



Researchstudie (Initial Coverage)



Softwareunternehmen mit hoher Skalierbarkeit

-

Hohes Wachstum mit Margenausweitung in Aussicht

Kursziel: 27,00 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 30

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“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 02.07.2019 (17:30 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 03.07.2019 (09:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2020

tick Trading Software AG ^{*5a, 5b, 11}

Rating: Kaufen
Kursziel: 27,00 €

aktueller Kurs: 17,20 €
02.07.2019 / Düsseldorf 10:00
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0LA304
WKN: A0LA30
Börsenkürzel: TBX
Aktienanzahl³: 1,01
Marketcap³: 17,31
EnterpriseValue³: 16,25
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 51,6%

Marktsegment:
Primärmarkt

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahresende: 30.09.

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 31

Unternehmensprofil

Branche: Software

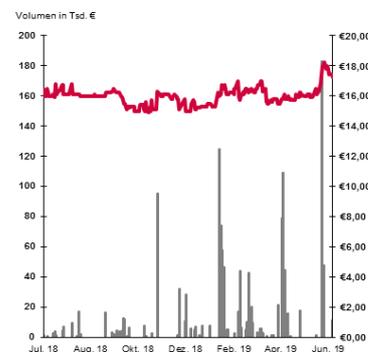
Fokus: Börsenzugangssysteme

Mitarbeiter: 19 Stand: 31.03.2019

Gründung: 2002

Firmensitz: Düsseldorf

Vorstand: Gerd Goetz, Matthias Hocke



Mit der Gründung der tick Trading Software AG im Jahre 2002 setzten sich Oliver Wagner, Matthias Hocke und weitere Unternehmer aus der Finanzindustrie die Entwicklung einer der professionellsten und fortschrittlichsten Handelsplattformen zum Ziel. Mit der TradeBase MX Plattform stellt die tick-TS AG diese nun weltweit erfolgreich ihren Kunden zur Verfügung. Seit einigen Jahren komplettieren neben der TBMX Plattform direkte Anbindungen an nationale und internationale Marktplätze und Broker, eine eigene Hosting- und Housing-Infrastruktur sowie ein e-Trading Compliance Monitor (ECM) zur Einhaltung von ESMA-Vorschriften das Portfolio des Unternehmens.

Zudem ist in der Satzung des Unternehmens festgehalten, dass der gesamte ausschüttungsfähige Bilanzgewinn zur Gewinnausschüttung an die Aktionäre verwendet wird, was das Unternehmen aktuell zu einem äußerst attraktiven Dividententitel macht.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	30.09.2017	30.09.2018	30.09.2019e	30.09.2020e
Umsatz	5,04	6,10	6,50	6,89
EBITDA	1,69	2,16	2,49	2,58
EBIT	1,57	1,94	2,27	2,37
Jahresüberschuss	1,06	1,34	1,56	1,63

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	1,05	1,34	1,55	1,62
Dividende je Aktie	1,14	1,30	1,52	1,60

Kennzahlen

EV/Umsatz	3,22	2,66	2,50	2,36
EV/EBITDA	9,62	7,54	6,53	6,29
EV/EBIT	10,34	8,36	7,17	6,85
KGV	16,40	12,87	11,09	10,59
KBV		7,04		

