

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

KAUFEN

Kursziel: 2,90 EUR
(bisher: 3,60 EUR)

Aktueller Kurs: 1,10
17.11.23 / XETRA / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A161NR7
WKN: A161NR
Börsenkürzel: N4G
Aktienzahl³: 54,05
Marketcap³: 59,24
³ in Mio. / in Mio. EUR

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahresende: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 7

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 20.11.23 (09:32 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 20.11.23 (11:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2024

Branche: FinTech

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

Mitarbeiter: 117 (30.09.2023)

Gründungsjahr: 2015

Firmensitz: Hamburg

Vorstand: Michalis Mylonas, Andreas Luecke

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 Mastercard reichen. Zusätzlich ermöglicht die Plattform einen Austausch mit anderen Händlern, 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	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
Umsatz	57,60	39,17	43,08	47,39
EBITDA	-13,73	5,13	6,62	9,21
EBIT	-36,86	-2,40	0,62	3,51
Jahresüberschuss	-37,29	-3,10	0,02	2,53

Kennzahlen in EUR	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
Gewinn je Aktie	-0,69	-0,06	0,00	0,05
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
EV/Umsatz	0,74	1,08	0,98	0,89
EV/EBITDA	neg.	8,25	6,40	4,60
EV/EBIT	neg.	neg.	68,74	12,05
KGV	neg.	neg.	3692,09	23,40
KBV	0,47			

Finanztermine

21.12.2023: Hauptversammlung

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

03.02.2023: RS / 3,60 EUR / KAUFEN

19.01.2022: RS / 12,75 EUR / KAUFEN

08.11.2021: RS / 11,70 EUR / KAUFEN

09.08.2021: RS / 9,10 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“

Starkes Ergebniswachstum in den ersten 9 Monaten 2023 erreicht, geringeres Umsatzwachstum aber Steigerung der Rentabilität erwartet, Kursziel: 2,90 €, Rating: KAUFEN

- Die The NAGA Group AG hat kürzlich und damit verspätet den Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 2022 veröffentlicht. Im Wesentlichen ist die verspätete Veröffentlichung auf einen Wechsel des Wirtschaftsprüfers, die Einbeziehung neuer Geschäftsaktivitäten bzw. neuer Tochtergesellschaften, vor allem aber aufgrund der Klärung von Bewertungsfragen hinsichtlich des Kryptowährungsbestandes, zurückzuführen.
- Mit Vorliegen des Geschäftsberichts wird zwar deutlich, dass die Gesellschaft im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 ein weiteres Umsatzwachstum in Höhe von 8,9 % auf 57,60 Mio. € (VJ: 52,88 Mio. €) verzeichnen konnte, das EBIT lag mit -36,86 Mio. € (VJ: -9,55 Mio. €) aber deutlich unter Vorjahresniveau. Insbesondere Abschreibungen auf langfristig gehaltene und zum Handel bestimmte Kryptowährungen in Höhe von insgesamt 18,57 Mio. € sowie eine Forderungswertberichtigung in Höhe von 1,45 Mio. € führten erwartungsgemäß zu dem deutlichen Ergebnisrückgang. Die Abschreibungen der Kryptowährungen stehen im Zusammenhang mit dem starken Kursverfall des NAGA Coin (NGC). Auch bereinigt um diese Sondereffekte hätte NAGA ein negatives EBIT in Höhe von -16,84 Mio. € ausgewiesen. Hier spiegelt sich die bis in das abgelaufene Geschäftsjahr 2022 verfolgte Strategie eines starken Kunden- und Umsatzwachstums wider, die beispielsweise mit unverändert hohen Marketingaufwendungen in Höhe von 28,35 Mio. € (VJ: 30,97 Mio. €) einherging. Um den operativen Break-even zu erreichen, müssen diese hohen Aufwendungen ein höheres Umsatzwachstum generieren. Dem stand jedoch ein allgemein schwieriges Marktumfeld gegenüber, das einerseits durch deutlich rückläufige Kursentwicklungen von Kryptowährungen und andererseits durch rückläufige Transaktionszahlen geprägt war.
- Als Reaktion auf die Entwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 hat das NAGA-Management einen Strategiewechsel vorgenommen und eine Umstrukturierung eingeleitet. Dabei wurde der Fokus vom Umsatzwachstum auf das Gewinnwachstum verlagert und die Unternehmens- und Kostenstrukturen entsprechend angepasst. Diesem Strategiewechsel kommt der mittlerweile fertige entwickelte und in den Markt eingeführte „One-stop-shop“-Ansatz der Naga-App zugute. Mit der Einführung von Naga Pay und NAGAX werden die Aspekte einer NeoBank, eines NeoBrokers und Social Investing mit einem Krypto-Ökosystem innerhalb einer App bzw. Anwendung kombiniert.
- Die Entwicklung des laufenden Geschäftsjahres 2023 spiegelt den Erfolg der eingeleiteten strategischen Neuausrichtung wider. Nach vorläufigen 9-Monatszahlen lag das EBITDA bei deutlich rückläufigen Umsatzerlösen in Höhe von 28,7 Mio. € (VJ: 46,7 Mio. €) mit 4,2 Mio. € (VJ: -11,2 Mio. €) bereits spürbar über dem Vorjahreswert. Die EBITDA-Marge lag nach einem negativen Wert im Vorjahr bei 14,6 %. Maßgeblich für diese Entwicklung war die Reduzierung der Gesamtaufwendungen. Insbesondere die Marketing- und Vertriebsaufwendungen konnten auf 3,7 Mio. € (VJ: 26,1 Mio. €) reduziert werden. In diesem Zusammenhang sanken die Kosten pro gewonnenem Kunden deutlich auf 181 €. In der Spitze lagen sie im abgelaufenen Geschäftsjahr noch bei über 1.650 €. Neben der Kundengewinnung in Auslandsmärkten, die mit geringeren Kosten verbunden ist, ist dieser starke Kostenrückgang auf bewusste Kosteneinsparungen im Marketingbereich zurückzuführen. Ineffiziente Maßnahmen wurden eingestellt und generell alle Vereinbarungen in diesem Bereich auf den Prüfstand gestellt.
- Trotz der Kosteneinsparungen in der Kundenakquisition stieg die Anzahl der aktiven Kunden zum 30.09.2023 auf 20.700 (30.09.22: 17.700). Damit einhergehend stieg auch

