 Mio. € ist indes bereits heute größtenteils gesichert. Abzüglich 35 Mio. € aus der 7%igen Kapitalerhöhung, die vollständig von der Österreichischen Post gezeichnet wurde sowie des Wertansatzes der eingebrachten österreichischen Filiale flatex.at in Höhe von 25 Mio. €, verbleibt ein Restfinanzierungsvolumen in Höhe von 52,5 Mio. €. Dieses sollen in den kommenden Jahren beispielsweise überwiegend durch die Einnahmen aus dem IT-Dienstleistungsvertrag gedeckt werden.

Um die neu vereinbarte Kooperation zu unterstreichen, geht die Österreichische Post AG eine Beteiligung in Höhe von 7 % an der FinTech Group AG ein. Die Gesellschaft wird daher 1,22 Mio. neue Aktien unter Ausschluss des Bezugsrechts zu einem Gesamtausgabebetrag in Höhe von ca. 35 Mio. € zeichnen.

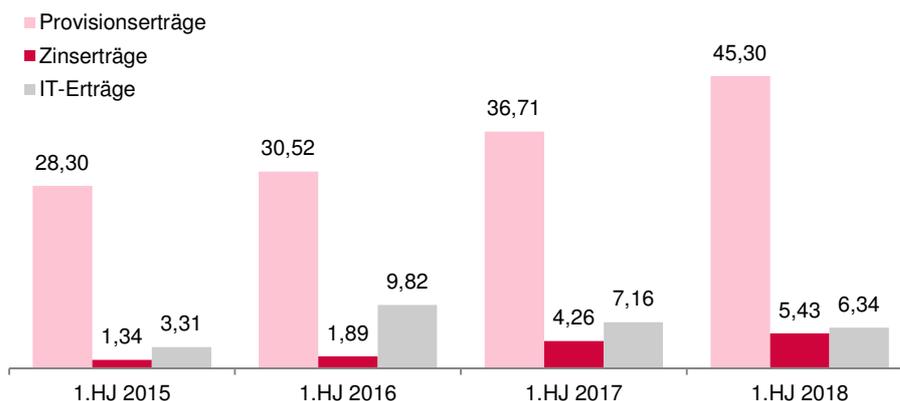
GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2018

GuV (in Mio. €)	1. HJ 2016	1.HJ 2017	1.HJ 2018
Umsatzerlöse	48,35	49,56	58,50
EBITDA (Marge)	13,78 (28,5 %)	13,00 (26,2%)	18,40 (31,5%)
EBIT (Marge)	11,36 (23,5 %)	10,41 (21,0%)	14,87 (25,4%)
Konzernergebnis aus fortgeführten Bereichen	8,86	7,04	9,47

Quelle: FinTech Group AG, GBC

Zusammen mit der Veröffentlichung der neuen wegweisenden Kooperation hat die FinTech Group AG die Halbjahreszahlen präsentiert. Mit einem Umsatzzanstieg in Höhe von 18,0 % auf 58,50 Mio. € (VJ: 49,56 Mio. €) setzte sich dabei der eingeschlagene Wachstumskurs fort. Die Grundlage für diese Entwicklung ist hauptsächlich bei den deutlich ausgeweiteten Provisionserträgen zu finden, deren Basis ein deutlicher Anstieg der durchgeführten Transaktionen auf 6,63 Mio. (VJ: 5,51 Mio.) ist. Die besonders hohe Volatilität an den Aktienmärkten hatte der Gesellschaft, speziell im ersten Quartal, neue Rekordwerte bei den Wertpapiertransaktionen beschert. Im zweiten Quartal kam es im Umfeld einer Beruhigung der Aktienmärkte zu einer Normalisierung der Wachstumsdynamik. Ein weiterer Faktor für den Transaktionsanstieg liegt in der Fortsetzung des Kundenwachstums (B2C) auf 274.830 Kunden (VJ: 234.874 Kunden).