Finanztermine

November 2019: Geschäftsbericht 2018/19

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Die tick-TS vertreibt eine Handelsplattform als Software-as-a-Service Anbieter an Banken und Finanzdienstleister. Rund 80% der Umsätze sind wiederkehrende Erlöse und die Kostenbasis kann vergleichsweise umsatzunabhängig stabil gehalten werden. Hierdurch verfügt das Unternehmen über ein äußerst skalierbares Geschäftsmodell.
- Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017/18 konnten die Umsatzerlöse um 21,1% auf 6,10 Mio. € (VJ: 5,04 Mio. €) gesteigert werden. Hintergrund dieser positiven Entwicklung ist insbesondere der Gewinn von Neukunden. Das EBIT konnte im gleichen Zeitraum leicht überproportional um 23,7% auf 1,94 Mio. € (VJ: 1,57 Mio. €) gesteigert werden. Kostensteigerungen waren vornehmlich durch die Einstellung weiterer Entwickler und durch Gehaltsanpassungen verursacht worden. Auf Nachsteuerebene wurde eine sehr hohe Nettomarge von 22,0% bzw. ein Jahresüberschuss in Höhe von 1,35 Mio. € (VJ: 1,06 Mio. €) erzielt.
- Wir gehen davon aus, dass die tick-TS zukünftig ein sukzessives Umsatzwachstum über den Ausbau des Bestands- und Neukundengeschäfts erzielen wird. Durch den hohen Anteil an wiederkehrenden Erlösen sollte die Umsatzbasis äußerst stabil sein. Weiterhin haben wir Projekte und Märkte identifiziert, welche in Zukunft zu sprunghaften signifikanten Umsatzsteigerungen führen könnten.
- Für das laufende Geschäftsjahr 2018/19 erwarten wir Umsatzerlöse in Höhe von 6,50 Mio. €, bzw. 6,89 Mio. € im Geschäftsjahr 2019/20. Eine äußerst attraktive Opportunität könnte sich aus dem Rückzug von Bloomberg aus dem Sell-Side Execution and Order Management Solutions (SSEOMS) Markt bis März 2021 ergeben. Insbesondere kleinere und mittlere Banken sollten Schwierigkeiten haben, die nun entstehende Lücke zu füllen. Die Softwareprodukte von tick-TS könnten mit geringen Modifikationen eine vollumfängliche SSEOMS-Lösung ergeben und sich bereits 2020 umsatzsteigernd auswirken. Aber auch der Markt für die White Label-App und der Markt für kleine und mittlere Asset Manager ist unseres Erachtens äußerst attraktiv für die tick-TS und könnte weiteres Umsatzpotenzial mit sich bringen.
- Die schlanke Kostenstruktur sollte auch zukünftig aufrechterhalten werden können, was bei den steigenden Umsatzerlösen zu deutlichen Margenausweitungen führen sollte. Wir prognostizieren ein EBIT in Höhe von 2,27 Mio. € (34,9% Marge) im laufenden Geschäftsjahr 2018/19 und 2,37 Mio. € (34,4% Marge) im Geschäftsjahr 2019/20. Auch zukünftig sollte der Personalaufwand die wesentliche Kostenposition bleiben, welche mit weiteren Entwicklern ansteigen könnte. Zudem besteht weiterhin eine Doppelmietbelastung durch den ehemaligen Hauptsitz in Sprockhövel, welcher aber spätestens im September 2023 auslaufen sollte und somit die laufenden Kosten weiter reduziert. Insgesamt erwarten wir einen Jahresüberschuss in Höhe von 1,56 Mio. € (2018/19), bzw. 1,63 Mio. € (2019/20).
- **Mit dem steigenden Jahresüberschuss und der Vollausschüttungsverpflichtung der Gesellschaft rechnen wir mit einer Dividende in Höhe von 1,52 € (2018/19) bzw. 1,60 € (2019/20), was zum aktuellen Kurs einer äußerst attraktiven Dividendenrendite von nahezu 10% entsprechen würde. Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert in Höhe von 27,00 € je Aktie ermittelt und vergeben vor dem Hintergrund des sehr hohen Upside-Potenzials das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

