

The NAGA Group AG^{*5a;11}

KAUFEN

Kursziel: 3,60 EUR
(bisher: 12,75 EUR)

Aktueller Kurs: 1,84
02.02.23 / XETRA / 09:22 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A161NR7
WKN: A161NR
Börsenkürzel: N4G
Aktienzahl³: 54,05
Marketcap³: 99,45
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 41,6 %

Transparenzlevel:
Scale
Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahresende: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 7

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 03.02.23 (08:24 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 03.02.23 (11:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2023

Branche: FinTech

Fokus: Social Trading und Investitionen in Finanzinstrumente, Kryptowährungen und virtuelle Güter

Mitarbeiter: 174

Gründungsjahr: 2015

Firmensitz: Hamburg

Vorstand: Benjamin Bilski, Andreas Luecke, Michalis Mylonas

NAGA ist ein innovatives Fintech-Unternehmen, das mit seiner sozialen Handelsplattform persönliche Finanzgeschäfte und Investitionen nahtlos miteinander verbindet. Die unternehmenseigene Plattform bietet eine Reihe von Produkten an, die vom Aktienhandel, über Kapitalanlagen und Krypto-Währungen bis hin zu einer physischen VISA Karte reichen. Zusätzlich ermöglicht die Plattform einen Austausch mit anderen Tradern, liefert relevante Informationen im Feed sowie Autokopierfunktionen für die Trades erfolgreicher Mitglieder. NAGA ist eine synergistische Gesamtlösung, die leicht zugänglich und inklusiv ist. Sie liefert eine verbesserte Grundlage, um zu handeln, zu investieren, sich zu vernetzen, zu verdienen und zu bezahlen. Dies gilt sowohl für Fiat- als auch für Krypto-Produkte.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024e
Umsatz	52,88	52,08	67,42	84,27
EBITDA	-4,20	-5,97	5,99	15,96
EBIT	-9,55	-29,77	0,79	10,46
Jahresüberschuss	-10,75	-30,47	0,08	6,99

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,20	-0,56	0,00	0,13
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,52	1,54	1,19	0,95
EV/EBITDA	neg.	neg.	13,40	5,03
EV/EBIT	neg.	neg.	101,50	7,67
KGV	neg.	neg.	1215,60	14,24
KBV	0,69			

Finanztermine

Juni 2023: Geschäftsbericht 2022
August 2023: Hauptversammlung
Oktober 2023: Halbjahresbericht 2023

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
19.01.2022: RS / 12,75 EUR / KAUFEN
08.11.2021: RS / 11,70 EUR / KAUFEN
09.08.2021: RS / 9,10 EUR / KAUFEN
13.01.2021: RS / 7,03 EUR / 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“

Erste positive Effekte aus eingeleiteter Restrukturierung sichtbar; Break-Even im laufenden Geschäftsjahr erwartet; Kursziel: 3,60 €; Rating: KAUFEN

- Die Kommunikation mit dem Finanzmarkt war bei der NAGA Group AG (kurz: NAGA) im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 von der Verschiebung des Geschäftsberichtes 2021 geprägt. Ein Teil der Verzögerung hing mit der Klärung von Bewertungsfragen zusammen. Nach Auffassung der Wirtschaftsprüfer musste der Kryptowährungsbestand nun nach Anschaffungskosten bilanziert werden und ein Teil der Kundengewinnungskosten durfte nicht mehr aktiviert werden. Top-Line war die Gesellschaft zwar in der Lage, den zuvor eingeschlagenen Wachstumskurs mit einem Anstieg der Gesamtumsätze um 117,1 % auf 52,88 Mio. € (VJ: 24,35 Mio. €) fortzusetzen, die Bilanzierungsänderungen hatten jedoch zu einem deutlichen Rückgang des EBIT auf -9,55 Mio. € (VJ: 0,94 Mio. €) geführt.
- Aufgrund der verzögerten Veröffentlichung des Geschäftsberichtes wurde der Halbjahresbericht 2022 am 30.12.2022 ebenfalls mit Verspätung publiziert. In diesem zeichnet das NAGA-Management das Bild eines turbulenten ersten Halbjahres 2022. Prägend waren hier insbesondere der Einbruch der Krypto-Märkte, ein aus dem Rückzug aus UK resultierender Umsatzrückgang sowie die im Zuge des Ukraine-Krieges insgesamt rückläufige Transaktionsaktivität an den Kapitalmärkten. Aufgrund der noch unverändert hohen Kundengewinnungsaktivitäten legten die Umsätze aber um 50,1 % auf 35,02 Mio. € (VJ: 23,22 Mio. €) unverändert dynamisch zu, das EBIT lag jedoch mit -18,63 Mio. € (VJ: -1,95 Mio. €) deutlich unter Vorjahresniveau. Ein wesentlicher Faktor für den starken Ergebnisrückgang waren unter anderem die notwendig gewordenen Bewertungsanpassungen der gehaltenen Krypto-Vermögenswerte in Höhe von rund -12,00 Mio. €.
- Der NAGA-Vorstand hat die Entwicklung des ersten Halbjahres 2022 zum Anlass genommen und seit Juli 2022 einen vollständigen Strategiewechsel und eine Umstrukturierung eingeleitet. Auf Basis der nun ausgebauten und in den Markt eingeführten Produktbereiche (NAGA Trader; NAGAX; NAGA Pay) wurde der Fokus weg vom starken Kunden- und Umsatzwachstum hin zum Erreichen der Gewinnschwelle verlagert. Diese soll ab dem zweiten Quartal 2023 nachhaltig übertroffen werden.
- Die Konzentration auf das Handelsgeschäft sowie auf die Senkung der operativen Kostenbasis und der Akquisitionskosten trägt, gemäß Unternehmensangaben, bereits Früchte. Mit der Verbesserung der Marketingkosten, dem Personalabbau sowie der Kürzung von F&E-Aufwendungen wurde die Kostenbasis im zweiten Quartal 2022 auf 14 Mio. € und im vierten Quartal 2022 weiter auf 12 Mio. € reduziert. Im ersten Quartal 2022 lag diese noch bei 20 Mio. €. Zum Teil wird diese Reduktion von einer Verbesserung der Kundenakquise-Kosten getragen. Im Q3 lagen diese bei 816 € pro Kunde, was eine deutliche Reduktion gegenüber den ersten beiden Quartalen (Q1: 1.343 €; Q2: 1.609 €) bedeutet. Im vierten Quartal 2022 sind diese weiter auf 613 € gefallen. Zeitgleich soll durch die geografische Diversifikation eine Steigerung der Umsätze je Kunde erreicht werden.
- Deutlich sichtbar sollten diese Maßnahmen erst im laufenden Geschäftsjahr 2023 werden, sich vollumfänglich dann in 2024 auswirken. Das abgelaufene Geschäftsjahr 2022 dürfte indes noch von einem deutlich negativen Ergebnis geprägt sein.
- Der erwartete hohe negative operative Cashflow sollte zum Teil durch einen positiven Investitions-Cashflow aufgefangen werden. Dieser hängt in erster Linie mit der Veräußerung von Geldmarktfonds, in denen die NAGA die aus den Kapitalerhöhungen eingewor-

