

FinLab AG ^{*5a,6a,11}

BUY

Target Price: 31,60 €
(bisher: 28,85 €)

Aktueller Kurs: 19,65
30.09.2020 / XETRA / 17:36
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0001218063
WKN: 121806
Börsenkürzel: A7A
Aktienanzahl³: 5,323
Marketcap³: 104,60
³in 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

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 9

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 01.10.20 (10:14 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 01.10.20 (11:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2020

Unternehmensprofil

Branche: Beteiligungen

Fokus: Fintech-Geschäftsmodelle

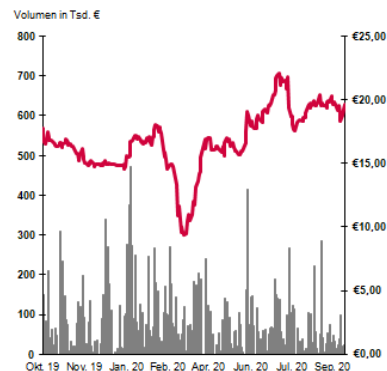
Mitarbeiter: 12 auf Inkubator-Ebene und über 500 in den Beteiligungen

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 von FinLab AG ist dabei die Bereitstellung von Wagniskapital für Start-ups. Die FinLab strebt die aktive und langfristige Begleitung ihrer Investments an. Dabei unterstützt FinLab ihre Beteiligungen in ihrer jeweiligen Entwicklungsphase mit ihrem Netzwerk und Know-how. Darüber hinaus agiert FinLab als Asset Manager und verwaltet Assets im dreistelligen Millionenbereich. Dabei gibt es keine regionale Spezialisierung, sondern neben Deutschland kommen hier auch Beteiligungen in den USA in Frage. In den vergangenen Jahren hat die Gesellschaft 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	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2020
Erträge gesamt	4,36	4,69	4,62	2,12
EBIT	1,46	0,79	2,19	0,51
Nachsteuerergebnis	14,21	16,92	39,53	2,56
Operativer Cashflow	1,83	1,49	1,42	0,38

Kennzahlen in EUR*

Gewinn je Aktie	2,97	3,29	7,54	0,48
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	-

Kennzahlen*

Finanzanlagen/Wertpapiere/Cash in Mio. €	103,19	104,94	141,35	155,38
Eigenkapital (IFRS) in Mio. €	103,92	106,27	142,77	156,47
NAV je Aktie in €	20,83	20,44	27,12	29,70
Abschlag zum NAV zum Stichtag	-5,7%	-3,9%	-27,8%	-33,8%

*Kennzahlen gemäß IFRS

Finanztermine

25-27.11.19: EKf

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

07.04.2020: RS / 28,85 / KAUFEN

03.09.2019: RS / 29,50 / KAUFEN

23.04.2019: RS / 28,87 / KAUFEN

24.09.2018: RS / 32,75 / 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“

GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2020

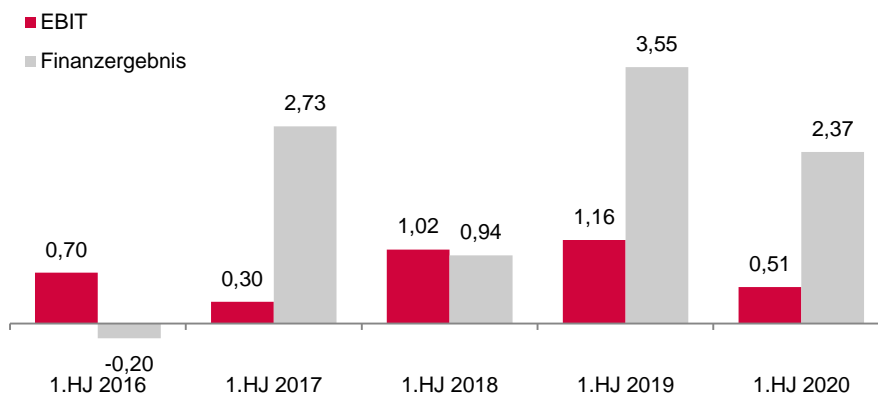
Umsatz- und Ergebnisentwicklung 1.HJ 2020