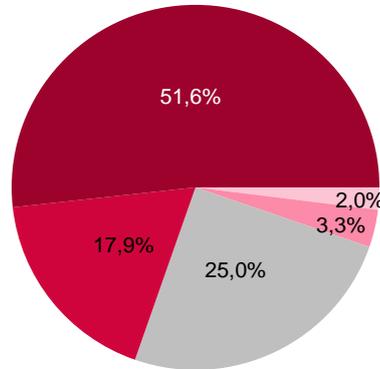
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur nach eigenen Berechnungen	4
Management Team	5
Geschäftstätigkeit	6
Unternehmenshistorie im Kurzüberblick	6
Geschäftsmodell	7
Wettbewerb	11
Kunden	11
Markt und Marktumfeld	12
Handelsaktivitäten	12
Regulatorisches Umfeld	12
Regulierung der Finanzmarktinfrastuktur	13
Kundenlandschaft und Digitalisierung	13
Unternehmensentwicklung & Prognose	15
Kennzahlen der tick Trading Software AG	15
Geschäftsentwicklung 2017/18	16
Umsatzentwicklung	16
Ergebnisentwicklung	18
Bilanzielle und finanzielle Situation	20
Geschäftsentwicklung HJ 2018/19	21
SWOT-Analyse	23
Prognosen und Modellannahmen	24
Umsatzprognosen	24
Ergebnisprognosen	26
Bewertung	28
Modellannahmen	28
Bestimmung der Kapitalkosten	28
Bewertungsergebnis	28
DCF-Modell	29
Anhang	30

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur nach eigenen Berechnungen

Anteilseigner in %	27.06.2019
M M I Leisure & Capital Management GmbH	2,0%
Gladstone Capital GmbH	3,3%
sino Beteiligungen AG	25,0%
Internationale Kapitalanlagegesellschaft mbH	17,9%
Freefloat	51,6%

Quelle: tick Trading Software AG, GBC AG



- M M I Leisure & Capital Management GmbH
- Gladstone Capital GmbH
- sino Beteiligungen AG
- Internationale Kapitalanlagegesellschaft mbH
- Freefloat

TradeBase MX Frontend

Quelle: tick Trading Software AG

Auszug wichtiger Kunden



Quelle: tick Trading Software AG; GBC AG

Management Team

Gerd Goetz



Gerd Goetz ist studierter Diplom-Sportlehrer und seit 1990 für die HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (vormals HSBC Trinkaus & Burkhardt KGaA) tätig. Bei der HSBC Trinkaus & Burkhardt AG durchlief er mehrere Karrierestufen, insbesondere die Leitung mehrerer Ressorts wie etwa die Leitung Trading Support und die Leitung Wertpapierdienstleistungen. Seit 2004 war Gerd Goetz Mitglied des IT Steering Committee sowie ab 2005 Mitglied des Kreditausschusses. Anschließend übernahm Gerd Goetz die Position des Geschäftsbereichsleiters Wertpapierdienstleistungen und war Mitglied im Ausschuss für operative Risiken. Seine letzte Position bei der HSBC Trinkaus & Burkhardt AG vor seinem Wechsel zur tick-TS AG war die des Direktors, Geschäftsbereichsleiter Wertpapierdienstleistungen, mit den Zuständigkeitsschwerpunkten GCM / NCM – Kunden an den Märkten XETRA, EUREX, Wien, SWX; DMA Trading (weltweit), Custody Services, Depotbankfunktion und Outsourcing Management. Darüber hinaus war er Prokurist der HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (Gesamtprokura). Neben seiner Tätigkeit bei der HSBC Trinkaus & Burkhardt AG leistete Gerd Goetz seit 2007 Mitarbeit bei dem Bundesverband deutscher Banken („BdB“) AK Clearing Settlement sowie dem BdB AK Jahresschlusskursermittlung. Weiterhin war er von 2004 bis 2005 Mitglied des Eurex Clearing Committee und ist seit 2006 Mitglied des Clearstream Advisory Board. Er war zudem Geschäftsführer der HSBC Transaction Services GmbH sowie Mitglied des Aufsichtsrats der sino AG jeweils bis Januar 2017.