Entwicklung der Erlösströme auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: FinTech Group AG, GBC

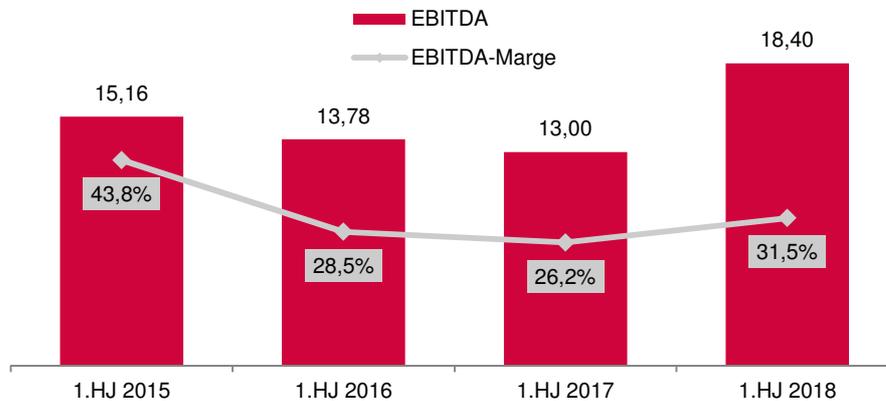
Der weitere Ausbau des Kreditportfolios auf mittlerweile 195,03 Mio. € (30.06.17: 186,81 Mio. €) lieferte die Grundlage für die Fortsetzung wachsender Zinserträge auf 5,43 Mio. € (VJ: 4,26 Mio. €). Mittelfristig plant die Gesellschaft das Kreditbuch auf 500 Mio. € auszubauen, woraus sich damit nachhaltig hohe Zinserträge generieren lassen werden.

Das B2B-Geschäft, im Rahmen dessen eine neutrale Standardplattform für Privat und Spezialbanken angeboten wird, hatte sich auf 6,34 Mio. € (VJ: 7,16 Mio. €) leicht rückläufig entwickelt. Der Wegfall weniger profitabler Projekte zur Fokussierung der Ressourcen auf größere Mandate (u.a. das Joint Venture in Österreich) sowie der Umstand, wonach die neuen B2B-Projekte erst im Laufe des Geschäftsjahres nennenswerte Umsatzbeiträge liefern werden, sind hier zu nennen. Die künftige Entwicklung der IT-Umsätze wird von der Kooperation mit der Österreichischen Post AG signifikant geprägt sein. Aus dem 10jährigen IT-Dienstleistungsvertrag werden insgesamt Umsatzerlöse in Höhe von 100 Mio. €, also im Schnitt 10 Mio. € p.a., erwirtschaftet werden.

Dass die FinTech Group AG eine grundsätzlich sehr niedrige Cost-Income-Ratio aufweist, wird abermals in den Halbjahreszahlen 2018 sichtbar. Diese konnte gegenüber dem Vorjahr nochmals deutlich auf 57,7 % (VJ: 63,4 %) verbessert werden, was sich in

einer im Vergleich zum Umsatz überproportionalen EBITDA-Entwicklung wiederfindet. Beim Umsatzanstieg in Höhe von 18,0 % hat das EBITDA dabei um 41,5 % deutlich stärker zugelegt. Entsprechend kletterte die EBITDA-Marge auf 31,5 % (VJ: 26,2 %), was im Branchenumfeld einen sehr hohen Wert darstellt.

