

## FinLab AG<sup>\*5a,6a,11</sup>

### Kaufen

**Kursziel: 29,50 €**  
**(bisher: 28,87 €)**

Aktueller Kurs: 16,35  
02.09.2019 / XETRA / 14:40  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0001218063  
WKN: 121806  
Börsenkürzel: A7A  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 5,239  
Marketcap<sup>3</sup>: 85,  
<sup>3</sup>in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 20 %

Transparenzlevel:  
Scale

Marktsegment:  
Freiverkehr

Rechnungslegung:  
HGB/IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:  
Hauck & Aufhäuser

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger  
greiffenberger@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 9

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 02.09.19 (15:07 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 03.09.20 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2020

### Unternehmensprofil

Branche: Beteiligungen

Fokus: Fintech-Geschäftsmodelle

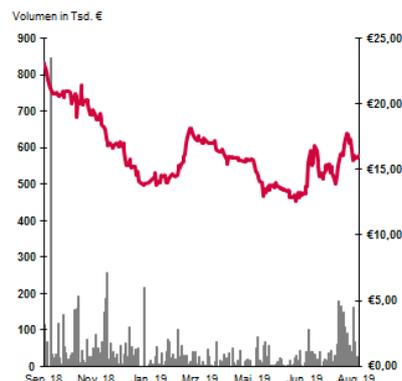
Mitarbeiter: 12 auf Inkubator-Ebene und über 500 in den Beteiligungen

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

Firmensitz: Frankfurt / Main

Vorstand: Stefan Schütze, Juan Rodriguez

Die FinLab AG ist eine Beteiligungsgesellschaft mit speziellem Fokus auf Fintech-Geschäftsmodellen. Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt dabei auf der Entwicklung selbst gegründeter bzw. inkubierter deutscher Fintech-Start-up-Unternehmen, welche das Potenzial besitzen, das Geschäftsmodell europaweit auszurollen. An diesen Eigengründungen strebt Finlab Mehrheitsbeteiligungen an und finanziert die Unternehmen auch über mehrere Finanzierungsrunden als Lead- oder Co-Investor. Der zweite Fokus der Gesellschaft liegt in der Beteiligung an aussichtsreichen Fintech-Unternehmen, die nicht selbst gegründet wurden, und der damit verbundenen Bereitstellung von Wagniskapital in Seed- oder Follow-on-Finanzierungsrunden. Dabei gibt es keine regionale Spezialisierung, sondern neben Deutschland kommen hier auch Beteiligungen in den USA in Frage. In den vergangenen Jahren hat die FinLab AG das Beteiligungsportfolio erheblich auf mittlerweile zehn Beteiligungen ausgebaut. Hierunter sind Unternehmen aus dem wachstumsstarken Fintech-Bereich aber auch Gesellschaften mit einem Bezug zur Blockchain- und Kryptowährungswelt zu finden.



GuV in Mio. EUR* \ GJ.-Ende	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	30.06.2019
Erträge gesamt	4,94	4,36	4,69	2,91
EBIT	2,27	1,46	0,79	1,16
Nachsteuerergebnis	14,00	14,21	16,92	4,60
Operativer Cashflow	0,89	1,83	1,49	-0,11

### Kennzahlen in EUR\*

Gewinn je Aktie	3,08	2,97	3,29	0,88
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

### Kennzahlen\*

Finanzanlagen/Wertpapiere/Cash in Mio. €	68,00	103,19	104,94	103,18
Eigenkapital (IFRS) in Mio. €	67,14	103,92	106,27	106,00
NAV je Aktie in €	14,79	20,83	20,44	20,23
Abschlag zum NAV zum Stichtag	10,5%	-21,5%	-20,0%	-19,2%
KGV	6,12	6,03	5,06	-

\*Kennzahlen gemäß IFRS

### Finanztermine

25-27.11.19: EKf

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

23.04.2019: RS / 28,87 / KAUFEN

24.09.2018: RS / 32,75 / KAUFEN

16.08.2018: RS / 33,75 / KAUFEN

15.06.2018: RS / 30,65 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://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“

## GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2019

### Umsatz- und Ergebnisentwicklung 1.HJ 2019

GuV (in Mio. €)	1.HJ 2017	1.HJ 2018	1.HJ 2019
Erträge gesamt	1,76	2,79	2,91
EBIT ( <i>Marge</i> )	0,30 (17,2%)	1,02 (36,7%)	1,16 (39,7%)
Periodenergebnis	2,99	1,63	4,60
EPS in €	0,65	0,31	0,88

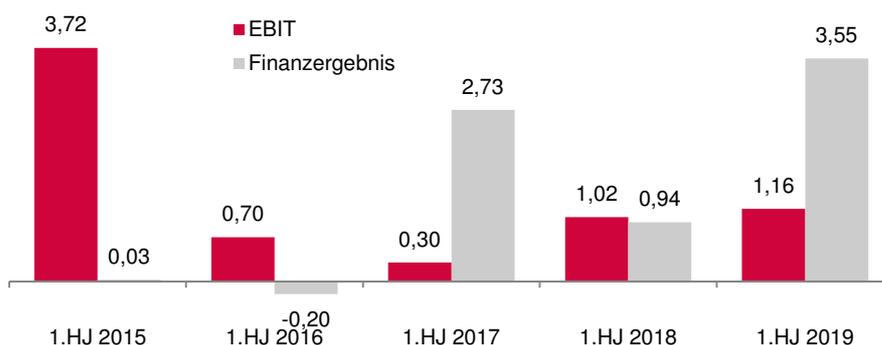
Quelle: FinLab AG; GBC AG

Das Geschäftsmodell der FinLab AG als Beteiligungsgesellschaft mit Fokus auf Fintech-Geschäftsmodellen führt dazu, dass eine Analyse der Umsatz- und Ergebnisentwicklung nach den klassischen Kennzahlen keine adäquate Darstellung der Unternehmenssituation liefert. Die wichtigste Aussage, die aus der Betrachtung der Umsatzerlöse und des EBIT gewonnen werden kann, ist der Umstand, wonach sich die FinLab AG „selbst trägt“ und damit eine Deckung der Personal- und Sachaufwendungen vorhanden ist.

Wie in den vergangenen Geschäftsjahren hat dabei die FinLab AG mit 1,16 Mio. € (VJ: 1,02 Mio. €) ein positives EBIT erzielt. Damit befindet sich die Gesellschaft weiterhin in der komfortablen Lage, die Fintech-Beteiligungen möglichst lange im Portfolio halten zu können und damit den Großteil der möglichen Wertsteigerungen zu heben. Es müssen daher keine Exits vorgenommen werden, um mögliche Defizite auszugleichen.

Die Basis für die stabile EBIT-Entwicklung liefern die Umsatzerlöse, die sich aus Dienstleistungserträgen gegenüber Tochtergesellschaften und Beteiligungen (Geschäftsführung, Marketing, Buchführung etc.) sowie aus Beteiligungserträgen zusammensetzen. Bei den Beteiligungserträgen handelt es sich vornehmlich um Dividendenausschüttungen der HELIAD Equity Partners GmbH & Co. KGaA, an der 45,3 % gehalten werden, sowie um Gewinnbeteiligungen der Portfoliogesellschaften. Insgesamt verbesserten sich die Gesamterträge auf 2,91 Mio. € (VJ: 2,79 Mio. €), was, bei einer gleichbleibenden Entwicklung der Overheadkosten, zum dargestellten EBIT-Anstieg geführt hatte.

### EBIT und Finanzergebnis (in Mio. €)



Quelle: FinLab AG; GBC AG

Die Entwicklung des Fintech-Beteiligungsportfolios, sei es ein Wertzuwachs oder ein erfolgreicher Verkauf von Anteilen, wird dabei im Finanzergebnis und damit unterhalb des EBIT abgebildet. Der starke Anstieg des Finanzergebnisses auf 3,55 Mio. € (VJ: 0,94 Mio. €) ist insbesondere auf eine positive Wertentwicklung bei den Fintech-Beteiligungen zurückzuführen. Nachdem bei der Iconic Lab im Januar 2019 eine Finanzierungsrunde erfolgt ist, gehen wir davon aus, dass sich dies positiv auf das Finanzergebnis ausgewirkt hatte. Zudem dürften auch andere Portfoliounternehmen eine Verbesserung des Unternehmenswertes erreicht haben.