Matthias Hocke



Matthias Hocke ist Mitgründer der tick-TS AG und ausgebildeter Bankkaufmann. Seit 1994 war Matthias Hocke im Privatkundengeschäft der Hypobank Bamberg als Kundenbetreuer tätig, wo er bis zu seinem Einstieg bei der sino Wertpapierhandels GmbH aktiv war. Seit dem Jahr 1998 war Matthias Hocke Geschäftsführer der sino Wertpapierhandels GmbH. Seit der Umwandlung der Gesellschaft in die sino AG war Matthias Hocke bis Juni 2016 Mitglied des Vorstands der sino AG, einem Finanzdienstleistungsunternehmen, das sich im Bereich des beratungslosen Wertpapiergeschäfts auf Online Brokerage für das Marktsegment der Heavy Trader spezialisiert hat. Der Vorstandsvertrag von Matthias Hocke läuft planmäßig und im besten Einvernehmen am 31.05.2020 aus und Matthias Hocke hat bereits kommentiert, dass er sich vorstellen könnte, anschließend in den Aufsichtsrat zu wechseln.

Carsten Schölzki



Carsten Schölzki ist der designierte Nachfolger von Matthias Hocke. Carsten Schölzki hat Informationswissenschaft, Publizistik und Psychologie an der Freien Universität Berlin studiert. Nachdem er zunächst im Jahr 1996 als Entwickler für die Charité tätig war, übernahm er für rund 16 Jahre die Geschäftsführerrolle bei der Weißhuhn & Weißhuhn Kommunikationsmanagement GmbH. Als Scrum Master und zwischenzeitlicher Manager Development Deutschland und Agile Coach bei PayPal hat er umfangreiche Erfahrungen in der Projektleitung. Zuletzt war er als CTO für die figo GmbH in Hamburg tätig.

Geschäftstätigkeit

Unternehmenshistorie im Kurzüberblick

Jahr	Ereignis
2002	Gründung der tick IT GmbH mit Sitz in Düsseldorf und einem Stammkapital in Höhe von 25.000 €, bzw. anschließend auf 100.000 €
2004	Erhöhung des Stammkapitals auf 111.000 €
2006	Erwerb der Anteile an der Trade Haven GmbH (92,5%)
2006	Erhöhung des Stammkapitals auf 1,00 Mio. € verbunden mit einer formwechselnden Umwandlung in die Rechtsform der Aktiengesellschaft und Änderung des Namens der Gesellschaft in „tick Trading Software Aktiengesellschaft“
2011	Verkauf und Übertragung des Geschäftsbetriebes der Trade Haven GmbH an die tick-TS AG im Wege des Asset Deals
2013	Auflösung und Einleitung des Liquidationsverfahrens der Trade Haven GmbH
2014	Verlegung des Sitzes der Gesellschaft von Düsseldorf nach Sprockhövel
2015	Erhöhung des Grundkapitals auf 1.006.500 € aufgrund der am 20. März 2012 beschlossenen bedingten Kapitalerhöhung durch Ausgabe von Bezugsaktien im Nennwert von 6.500 €
2016	Änderung der Satzung der tick-TS AG, insbesondere zur Regelung eines Vollausschüttungsgebots für die Aktionäre der tick-TS AG.
2017	Verlegung des Sitzes der Gesellschaft von Sprockhövel nach Düsseldorf
2017	Einbeziehung der Aktien der Gesellschaft in den Freiverkehr der Börse Düsseldorf am 2. Mai 2017.

Quelle: tick Trading Software AG, GBC AG

Die tick-TS AG wurde 2002 (damals: tick-IT GmbH) von Oliver Wagner, Matthias Hocke, und der sino AG gegründet. Das Ziel war die Entwicklung einer professionellen Handelsplattform. Aktuell zählt das Unternehmen mehr als 80 Banken und Finanzintermediäre zu seinen Kunden, u.a. comdirect Bank, HSBC, HSBC Transaction Services GmbH, sino AG und HVB UniCredit. Die tick-TS ist seit 2017 an der Börse Düsseldorf notiert.