benen liquiden Mittel zwischengeparkt hatte, zusammen. Zum Halbjahr 2022 wurde ein freier Cashflow in Höhe von -3,22 Mio. € ausgewiesen.

- Ein wesentlicher Aspekt der weiteren Unternehmensentwicklung dürfte die beabsichtigte strategische Transaktion mit einem multinationalen Brokerage-Unternehmen sein. Wie am 19. Januar 2023 von der NAGA gemeldet, finden derzeit Gespräche mit einem nicht näher benannten Brokerage-Unternehmen statt, mit dem Ziel eines Zusammenschlusses der beiden Gesellschaften. Bis zum vierten Quartal 2023 sollte unter der Voraussetzung einer positiven Due-Diligence-Prüfung sowie weiterer Genehmigungen der Vollzug der Transaktion erfolgen. Unserer Ansicht nach würde die NAGA in diesem Falle übernommen werden, die eigenständige Börsennotiz würde aber beibehalten werden. Offensichtlich wird die aktuelle Bewertung der NAGA als niedrig eingestuft und auf der anderen Seite die nun vollständig entwickelte NAGA-Produktpalette als attraktiv bewertet. NAGA könnte im Falle einer Akquisition von vorhandenen Lizenzen des Brokerage-Unternehmens profitieren, wodurch der Eintritt in neue Märkte, ohne vorherige zeitintensive Lizenzerlangung, möglich wäre.
- Das laufende Geschäftsjahr 2023 wird, wie dargestellt, von der Konzentration auf die Verbesserung der Ergebniskennzahlen geprägt sein. Darüber hinaus plant die Gesellschaft bis zum Q2 2023 den Wiedereinstieg in UK umzusetzen, wo in 2021 noch das größte gehandelte Volumen vorlag. Die Reaktivierung des ehemaligen Kundenstammes (180.000 Leads) soll zu niedrigeren Gewinnungskosten erfolgen, was einen unmittelbaren Ergebniseffekt hätte. Darüber hinaus plant die Gesellschaft auch außerhalb Europas stärker zu wachsen. Diesbezüglich ist die kürzlich erteilte Lizenz auf den Seychellen von hoher Bedeutung. Schließlich sollen mit der für den Jahresanfang 2023 geplanten Einführung des NAGA Institutional-Desk die Volumenhändler stärker adressiert werden.
- Nachdem wir für das abgelaufene Geschäftsjahr, bei Umsatzerlösen in Höhe von 52,08 Mio. €, insbesondere aufgrund der Wertverluste gehaltener Kryptowährungen ein negatives EBIT in Höhe von -29,77 Mio. € erwarten, dürfte im laufenden Geschäftsjahr der Break-Even erreicht werden. Bei einem Umsatzanstieg in Höhe von knapp 30 % auf 67,42 Mio. € rechnen wir mit einer Verbesserung des EBIT auf 0,79 Mio. €. Die Effekte des UK-Wiedereintritts sowie der weiteren regionalen Ausweitung sollten sich im kommenden Geschäftsjahr 2024 vollumfänglich positiv niederschlagen. Wir rechnen für 2024 mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 25 % auf 84,27 Mio. € und sehen ein EBIT in Höhe von 10,46 Mio. € als realistisch an.
- Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 3,60 € (bisher: 12,75 €) ermittelt. Die deutliche Kurszielsenkung ist eine Folge der signifikant reduzierten Prognosen für die konkrete Schätzperiode (2022e – 2024e), wodurch eine niedrigere Basis für die Stetigkeitsphase unseres Bewertungsmodells vorliegt. Auf der anderen Seite berücksichtigen wir den marktbedingten Anstieg des risikolosen Zinssatzes und heben damit die gewichteten Kapitalkosten (WACC) auf 10,34 % (bisher: 9,33 %) sichtbar an. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 1,84 € vergeben wir das Rating KAUFEN.