GuV (in Mio. €)	1.HJ 2018	1.HJ 2019	1.HJ 2020
Erträge gesamt	2,79	2,91	2,12
EBIT (Marge)	1,02 (36,7%)	1,16 (39,7%)	0,51 (23,8%)
Periodenergebnis	1,63	4,60	2,56
EPS in €	0,31	0,88	0,48
Gesamtergebnis*	-7,28	-0,62	13,70

Quelle: FinLab AG; GBC AG; *inkl. Kursentwicklung HELIAD Equity Partners GmbH & Co. KGaA

Auch im ersten Halbjahr 2020 hat die FinLab AG ein positives EBIT in Höhe von 0,51 Mio. € (VJ: 1,16 Mio. €) erreicht, womit weiterhin die Kosten für das Management des Beteiligungsportfolios gedeckt sind. Die Basis dieses für Beteiligungsgesellschaften ungewöhnlichen positiven operativen Ergebnisses liefern die vergleichsweise konstanten Erträge der Gesellschaft, die sich in den vergangenen ersten Halbjahren in einem Korridor zwischen 1,76 Mio. € und 2,91 Mio. € bewegt haben. Die im ersten Halbjahr 2020 ausgewiesene rückläufige Ertragsentwicklung auf 2,12 Mio. € (VJ: 2,91 Mio. €) ist auf die niedrigeren Beteiligungserträge zurückzuführen. Den rückläufigen Erträgen steht ein leichter Rückgang der operativen Kosten gegenüber. Nach wie vor ist das positive EBIT als ein aussagekräftiger Beleg dafür zu sehen, dass die Gesellschaft die Beteiligungsunternehmen langfristig begleitet, ohne Exits zur Kostendeckung vornehmen zu müssen.

EBIT und Finanzergebnis (in Mio. €)



Quelle: FinLab AG; GBC AG

Da die Fintech-Beteiligungen nicht vollkonsolidiert sind, werden Wertansatzveränderungen bei den nicht börsennotierten Beteiligungen im Finanzergebnis erfasst. Da die Zu- und Abschreibungen beim Beteiligungsportfolio in Abhängigkeit von der jeweiligen Entwicklung des Beteiligungsunternehmens erfolgen, weisen diese eine höhere Volatilität auf. Im ersten Halbjahr 2020 hatten die Zuschreibungen zu einem Finanzergebnis in Höhe von 2,37 Mio. € (VJ: 3,55 Mio. €) und infolgedessen zu einem positiven Periodenergebnis in Höhe von 2,56 Mio. € (VJ: 4,60 Mio. €) geführt. Die Kursentwicklung der Heliad Equity Partners wird unterhalb des Periodenergebnisses als Veränderung der Neubewertungsgrundlage berücksichtigt. Nachdem die Heliad in den beiden vergangenen Geschäftsjahren jeweils hohe Kursverluste ausgewiesen hatte, kam es in den ersten sechs Monaten 2020 zu einem starken Kursanstieg. Auf Basis der guten operativen Entwicklung der Heliad lag die Veränderung der Neubewertungsgrundlage mit 11,14 Mio. € (VJ: -5,22 Mio. €) und entsprechend das Gesamtergebnis der FinLab AG mit 13,70 Mio. € (VJ: -0,62 Mio. €) jeweils deutlich über dem Vorjahreswert.