Geschäftsmodell

Die tick-TS AG ist im Bereich der Softwareentwicklung tätig und bietet die Softwarelösungen als SaaS (Software-as-a-Service) bzw. als ASP (Application Service Provider) an. Der Entwicklungsfokus liegt im Allgemeinen auf Software im Bereich Financial Technology und im Speziellen auf Börsenzugangssystemen.

Der Fokus liegt hierbei auf SaaS-Front-Office-Lösungen für den Börsenhandel (Handelsplattformen), Order Management Systemen (OMS), Execution Management Systemen (EMS), Risikoüberwachung des Handels, Börsenzugängen und Distribution von Börsenkursen inkl. Compliance und Reportlösungen.

Weiterhin hat die Gesellschaft seit 2012 eine jährliche ISAE 3402 Zertifizierung erhalten. Der Standard ISAE 3402 ist ein international anerkannter Auditstandard, welcher häufig für Banken wichtig ist, um die zeitnahe tiefgehende Zusammenarbeit mit externen Partnern zu gewährleisten, ohne selbst eine umfangreiche Due Diligence durchzuführen. Dies ermöglicht eine schnellere und einfachere Zusammenarbeit mit Banken.

Die Gesellschaft untergliedert dieses Geschäft in drei Teilbereiche, welche eng miteinander verknüpft sind. (1) Die Software „TradeBase MX“ und die damit verbundene Entwicklung bzw. Vertrieb. (2) Das IT-Hosting und -Housing mit dem Schwerpunkt der TradeBase MX Software sowie als Membership/Proximity-Hosting für Börsenmitglieder. (3) Software-Projekte, welche im Zusammenhang mit (1) und (2) stehen, z.B. Consulting bezüglich Implementierung und Adaption.

(1) TradeBase MX

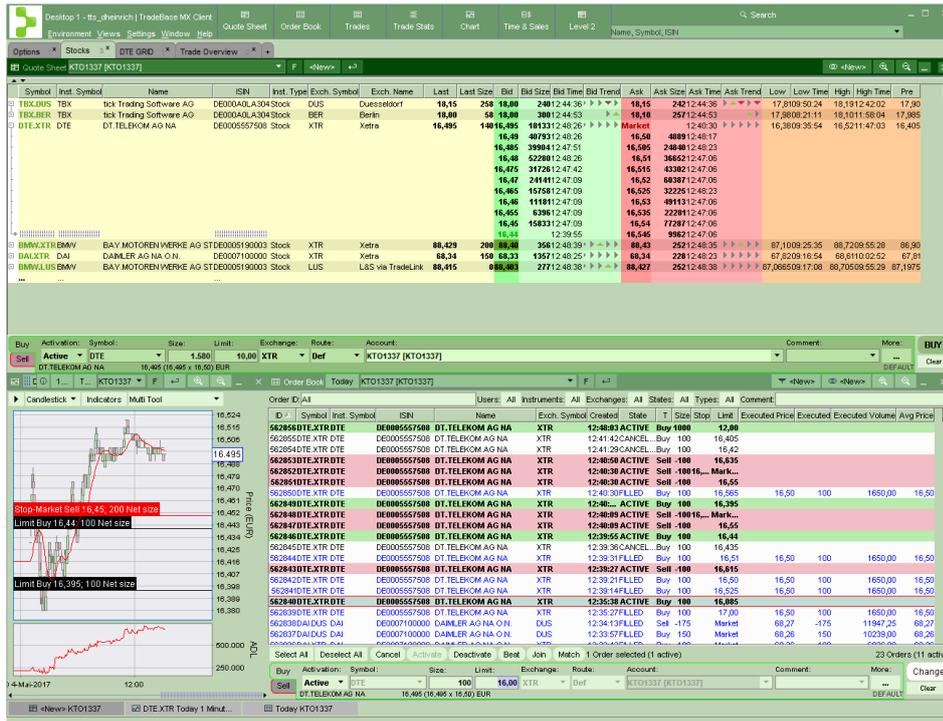
Das Kernprodukt der tick-TS AG ist die TradeBase MX Plattform (TradeBase MX), welche modular aufgebaut ist und unterschiedliche Bereiche des Börsenhandels abdeckt. Das Produkt kann als White-Label-Lösung angepasst werden und entsprechend der Kundenwünsche modifiziert werden. Zudem läuft die TradeBase MX auf Windows und Mac OS X. Durch die mitgelieferte API-Schnittstelle können auch eigene Softwarelösungen an die TradeBase MX angeschlossen werden. Die TradeBase MX Plattform wird dem Kunden entweder als Softwarepaket überlassen oder als gemanagter Service angeboten. Die Lizenzierung erfolgt in der Regel über ein Mietmodell.