## Vermögenslage zum 30.06.2019

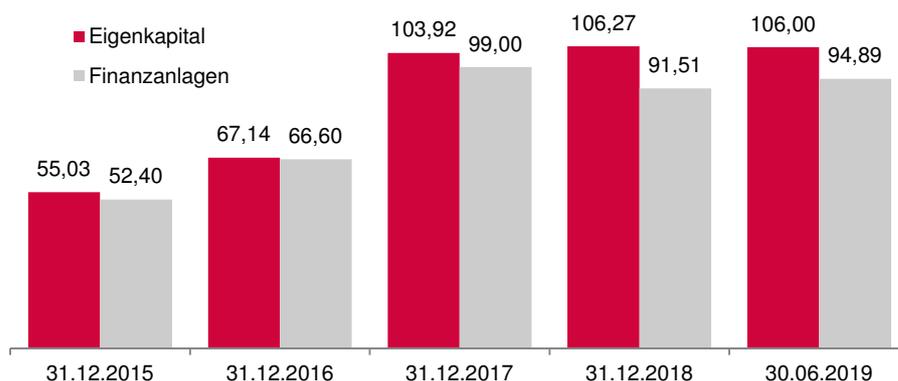
in Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	30.06.2019
Eigenkapital	103,92	106,27	106,00
EK-Quote (in %)	97,9%	98,2%	98,5 %
Finanzanlagen	99,00	91,51	94,89
Wertpapiere und Cash	4,19	13,42	8,29
NAV je Aktie	20,83 €	20,44 €	20,23 €
Cashflow – operativ	1,83	1,49	-0,11
Cashflow – Investition	-4,29	2,57	-5,03
Cashflow – Finanzierung	5,61	5,18	0,00

Quelle: FinLab AG, GBC AG

Das Bilanzbild der FinLab AG, welches auf der Passivseite mit einer EK-Quote in Höhe von 98,5 % (31.12.18: 98,2 %) nahezu ausschließlich aus Eigenkapital besteht, verdeutlicht, dass die Investitionen in die klassischen Finanzdienstleistungen und in den Fintech-Beteiligungen vollständig eigenkapitalfinanziert erfolgen. Sowohl der ergebniswirksame als auch der ergebnisneutrale Wertzuwachs bei den Beteiligungen wirkt sich dabei auf die Höhe des Eigenkapitals aus. Dabei steht dem deutlich positiven Nachsteuerergebnis in Höhe von 4,60 Mio. € eine rückläufige Kursentwicklung der Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA gegenüber, die gleichzeitig die größte Einzelbeteiligung der FinLab AG ist. Abschreibungen auf Portfoliounternehmen hatten bei der Heliad in den ersten sechs Monaten 2019 erneut zu einem starken Kursverlust in Höhe von 28,9 % geführt, was in der Neubewertungsgrundlage eigenkapitalmindernd berücksichtigt wurde.