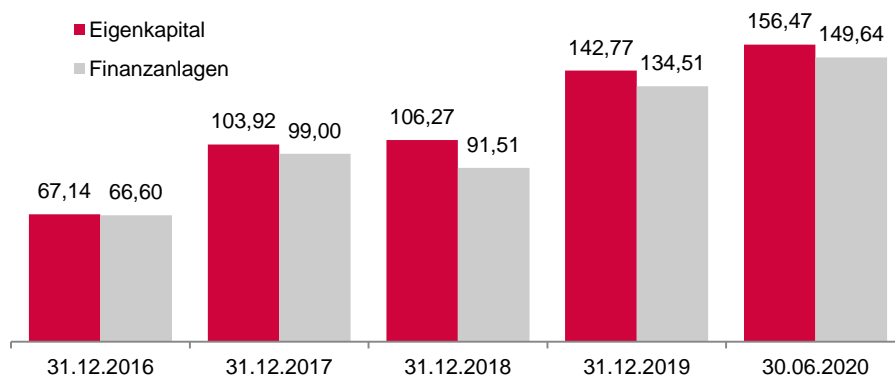
Vermögenslage zum 30.06.2020

in Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2020
Eigenkapital	103,92	106,27	142,77	156,47
EK-Quote (in %)	97,9%	98,2%	97,9%	98,0%
Finanzanlagen	99,00	91,51	134,51	149,64
Wertpapiere und Cash	4,19	13,42	6,83	5,74
NAV je Aktie (gem. IFRS)	20,83 €	20,44 €	27,12 €	29,70 €
Cashflow – operativ	1,83	1,49	1,42	0,38
Cashflow – Investition	-4,29	2,57	-8,27	-1,37
Cashflow – Finanzierung	5,61	5,18	0,20	-0,10

Quelle: FinLab AG, GBC AG

Die deutliche Verbesserung des Gesamtergebnisses auf 13,70 Mio. € hat zu einem signifikanten Anstieg des Eigenkapitals auf 156,47 Mio. € (31.12.19: 142,77 Mio. €) geführt. Wie dargestellt, ist dies in erster Linie der positiven Kursentwicklung der börsennotierten Beteiligung Heliad sowie im geringeren Umfang dem Wertzuwachs der Fintech-Beteiligungen zu verdanken. Mit einer Eigenkapitalquote von 98,0 % (31.12.19: 97,9 %) liegt damit weiterhin eine vollständige Eigenkapitalfinanzierung des Beteiligungsportfolios vor. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund möglicher Krisenszenarien ein wichtiger Faktor, da damit eine hohe Finanzierungsflexibilität vorliegt.

Eigenkapital und Finanzanlagen (in Mio. €)

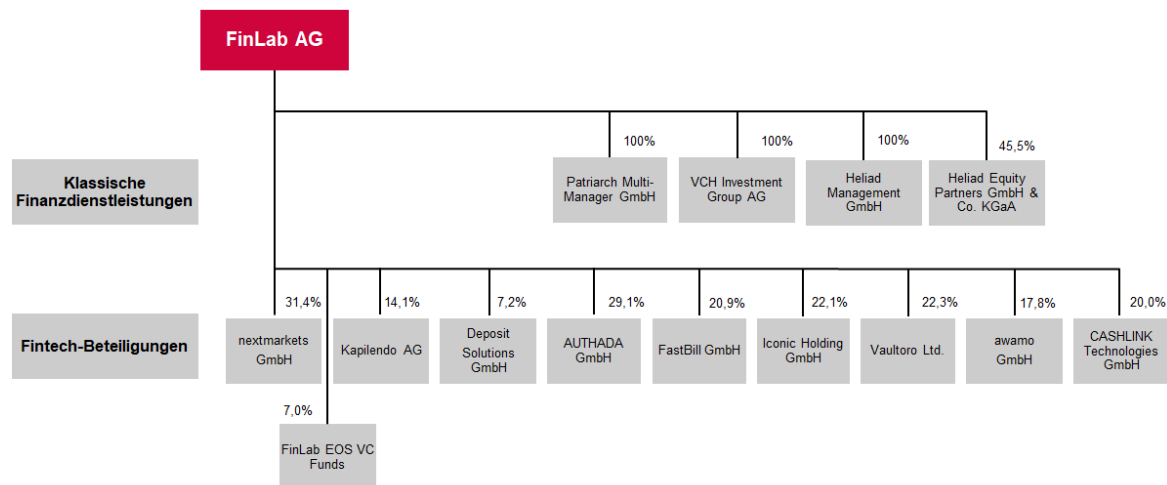


Quelle: FinLab AG; GBC AG

Der in den vergangenen Geschäftsjahren erfolgte sukzessive Anstieg des Eigenkapitals ist bei der FinLab AG naturgemäß auf den höheren Wertansatz des Beteiligungsportfolios zurückzuführen. In den Finanzanlagen in Höhe von 149,64 Mio. € (31.12.19: 134,51 Mio. €) sind dabei sowohl die höhere Marktkapitalisierung der Heliad Equity Partners (+11,19 Mio. €) als auch der höhere Wertansatz der Fintech-Beteiligungen (+4,76 Mio. €) enthalten.