Überblick über die Funktionalitäten der TradeBase MX:

- a) Desktop-Frontend mit Order- und Marktinformationsfunktionalitäten
- b) Hochperformantes Backend mit:
 - Order Management System / Execution Management System
 - Nutzer / Zugriffsrechtsteuerung und Orderflow-Management
 - Pre-Trade / Post-Trade-Risikoüberwachung (ESMA-compliant)
 - Dynamisches Orderrouting
 - Order-Journaling
- c) Ein Frontend für die Administration der Backend-Komponenten
- d) Mobile Frontends
- e) Zahlreiche Schnittstellenmodule zur Anbindung an Börsen (Deutsche Börse, Xontro, Xitaro, Euronext, London Stock Exchange, BATS u.v.a.) und börsenähnliche Systeme (z.B. CATS) sowie an Drittsysteme via FIX, SWIFT und andere Protokolle
- f) Backend zur Marktdatenverteilung für Realtime- und historische Daten mit Zugriffsrechtsteuerung und umfangreichen Redundanzmechanismen mit Schnittstellen für viele Marktdatenanbieter und börsenseitige Datenfeeds
- g) Module zur Orderentgegennahme in verschiedenen Formaten und Protokollen (u.a. FIX, SWIFT, XML, MQ)

- h) Schnittstellen zur Anbindung an Backoffice-Systeme, zum Beispiel zur Übermittlung von Ordermetainformationen oder zur Übernahme von Positions- und anderen Vermögensinformationen für die Risikosteuerung
- i) Ein Subsystem zur Überwachung von Orderströmen auf mögliche Verstöße gegen ESMA/MIFID-Vorgaben, bestehend aus einem Serversystem mit verschiedenen Ordereingangsschnittstellen und einem Frontend zur Konfiguration, Analyse und Alarmierung

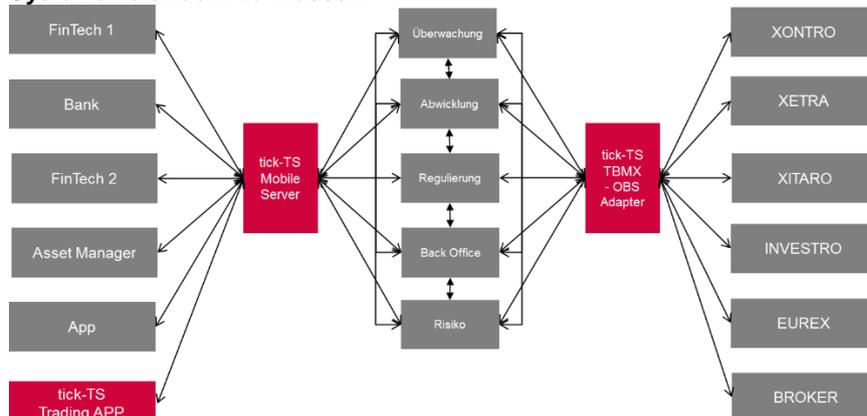
TradeBase MX Frontend



Quelle: tick Trading Software AG

Die TradeBase MX Plattform wurde 2002 für den manuellen Handel an Wertpapierbörsen entwickelt und wird kontinuierlich in enger Kooperation mit Banken und Händlern weiterentwickelt. Zunehmend wird das TradeBase MX Trading Frontend auch für private Kunden eingesetzt.