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



Quelle: FinTech Group AG, GBC

Auch bei den weiteren Ergebnisebenen ergibt sich ein vergleichbares Bild. Es ist dabei erwähnenswert, dass die seit Jahresbeginn andauernden Verhandlungen hinsichtlich der Kooperation mit der Österreichischen Post AG mit entsprechenden Kostenaufwendungen und einer hohen Ressourcenbindung einhergegangen waren. Gemäß Aussage des Managements sind hier außerordentliche Kosten im sechsstelligen Bereich angefallen. Dennoch konnte das Ergebnis deutlich gesteigert werden.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e
Umsatzerlöse	95,02	107,01	125,00	143,75
EBITDA (Marge)	30,62 (32,2%)	32,07 (30,0%)	44,00 (35,2%)	53,19 (37,0%)
EBIT (Marge)	25,47 (26,8%)	26,48 (24,7%)	38,40 (30,7%)	47,19 (32,8%)
Net profit	8,42	16,80	25,83	31,81

Quelle: GBC AG

Mit Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2018 hat die FinTech Group AG die im Rahmen des 2017er Geschäftsberichtes publizierten Prognosen für 2018 bestätigt. Unverändert wird dabei mit Umsatzerlösen in Höhe von 120 Mio. €, einem EBITDA in Höhe von 40 Mio. € und einem Nachsteuerergebnis in Höhe von 24 Mio. € gerechnet. Die erreichten Halbjahreszahlen liegen dabei im Rahmen der Erwartungen, wenngleich die Gesellschaft im zweiten Halbjahr eine höhere Dynamik bei den Umsätzen und beim Ergebnis erreichen muss. Ein Blick auf die vergangenen Geschäftsjahre zeigt jedoch, dass insbesondere im zweiten Halbjahr die höheren Umsatz- und Ergebnisanteile anfallen. Wir behalten damit unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen für 2018 unverändert bei.

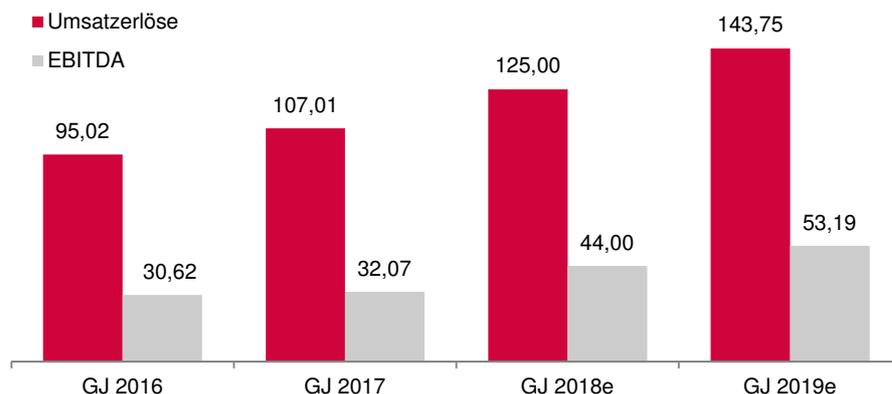
Die Auswirkungen der neuen Kooperation mit der Österreichischen Post AG werden während unserer konkreten Schätzperiode noch nicht voll zur Entfaltung kommen. Erwartungsgemäß wird das neue Joint Venture die Banklizenz im Laufe des kommenden Geschäftsjahres 2019 erhalten und ab diesem Zeitpunkt erst das Geschäft aufnehmen können. Da die nachfolgend generierten Umsätze und Ergebnisse nicht in der FinTech Group AG vollkonsolidiert werden, wird sich das Nachsteuerergebnis zur Hälfte im Finanzergebnis der FinTech Group AG auswirken. Nennenswerte Beiträge sind aber mit Erreichen des Break-Even, also erwartungsgemäß ab 2021 zu erwarten. Bis dahin wird jedoch die FinTech Group ab 2019 im Bereich IT-Dienstleistungen Umsätze aus dem Dienstleistungsvertrag erwirtschaften, so dass ein Teil der Anlaufaufwendungen aufgefangen wird.

Der Deal mit der Österreichischen Post ist als ein wegweisendes Projekt für das weitere Wachstum des B2B-Segments anzusehen. Grundsätzlich plant die Gesellschaft die Gewinnung von jährlich 3-5 neuen B2B-Kunden. In diesem Bereich verfügt die FinTech Group AG mit der modularen Plattform FTG:CBS über ein hoch skalierbares Produkt, welches vor dem Hintergrund steigender regulatorischer und bankfachlicher Anforderungen auf eine steigende Kundennachfrage treffen dürfte.