Parallel dazu verfügt die FinLab AG über liquide Mittel in Höhe von 5,66 Mio. € (31.12.19: 6,75 Mio. €) und befindet sich damit in einer komfortablen Situation. Dies insbesondere vor dem Hintergrund, da in der Regel ein positiver operativer Cashflow ausgewiesen wird, der sich in den ersten sechs Monaten auf 0,38 Mio. € belief.

ENTWICKLUNG DER BETEILIGUNGEN IM 1.HJ 2020



Quelle: FinLab AG; GBC AG

Heliad Equity Partners

Die FinLab AG ist an der Beteiligungsgesellschaft Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA (HELIAD) zu 45,5 % beteiligt. Darüber hinaus ist die FinLab AG die Alleingesellschafterin der Heliad Management GmbH, der persönlich haftenden Gesellschafterin der Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA. In den ersten sechs Monaten 2020 weist die Heliad dabei eine deutliche Steigerung des Periodenergebnisses auf 32,50 Mio. € (VJ: 0,39 Mio. €) auf, insbesondere aufgrund der sehr positiven Entwicklung der Beteiligung flatex AG. Der Aktienkurs der flatex AG, an der die Heliad zu Beginn des Geschäftsjahres eine Beteiligung in Höhe von 7,1 % gehalten hatte, legte in den ersten sechs Monaten um über 85 % zu. Ausgehend von der zu Jahresbeginn gehaltenen Aktienanzahl erhöhte sich der flatex-Wertansatz um 40,53 Mio. € und war damit im Wesentlichen für die starke Ergebnisentwicklung der Heliad verantwortlich. Dementsprechend kletterte der Heliad-NAV zum 30.06.2020 auf 10,74 € je Aktie (31.12.2019: 7,39 € je Aktie).

Deposit Solutions

Deposit Solutions ist die bislang größte und gleichzeitig auch erfolgreichste Beteiligung der FinLab AG. Beim Betreiber der bekannten Plattformen Savedo und Zinspilot wurde im vergangenen Geschäftsjahr im Rahmen einer weiteren Finanzierungsrunde eine Unternehmensbewertung von über 1,0 Mrd. € zugrundegelegt. Bei dieser Finanzierungsrunde hatte die Deutsche Bank einen Anteil von 4,9 % an Deposit Solutions erworben. Im Umfeld der Covid-19-Pandemie dürfte die Gesellschaft sogar weiter gewachsen sein. Gemäß einem Interview mit dem Gründer Tim Sivers mit dem Portal gründerszene.de dürfte sich das Einlagengeschäft seit Beginn der Corona-Krise sogar gesteigert haben. Dies deckt sich mit unseren Erkenntnissen, wonach derzeit am Markt liquiditätsbedingt ein hoher Anlagedruck vorherrscht. Zudem wurden in den vergangenen Wochen eine Reihe Banken neu auf die Plattform der Deposit Solutions aufgenommen. Am 30.09.2020 hat die Deposit Solutions den Marktstart seines US-Zinportals SaveBetter.com bekanntgegeben. Mit SaveBetter bietet Deposit Solutions amerikanischen Banken einen nationalen Vertriebskanal für ihre Einlagenprodukte – und Sparern besseren Zugang, höhere Auswahl und mehr Komfort beim Abschluss von Sparprodukten unterschiedlicher Banken. Der US-Einlagenmarkt ist insgesamt 16 Billionen US-Dollar groß. Nach wie vor sehen wir den der FinLab AG zuzurechnenden Beteiligungsansatz an der Deposit Solutions bei über 70 Mio. €.

AUTHADA

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. Seit März dieses Geschäftsjahres ist die Gesellschaft ein vom Bundesamt für Sicherheit und Informationstechnik zertifizierter Dienstleister der eID-Funktion. Damit darf die Gesellschaft, neben den regulierten Märkten (Finanzbranche) nun auch unregulierte Märkte, wie etwa die eCommerce-Branche adressieren. Ebenfalls seit März 2020 ist der eID-Service von AUTHADA in den Onboarding-Prozess von VisualVest, einer Tochtergesellschaft der Union Investment Gruppe eingebunden. Im April 2020 hat AUTHADA den Telekommunikationsmarkt erschlossen und steht dabei Kunden der Vodafone zur Aktivierung von SIM-Karten zur Verfügung.