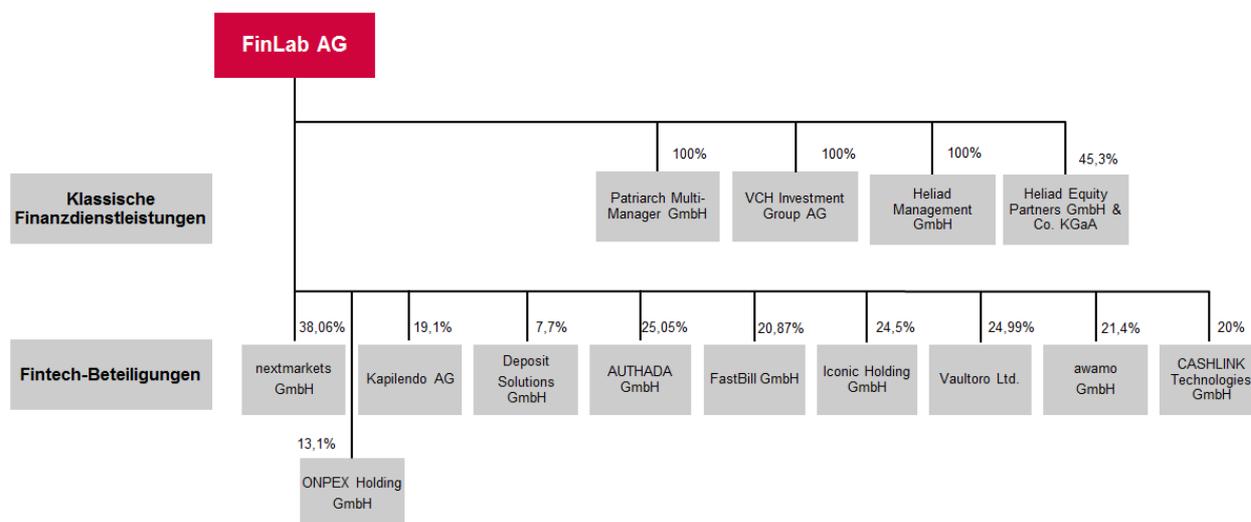
Der Heliad-Kursrückgang hatte auf der Aktivseite eine Minderung der Finanzanlagen zur Folge, welche jedoch von der positiven Entwicklung der Fintech-Beteiligungen sowie durch den im Februar 2019 erfolgten Ausbau des Beteiligungsportfolios an der ONPEX Holding GmbH ausgeglichen wurde. Demnach verbesserten sich die Finanzanlagen auf 94,89 Mio. € (31.12.18: 91,51 Mio. €):

### Eigenkapital und Finanzanlagen (in Mio. €)



Quelle: FinLab AG; GBC AG

## ENTWICKLUNG DER BETEILIGUNGEN IM 1.HJ 2019



Quelle: FinLab AG; GBC AG

### Deposit Solutions GmbH

Die Deposit Solutions hat über die Vertriebskanäle „Zinspilot“ und „Savedo“ mittlerweile über 14 Mrd. € Spareinlagen vertrieben und es haben bereits rund 190.000 Kunden ein Konto bei der FinLab-Beteiligung eröffnet. Das Wachstum des im Rahmen der letzten Finanzierungsrunde (August 2018) mit rund 500 Mio. USD bewerteten Unternehmens soll auf diesem hohen Niveau bleiben. Nachdem die Expansion in den Niederlanden und Österreich erfolgt ist, sollen weitere europäische Länder hinzukommen. Die ersten Schritte für eine Expansion in den USA sind zudem erfolgt. Beide Plattformen der Deposit Solutions „Zinspilot“ und „Savedo“ wurden von BankingCheck als „Best Deposit Marketplace“ ausgezeichnet.

### Iconic Holdings GmbH

Die Iconic ist im Bereich des Krypto-Assetmanagements tätig und entwickelt derzeit eine Krypto Assetmanagement Plattform (AMaaS), auf der externe Vermögensverwalter die Umsetzung der eigenen Investmentstrategie im Kryptobereich optimieren können. Im Rahmen des AMaaS-Ökosystems können die Vermögensverwalter regulierte Vehikel emittieren, Transaktionen durchführen sowie alle wesentlichen Dienstleistungen in Anspruch nehmen. Nachdem die Iconiq im Januar 2019 eine Finanzierungsrunde in siebenstelliger Höhe mit dem Hightech Gründerfonds (HTGF III) und der FinLab AG erfolgreich durchgeführt hatte, erfolgte im Juli 2019 die nächste Finanzierungsrunde in siebenstelliger Höhe mit der Cryptology Asset Group PLC. Das Kapital soll dabei in erster Linie für die Fertigstellung der AMaaS-Plattform verwendet werden.