die Anzahl der Trades in den ersten neun Monaten auf 10,9 Mio. (Vj.: 8,4 Mio.), wobei der Umsatz pro Trade marktbedingt rückläufig war, was den Umsatzrückgang erklärt.

- Auf Basis der 9-Monatsentwicklung sollte im laufenden Geschäftsjahr 2023 zwar ein sichtbarer Umsatzrückgang auf 39,17 Mio. € (VJ: 57,60 Mio. €) ausgewiesen werden, das EBITDA dürfte aber, unseren Schätzungen zur Folge, mit 5,13 Mio. € (VJ: -13,73 Mio. €) den besten Wert der Unternehmensgeschichte erreichen.
- Auch für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir mit einer im Vergleich zu den Vorjahren niedrigeren Wachstumsdynamik, gehen allerdings von einer weiteren Verbesserung der Rentabilität aus. Auf der einen Seite dürften sich die ergriffenen Kosteneinsparmaßnahmen, die auch auf einer starken Reduktion der Mitarbeiterzahl auf 117 (31.12.22: 171) zurückzuführen sind, vollständig im kommenden Geschäftsjahr bemerkbar machen. Auf der anderen Seite ist die Entwicklung der so genannten Super-App abgeschlossen, so dass in den kommenden Geschäftsjahren mit erheblich niedrigeren Entwicklungskosten zu rechnen ist. Schließlich wird die NAGA-Technologie auch als White-Label-Lösung Dritten angeboten, ein Geschäftsmodell, welches margenstark ist. Ein erstes reguliertes Online-Brokerunternehmen aus Kuwait wird ein Social Trading-Produkt auf Basis der NAGA-Technologie in Kürze starten.
- Für die kommenden Geschäftsjahre 2024 und 2025 erwarten wir ein Umsatzwachstum von jeweils 10 % auf dann 43,08 Mio. € (2024) bzw. 47,39 Mio. € (2025). Im kommenden Geschäftsjahr sollte die NAGA aufgrund der erwarteten Reduzierung der Gesamtkosten auf allen Ergebnisebenen die Gewinnschwelle erreichen. Die EBITDA-Marge sollte dabei auf 15,4 % und im Geschäftsjahr 2025 auf 19,4 % ansteigen.
- Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel von 2,90 € (bisher: 3,60 €) ermittelt. Die Kurszielreduktion ist insbesondere auf unsere reduzierte Umsatzwachstumsdynamik zurückzuführen. Wir gehen zwar von einer generellen Steigerung der Profitabilität aus, die absoluten Ergebniswerte liegen jedoch unter unseren bisherigen Schätzungen. Wir stufen die Aktie weiterhin mit KAUFEN ein.