Mitte September 2020 wurde die Beteiligung der InfoCert, einer Tochtergesellschaft der Tinexta-Gruppe, an der AUTHADA bekannt gegeben. Für die 16,7 % Beteiligung, die im Rahmen einer Kapitalerhöhung eingegangen wird, erhält die AUTHADA einen mittleren siebenstelligen Betrag. Damit einhergehend wird auch die strategische Zusammenarbeit zwischen InfoCert und AUTHADA aufgenommen. InfoCert beabsichtigt dabei, die Präsenz im DACH-Bereich zu erweitern, unter Verwendung der Zertifizierungstechnologien von AUTHADA.

nextmarkets

Mitte September 2020 hat der Broker nextmarkets eine neue Produktversion vorgestellt. Die Nutzer haben die Möglichkeit, gebührenfrei, mehr als 7.000 Aktien und 1.000 ETFs zu handeln. Aufgrund des hohen Automatisierungsgrades sowie der schlanken Unternehmensstruktur hat nextmarkets die Möglichkeit, auf Odergebühren zu verzichten.

EOS

In 2018 hat die FinLab AG zusammen mit Block.one (Gründer der Blockchain Software EOS.IO) den FinLab EOS VC-Fonds aufgelegt. Nachdem in 2019 mehrere Investitionen getätigt wurden, bleibt die Investitionsaktivität auch in 2020 auf hohem Niveau:

- *CAPTRACE*: Im Januar 2020 hat die CAPTRACE GmbH, eine führende Plattform für die Verwaltung von Unternehmensanteilen, eine siebenstellige Finanzierung vom FinLab EOS VC Fund erhalten. Die Gesellschaft bietet dabei Software-Lösungen und Dienstleistungen für die Verwaltung von Unternehmensanteilen und Investoren an. Damit wird eine hohe Transparenz zur Investorenstruktur ermöglicht. Zudem bietet CAPTRACE die Verwahrung von Unternehmensanteilen, sowohl durch die Distributed-Ledger-Technologie als auch in Zentralverwahrung an.
- *Agora Innovation*: Mit dem siebenstelligen Pre-Series A Investment vom FinLab EOS VC Fund plant das Frankfurter Blockchain-Start-Up Agora GmbH die Marketing- und Vertriebsaktivitäten auszubauen und den europäischen und asiatischen Markt zu erschließen. Agora GmbH hat mit IVE.ONE eine globale Investitions- und Emissionsplattform für digitale Wertpapiere entwickelt.
- *Gapless*: Der FinLab EOS VC Fund hat sich im Rahmen einer 5,5 Mio. € umfassenden Finanzierungsrunde an Gapless, der weltweit ersten Blockchain-Plattform für Besitzer von Fahrzeugen, beteiligt. Die Nutzer können Fahrzeuge online verwalten und digitale, vollständige Fahrzeughistorien erstellen.
- *Spielworks*: Im Mai 2020 hat sich der EOS-Fonds an das Berliner Spielworks GmbH im Rahmen einer siebenstelligen Finanzierungsrunde beteiligt. Das in 2018 gegründete Unternehmen betreibt die Gaming-Plattform Wombat sowie das Sammel- und Community-Spiel Chain Clash. Die Gesellschaft strebt an, eines der Profiteure des

erwarteten Paradigmenwechsels im Spielebereich zu werden, in dem Spieler künftig vermehrt die Möglichkeit haben, Geld zu verdienen.

- *Sparrow*: Zur Beschleunigung der Plattformentwicklungen hat die Krypto-Options-handelsplattform Sparrow eine Serie A-Finanzierung in Höhe von 3,5 Mio. USD durchgeführt, unter Beteiligung des FinLab EOS VC Fund. Mit dem Engagement an dem in Singapur beheimateten Unternehmen expandiert der FinLab-Fonds erstmals nach Asien.
- *ZkSystems*: Das Industrial IoT-Startup ZkSystems hat eine Seed-Finanzierungsrunde in Millionen-Höhe abgeschlossen. Die Gesellschaft entwickelt eine Software-Lösung für industrielle Maschinenbauer, womit diese digitale Services einrichten und monetarisieren sowie die alltäglichen Prozesse digitalisieren können.