### ONPEX Holding GmbH

Im Februar 2019 hat die FinLab AG die Beteiligung an der ONPEX Holding GmbH bekannt gegeben. ONPEX fungiert dabei als eine cloud-basierte Konten- und Zahlungslösung und bietet modulare White-Label Zahlungs-, Banking und Compliance-as-a-Service Lösungen an. Unternehmen, insbesondere diejenigen mit digitalen Geschäftsmodellen, können beispielsweise über die ONPEX-Plattform Zahlungen in einer regulierten Umgebung abwickeln. Zudem sind Kunden durch die White Label-Nutzung von ONPEX-BaaS in der Lage, eigene Finanzdienstleistungen (Zahlungsabwicklung etc.) anzubieten. Im Rahmen der global aufgelegten Plattform besteht die Möglichkeit, internationale Transfers in unterschiedlichen Währungen abzuwickeln. Zu den institutionellen ONPEX-Kunden zählen auch regulierte Institute, wie etwa Zahlungsabwickler, Banken oder Platt-

formen für Kryptowährungen, die über Programmierschnittstellen (API) eigene, maßgeschneiderte Anwendungen erstellen können. Im Rahmen der Serie-A Finanzierungsrunde hat sich die FinLab AG in einem hohen siebenstelligen Bereich beteiligt.

#### **CASHLINK Technologies GmbH**

Die im November 2018 neu in das FinLab-Portfolio hinzugekommene Beteiligung CASHLINK Technologies bietet eine blockchainbasierte Plattform an, die Start-Ups für die Kapitalsuche nutzen können. Dabei verbindet die Plattform Start-ups und potenzielle Investoren direkt miteinander und ermöglicht den digitalisierten Handel von Start-up-Anteilen in Form so genannter Security Token. Es handelt sich dabei um eine nach deutschem Recht regulierte Abwicklung, die aufgrund der hohen Standardisierung einen kostengünstigen Prozess ermöglicht. Im Mai 2019 hat die FinLab-Beteiligung innerhalb des selbst entwickelten rechtlichen Rahmens die ersten digitalen Wertpapiere auf der Blockchain ausgegeben, um die Funktionalität der Plattform zu demonstrieren.

#### **AUTHADA GmbH**

Die Darmstädter AUTHADA GmbH ist ein Spezialist für Identifizierungslösungen und Anbieter von Cybersecurity-Produkten, womit sich Kundenidentitäten schnell über die eID-Funktionalität des Personalausweises feststellen lassen. Nachdem die comdirect-Bank, als eine der führenden Direktbanken in Deutschland, im vergangenen Geschäftsjahr als Kunde gewonnen wurde, wurde die Zusammenarbeit in 2019 ausgebaut. Neben der digitalen Depotöffnung wird die AUTHADA-Lösung nun auch als Identifizierungslösung bei der Eröffnung von Girokonten eingesetzt. Diese ist nun komplett in die App und das Corporate Design der comdirect integriert.

## BEWERTUNG

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

Zum 30.06.2019 weist die FinLab AG gemäß IFRS-Bilanz ein Eigenkapital in Höhe von 106,00 Mio. € aus. Dieses basiert dabei auf dem Bilanzwert der Finanzanlagen in Höhe von 94,89 Mio. €, wovon die 45,3%ige Beteiligung an der Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA, als derzeit größte Einzelbeteiligung, 16,15 Mio. € ausmacht. Insbesondere in den vergangenen beiden Geschäftsjahren entwickelte sich der Wertansatz der Heliad-Beteiligung deutlich rückläufig, als Folge notwendig gewordener Abschreibungen auf HELIAD-Portfoliounernehmen. Der zuletzt zum 31.03.2019 aktualisierte Heliad-NAV liegt bei 6,76 € je Aktie (31.12.2018: 6,20 € je Aktie). Relativ zu diesem NAV belaufen sich die stillen Reserven der HELIAD-Beteiligung auf 13,68 Mio. €.

Darüber hinaus liegt der IFRS-Wertansatz der Fintech-Beteiligungen zum 30.06.19 bei 60,31 Mio. € (31.12.18: 52,75 Mio. €). Dieser Anstieg ist einerseits eine Folge der im Februar 2019 eingegangenen Beteiligung an der ONPEX Holding GmbH sowie darüber hinaus der positiven Wertentwicklung der bestehenden Fintech-Beteiligungen. Wir sehen den Gesamt-NAV der Fintech-Beteiligungen bei 94,81 Mio. € und damit um 34,50 Mio. € über dem bilanziellen Wertansatz.