Modellannahmen

Die The NAGA Group AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2022 - 2024 in Phase 1, erfolgt von 2025 bis 2029 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 15,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 18,9 % (bisher: 28,1 %) angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der noch bestehenden Verlustvorräte erst ab Phase 3 mit 30,0 % 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 3,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der The NAGA 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 1,50 % (bisher: 0,25 %).**

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 1,61 (bisher: 1,65). Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,34 % (bisher: 9,33 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikolosen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,34 % (bisher: 9,33 %).

Bewertungsergebnis

Aufgrund der deutlich reduzierten Prognosen sowie der höheren Kapitalkosten haben wir im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells eine deutliche Reduktion des Kursziels auf 3,60 € (bisher: 12,75 €) ermittelt.

DCF-Modell

The NAGA Group AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	15,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	18,9%	ewige EBITA - Marge	15,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	458,3%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	30,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	52,08	67,42	84,27	96,91	111,45	128,17	147,39	169,50	
US Veränderung	-1,5%	29,4%	25,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	43,40	56,18	70,23	80,76	92,88	106,81	122,83	141,25	
EBITDA	-5,97	5,99	15,96	18,35	21,11	24,27	27,91	32,10	
EBITDA-Marge	-11,5%	8,9%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%	
EBITA	-29,77	0,79	10,46	12,85	15,61	18,77	22,41	26,60	
EBITA-Marge	-57,2%	1,2%	12,4%	13,3%	14,0%	14,6%	15,2%	15,7%	15,7%
Steuern auf EBITA	0,00	-0,08	-3,14	-3,86	-4,68	-5,63	-6,72	-7,98	
zu EBITA	0,0%	10,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-29,77	0,71	7,32	9,00	10,92	13,14	15,69	18,62	
Kapitalrendite	-62,1%	2,5%	25,1%	29,9%	36,1%	42,0%	48,6%	56,0%	56,0%
Working Capital (WC)	27,00	28,00	28,90	29,07	30,07	31,07	32,07	33,07	
WC zu Umsatz	51,8%	41,5%	34,3%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
Investitionen in WC	-4,37	-1,00	-0,90	-0,17	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	
AFA auf OAV	-23,80	-5,20	-5,50	-5,50	-5,50	-5,50	-5,50	-5,50	
AFA zu OAV	1983,3%	433,3%	458,3%	458,3%	458,3%	458,3%	458,3%	458,3%	
Investitionen in OAV	0,32	-5,20	-5,50	-5,50	-5,50	-5,50	-5,50	-5,50	
Investiertes Kapital	28,20	29,20	30,10	30,27	31,27	32,27	33,27	34,27	
EBITDA	-5,97	5,99	15,96	18,35	21,11	24,27	27,91	32,10	
Steuern auf EBITA	0,00	-0,08	-3,14	-3,86	-4,68	-5,63	-6,72	-7,98	
Investitionen gesamt	-4,05	-6,20	-6,40	-5,67	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	
Investitionen in OAV	0,32	-5,20	-5,50	-5,50	-5,50	-5,50	-5,50	-5,50	
Investitionen in WC	-4,37	-1,00	-0,90	-0,17	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-10,02	-0,29	6,42	8,82	9,92	12,14	14,69	17,62	247,32

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	166,90	184,44
Barwert expliziter FCFs	42,69	47,39
Barwert des Continuing Value	124,21	137,05
Nettoschulden (Net debt)	-9,75	-8,76
Wert des Eigenkapitals	176,65	193,21
Fremde Gewinnanteile	1,09	1,19
Wert des Aktienkapitals	177,74	194,40
Ausstehende Aktien in Mio.	54,05	54,05
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,29	3,60

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,61
Eigenkapitalkosten	10,3%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	-2,8%
WACC	10,3%

Kapitalrendite	WACC				
	8,3%	9,3%	10,3%	11,3%	12,3%
54,0%	4,80	4,04	3,50	3,10	2,78
55,0%	4,88	4,10	3,55	3,14	2,82
56,0%	4,95	4,16	3,60	3,18	2,85
57,0%	5,02	4,22	3,64	3,21	2,88
58,0%	5,10	4,28	3,69	3,25	2,92

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,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, Karin Jägg, Email: jaegg@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

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