Kapilendo

Die Kapilendo AG ist ein bankenunabhängiger Anbieter für Finanzierungslösungen für den Mittelstand. Im Vordergrund stehen dabei digitale Investment Banking Services für den Mittelstand, wodurch Unternehmen einen schnellen Zugang zu Kapital erhalten. Seit Juni 2020 bietet die Gesellschaft zusammen mit der Hamburger Varengold Bank kleinen und mittelständischen Unternehmen den ersten vollständig digitalen Antragsprozess für KfW-Schnellkredite an. Insbesondere vor dem Hintergrund der Covid-19-Pandemie müssen viele Unternehmen verstärkt auf externe Finanzierungen zurückgreifen, wobei derzeit seitens der Banken eine restriktivere Kreditvergabe vorherrscht.

BEWERTUNG

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

Zum 30.06.2020 weist die FinLab AG gemäß IFRS-Bilanz ein Eigenkapital in Höhe von 156,47 Mio. € aus. Dieses basiert dabei auf dem Bilanzwert der Finanzanlagen in Höhe von 149,64 Mio. €. Die 45,5%ige Beteiligung an der Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA partizipiert hier mit 29,86 Mio. €. Nachdem sich der Wertansatz der Heliad-Beteiligung in den vergangenen beiden Geschäftsjahren rückläufig entwickelt hatte, kletterte dieser deutlich zum 30.06.2020. Der zuletzt zum 30.06.2020 aktualisierte Heliad-NAV liegt bei 10,74 € je Aktie (30.12.19: 7,39 €). Der Heliad-Aktienkurs zum Bilanzstichtag lag bei 6,65 € und damit weiterhin deutlich unter dem publizierten NAV. Auf Basis dieses Wertansatzes zum NAV belaufen sich die stillen Reserven der HELIAD-Beteiligung auf 18,39 Mio. €.

Darüber hinaus liegt der IFRS-Wertansatz der Fintech-Beteiligungen zum 30.06.20 bei 105,06 Mio. € (31.12.19: 100,30 Mio. €). Bislang hatten wir hier eine Eigeneinschätzung bezüglich des bilanziellen Wertes der Fintech-Beteiligungen vorgenommen. Angesichts der aktuell unsicheren Lage und der nicht abzuschätzenden Auswirkungen ziehen wir in unserer Bewertung den von der Gesellschaft ermittelten Bilanzansatz bei den Fintech-Beteiligungen heran und unterstellen konservativ damit zusätzlichen keine stillen Reserven.

Als dritte Stufe zur NAV-Berechnung haben wir die liquiden Mittel (inkl. Wertpapiere) in Höhe von 5,74 Mio. € um die im Geschäftsjahr 2020 zu erwartenden, 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. €	30.06.2020 (lt. IFRS)	Fairer Wert zur NAV-Bewertung (lt. GBC-Berechnung)
Heliad Equity Partners GmbH	29,86	48,25
Fintech-Beteiligungen	105,06	105,06
Liquide Mittel	5,74	7,16
Sonst. Finanzanlagen	14,72	14,72
Summe Finanz-Assets	155,38 (1.)	175,18 (2.)
	Stille Reserven (2.-1.)	19,81
	Eigenkapital (IFRS)	156,47
	Eigenkapital (inkl. stille Reserven)	176,27
	Eigenkapital abzüglich FK (GBC-NAV in Mio. €)	173,03
	Anzahl Aktien in Mio.	5,47
	GBC-NAV/Aktie	31,60 €

Der aktuelle NAV/Aktie der FinLab AG liegt mit 31,60 € (bisher: 28,85 €) und kletterte dabei insbesondere aufgrund der deutlichen Verbesserung des Heliad-NAV leicht über den bisherigen Wert an. Ausgehend vom aktuellen FinLab-Aktienkurs in Höhe von 19,65 € liegt zum NAV ein deutliches Kurspotenzial vor und wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

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
Marcel Goldmann, 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