Die tick-TS Lösungen ermöglichen eine Einbindung ohne die bestehende Bankeninfrastruktur zu verändern. Hierdurch können beispielsweise externe FinTechs an die Bankenstruktur angeschlossen werden, ohne bestehende Systeme verändern zu müssen.

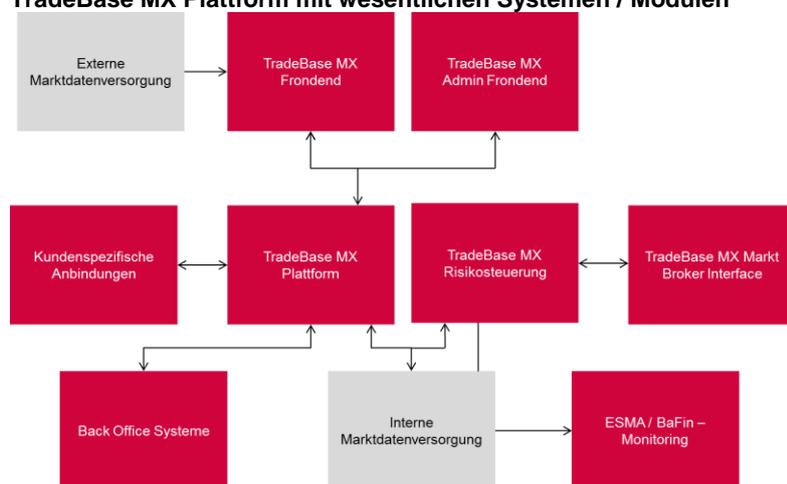


Quelle: tick Trading Software AG, GBC AG

Die TradeBase MX Plattform bietet im Vergleich zum Wettbewerb insbesondere umfangreichen Komfort, Schnelligkeit und äußerste Stabilität. Diese herausragende Zuverlässigkeit bewegt z.B. den Vorstand der sino AG zu der Aussage: „Wenn ich in unserer Handelssoftware für Heavy Trader, dem sino MX-PRO, keine Kurse sehe, schaue ich zunächst, ob die Börse selber einen Ausfall hat.“ Hier zeigt sich die extreme Zuverlässigkeit des Produktes. Erreicht wird diese hohe Stabilität durch zwei unabhängige Rechenzentren in Frankfurt, mit zahlreichen redundanten Sicherheitssystemen und autonomen Systemen.

Darüber hinaus verfügt die TradeBase MX Plattform über eine Vielzahl an Schnittstellen, welche sich in eine bestehende Bankenumgebung vollumfänglich integrieren lassen. Aktuell werden bereits mehrere Millionen von Transaktionen über die Plattform getätigt.

TradeBase MX Plattform mit wesentlichen Systemen / Modulen



Quelle: tick Trading Software AG, GBC AG

Neben den üblichen Funktionsweisen einer Handelsplattform kann in der TradeBase MX Plattform der e-Trading Compliance Monitor (ECM) hinzugeschaltet werden. Nachdem der europäische Gesetzgeber ESMA umfangreiche Vorgaben zum Verbot von marktmissbräuchlichem Verhalten (MAD/MAR) gemacht hat, ist eine Umsetzung nahezu nur durch technisch automatisierte Lösungen möglich. Der ECM wird bereits seit Januar 2015 im Compliance-Bereich der HSBC Deutschland zur Überwachung von missbräuchlichem Marktverhalten eingesetzt. Ein weiterer Vorteil des ECM sind die offenen Schnittstellen, welche die Anbindung an mehrere Handelssysteme ermöglicht. So können zahlreiche Pre/Post-Trade Kontrollen eingerichtet werden, um die ESMA-Vorgaben vollumfänglich zu erfüllen.