Modellannahmen

Die The NAGA Group AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2023 - 2025 in Phase 1, erfolgt von 2026 bis 2030 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 10,0 % (bisher: 15,0 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 22,8 % (bisher: 18,9 %) angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der noch bestehenden Verlustvorräte zunächst mit 10 % berücksichtigt und erst im Terminal Value mit 30,0 % angesetzt. 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 2,00 % (bisher: 1,50 %).**

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: 1,61) Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,84 % (bisher: 10,34 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikolosen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % (bisher: 100 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,58 % (bisher: 10,34 %).

Bewertungsergebnis

Aufgrund der reduzierten Prognosen sowie der höheren Kapitalkosten haben wir im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells eine Reduktion des Kursziels auf 2,90 € (bisher: 3,60 €) ermittelt.

DCF-Modell

The NAGA Group AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	10,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	25,0%	ewige EBITA - Marge	22,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	84,8%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	-5,3%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	39,17	43,08	47,39	52,13	57,34	63,08	69,38	76,32	
US Veränderung	-32,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,72	4,13	7,05	17,24	23,31	26,57	29,38	32,35	
EBITDA	5,13	6,62	9,21	13,03	14,34	15,77	17,35	19,08	
EBITDA-Marge	13,1%	15,4%	19,4%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
EBITA	-2,40	0,62	3,51	7,33	11,77	13,68	15,33	17,08	
EBITA-Marge	-6,1%	1,4%	7,4%	14,1%	20,5%	21,7%	22,1%	22,4%	22,8%
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	-0,35	-0,73	-1,18	-1,37	-1,53	-1,71	
zu EBITA	0,0%	0,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-2,40	0,62	3,16	6,60	10,60	12,32	13,80	15,37	
Kapitalrendite	-16,7%	5,9%	47,7%	156,3%	3916,4%	1740,6%	850,9%	589,2%	347,9%
Working Capital (WC)	-4,00	-3,80	-2,50	-2,75	-1,75	-0,75	0,25	1,25	
WC zu Umsatz	-10,2%	-8,8%	-5,3%	-5,3%	-5,3%	-5,3%	-5,3%	-5,3%	
Investitionen in WC	-1,63	-0,20	-1,30	0,25	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	14,42	10,42	6,72	3,02	2,46	2,37	2,36	2,36	
AFA auf OAV	-7,53	-6,00	-5,70	-5,70	-2,56	-2,09	-2,01	-2,00	
AFA zu OAV	52,2%	57,6%	84,8%	84,8%	84,8%	84,8%	84,8%	84,8%	
Investitionen in OAV	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	
Investiertes Kapital	10,42	6,62	4,22	0,27	0,71	1,62	2,61	3,61	
EBITDA	5,13	6,62	9,21	13,03	14,34	15,77	17,35	19,08	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	-0,35	-0,73	-1,18	-1,37	-1,53	-1,71	
Investitionen gesamt	-3,63	-2,20	-3,30	-1,75	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	
Investitionen in OAV	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	
Investitionen in WC	-1,63	-0,20	-1,30	0,25	-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	1,50	4,42	5,56	10,55	10,16	11,40	12,81	14,37	164,08

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	125,31	134,15
Barwert expliziter FCFs	44,15	44,41
Barwert des Continuing Value	81,16	89,74
Nettoschulden (Net debt)	-17,69	-21,51
Wert des Eigenkapitals	143,00	155,66
Fremde Gewinnanteile	1,11	1,21
Wert des Aktienkapitals	144,11	156,87
Ausstehende Aktien in Mio.	54,05	54,05
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,67	2,90

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,61
Eigenkapitalkosten	10,8%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	11,0%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	25,0%
WACC	10,6%

Kapitalrendite	WACC				
	8,6%	9,6%	10,6%	11,6%	12,6%
346%	3,74	3,25	2,89	2,62	2,41
347%	3,75	3,26	2,90	2,63	2,42
348%	3,76	3,26	2,90	2,63	2,42
349%	3,77	3,27	2,91	2,64	2,43
350%	3,77	3,27	2,91	2,64	2,43

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:

<https://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<https://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:

<https://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