Um weiteres Wachstum im B2C-Geschäft zu erreichen, ist die FinTech Group AG insbesondere mit den Marken „flatex“ und „ViTrade“ hervorragend positioniert. Auch in der abgelaufenen Berichtsperiode hatte die Kundenanzahl weiterhin auf mittlerweile über 270 Tausend Kunden dynamisch zugelegt. Im Rahmen des Joint Venture mit der Österreichischen Post ergeben sich durch die Nutzung der 433 Postfilialen sowie von rund 1.350 Postpartnern weitere erhebliche Potenziale zur Neukundengewinnung. Kurzfristig rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr unverändert mit einem deutlichen Anstieg (10 % - 20 %) der Kunden- und der Transaktionsanzahl. Die Intensivierung der bestehenden Partnerschaften, beispielsweise mit dem neuen strategischen Aktionär Morgan Stanley und der neuen Partnerschaft mit Goldman Sachs, soll die Einführung neuer Produkte in Deutschland und in den Auslandsmärkten ermöglichen. Diesbezüglich ist es geplant, die zuletzt mit dem Eintritt in Österreich erfolgreich eingeleitete geografische Expansion außerhalb der DACH-Region weiter fortzusetzen. Mittel- bis langfristig soll dabei die Anzahl der Transaktionen verdoppelt werden.

Nicht zuletzt soll das ebenfalls ausgebaute Kreditvolumen weiter gesteigert werden. Dabei ist es geplant, auch Drittkunden die Kreditinanspruchnahme zu ermöglichen. Zudem wurden neue Produkte wie der „flatex PolicenKredit“ entwickelt, im Rahmen dessen Lebensversicherungspolice als Sicherheit hinterlegt werden können, um neue Kundengruppen zu erschließen. Mittelfristig soll das besicherte Kreditbuch auf über 500 Mio. € ausgebaut werden.

Prognose Umsatzerlöse und EBITDA (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Wir behalten unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2018 und 2019 (siehe Researchstudie vom 17.08.2018) unverändert bei.

Da die Auswirkungen aus der aktuellen Kooperation erst nach unserem konkreten Prognosezeitraum zum Tragen kommen werden, haben wir die hieraus resultierenden möglichen Effekte erst im Endwert des Residualeinkommens unseres Bewertungsmodells berücksichtigt. Darüber hinaus haben wir die vollständig von der Österreichischen Post AG gezeichnete 7%ige Kapitalerhöhung berücksichtigt, woraus sich ein leichter Verwässerungseffekt ergibt. Dennoch überwiegen die Potenziale der neuen Kooperation, was durch einen Anstieg des fairen Unternehmenswertes auf 45,00 € (bisher: 41,70 €) wiedergegeben wird. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 27,45 € vergeben wir damit weiterhin das Rating KAUFEN.

	2017	2018e	2019e	Endwert
Eigenkapital	112,72	173,55	205,36	
Jahresüberschuss	16,80	25,83	31,81	
Eigenkapitalrendite		14,9%	15,5%	18,7%
Eigenkapitalkosten		4,2%	4,2%	4,2%
Überschussrendite		10,7%	11,3%	14,5%
Buchwert-Faktor		3,5	3,7	4,4
Residualeinkommen		12,03	19,58	738,46
Barwert der Residualeinkommen		11,89	18,56	699,98

Summe der Barwerte in Mio. €	843,14
Minderheitenanteile	0,00
Wert des Eigenkapitals in Mio. €	843,14
Ausstehende Aktien in Mio.	18,74
Fairer Unternehmenswert je Aktie in €	45,00

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,5b,6a,11)
§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem 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 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), Stellv. Chefanalyst
Marcel Goldmann, M.Sc., 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