Als dritte Stufe zur NAV-Berechnung haben wir die liquiden Mittel (inkl. Wertpapiere) in Höhe von 8,22 Mio. € um die im zweiten Halbjahr 2019 zu erwarteten, planbaren Erlösströme aus dem traditionellen Asset Management-Geschäft, namentlich die vereinbarten Management-Fees sowie Dividendenerträge (inkl. Erträge aus dem neuen Fonds mit Block.one) abzüglich der Holding-Kosten berücksichtigt.

### Herleitung des fairen Wertes je Aktie der FinLab AG

in Mio. €	30.06.2019 (lt. IFRS)	Fairer Wert zur NAV-Bewertung (lt. GBC-Berechnung)
Heliad Equity Partners GmbH	16,15	29,83
Fintech-Beteiligungen	60,31	94,81
Liquide Mittel	8,22	10,54
Sonst. Finanzanlagen	18,12	18,12
<b>Summe</b>	<b>103,18</b>	<b>153,30</b>
	Stille Reserven	50,20
	Eigenkapital (inkl. stille Reserven)	156,20
	Eigenkapital abzüglich FK	154,61
	Anzahl Aktien	5,24
	<b>NAV/Aktie</b>	<b>29,50 €</b>

Der aktuelle NAV/Aktie der FinLab AG liegt mit 29,50 € dabei leicht oberhalb des bisher ermittelten Wertes von 28,87 €. Die fairen Werte der Fintech-Beteiligungen sowie der HELIAD-NAV weisen gegenüber unserer bisherigen Studie jeweils leichte Steigerungen auf. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs ist die FinLab AG weiterhin ein klarer KAUF.

## Wichtiger Bewertungshinweis

Derzeit wird über einen Verkauf des Onlinebrokers Flatex AG (zuvor unter FinTech Group AG firmierend) spekuliert, dem gleichzeitig größten Unternehmen des HELIAD-Portfolios. Im Juli 2019 hatte die Gesellschaft den Beschluss bekanntgegeben, zusammen mit dem Beratungsunternehmen Lazard mögliche strategische Optionen bezüglich der künftigen Ausrichtung zu prüfen. Als eine mögliche Option wurde dabei der Verkauf der Gesellschaft genannt. Auch wenn derzeit am Markt keine weiteren Informationen vorliegen, so wird in den Medien und auf verschiedenen Finanzportalen darüber spekuliert, dass ein Verkauf oberhalb des Preises von 30 € je Aktie eine wahrscheinliche Option ist. Ein Verkauf der Flatex AG zu diesem Preis würde sich auf die Geschäftsentwicklung und damit auf die Bewertung der FinLab AG positiv auswirken. Der von uns errechnete positive Effekt in Höhe von 20,81 Mio. € oder 3,97 € je Aktie teilt sich folgendermaßen auf:

- Auf den erzielten Kursgewinn (relativ zum Kaufkurs der Heliad an der Flatex AG) würde die FinLab AG, als Berater, über die 100% Tochter HELIAD Management GmbH eine Performance-Fee von 20 % erzielen. Der Einstandskurs der von der Heliad gehaltenen 1,93 Mio. flatex-Aktien liegt bei 7,27 € je Aktie, was bei der Veräußerung zu einem Preis von 30,00 € einem Kursgewinn in Höhe von 43,88 Mio. € entsprechen würde. Folglich würde die FinLab eine **Performance-Fee** in Höhe von **8,78 Mio. €** ausweisen.
- Mit der Veräußerung der Flatex AG würde die Heliad einen deutlichen Anstieg des operativen Ergebnisses und damit auch des NAV erreichen. Nach IFRS dürfte sich der Wertansatz der Flatex AG zum 31.12.2018 auf 34,54 Mio. € belaufen haben. Eine Veräußerung zu 30 € würde zu einem Anstieg des Wertansatzes um 26,56 Mio. € auf 61,10 Mio. € führen. Dies hätte einen Anstieg des Heliad-NAV in Höhe von 2,69 € zur Folge. Entsprechend der Beteiligungsquote in Höhe von 45,3 % würden auf die FinLab AG hiervon **12,03 Mio. €** entfallen.

## 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>

#### **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>

#### **§ 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>

**§ 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,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**

**Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., 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](mailto:compliance@gbc-ag.de)