(2) IT-Hosting und -Housing

Um die TradeBase MX Plattform und die damit verbundenen Dienste als Software-as-a-Service anbieten zu können, verfügt die tick-TS über umfangreiche Hostingmöglichkeiten mit zahlreichen Absicherungen zwischen den zwei Rechenzentren in Frankfurt am Main. Das primäre Rechenzentrum ist in einem Equinix-Rechenzentrum, in dem auch die Schnittstellensysteme der Deutschen Börse untergebracht sind, angesiedelt (Proximity-Bereich). Das zweite Rechenzentrum dient zur Risikoabsicherung, sofern das erste Rechenzentrum ausfallen sollte. Beide Standorte verfügen über zahlreiche redundante Kommunikationsverbindungen. Die tick-TS verfügt als Internetteilnehmer über ein autonomes System, um einen noch höheren Sicherheitsstandard zu gewährleisten.

(3) Projektabwicklung

Die Projektabwicklung findet in der Regel im Zusammenhang mit der TradeBase MX Plattform und dem IT-Hosting und -Housing statt. Der Fokus liegt hierbei auf der Imple-

mentierung der TradeBase MX Plattform, der Anpassung existierender Komponenten der Plattform und auf der Neuerstellung von weiteren Komponenten. Die tick-TS bietet hierbei alle Projektschritte von der Analyse bis hin zur Softwareverteilung (Deployment) an.

Wettbewerb

Die tick-TS ist in einem sehr intransparenten Wettbewerbsumfeld aktiv mit diversen weiteren Anbietern, welche zum Teil nur über wenige Kunden verfügen. Durch die hohe Intransparenz und zum Teil hohe Produktvielfalt ist eine Wettbewerbsanalyse äußerst schwierig.

Wesentliche Wettbewerber

Wettbewerber	Fokussierung
Sunguard	Front + Backoffice, Trading
Fidessa	Front + Backoffice, Trading
Bloomberg/RTS	Informationsplattform mit Trading
ORC	Trading-Plattform
DECIDE	Trading-Plattform
ICF Systems	ASP, Hosting & Housing

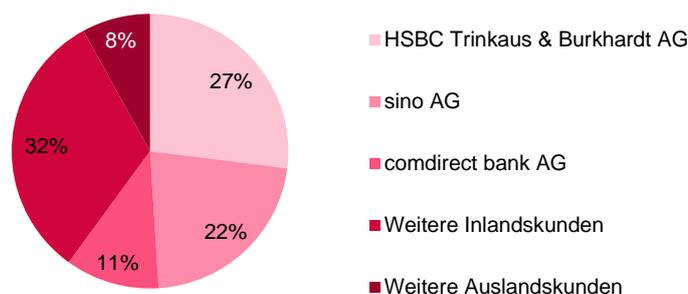
Quelle: tick Trading Software AG, GBC AG

Die tick-TS kann insbesondere den Standortvorteil gegenüber den großen US-Amerikanischen Wettbewerbern nutzen. So kann mit der deutschen tick-TS ein deutscher Gerichtsstand festgelegt werden, was für deutsche und europäische Banken und Finanzdienstleister eine bessere Risikoeinschätzung ermöglicht. Zudem unterliegen die ausgetauschten Daten dem deutschen Recht, was ebenfalls eine einfachere Einschätzung ermöglicht. Außerdem ermöglicht die tick-TS mit der ISAE 3402 Zertifizierung den Banken, auf zusätzliche Audit/Revisionsaufwände verzichten zu können, was z.B. äußerst attraktiv für Kunden ist. Weiterhin adressiert die tick-TS auch kleinere und mittlere Finanzmarktteilnehmer, für die die größeren Marktteilnehmer teilweise keine Lösungen anbieten.

Kunden

Die tick-TS arbeitet insbesondere eng mit bestehenden Großkunden zusammen. So auch mit der sino AG, welche ihren „Heavy Tradern“ die TradeBase MX Plattform anbietet. Weiterhin besteht ein sehr enges Verhältnis zur HSBC Trinkaus & Burkhardt AG. Insgesamt betreut die tick-TS etwa 80 institutionelle Kunden und unterhält Kooperationsverträge mit nationalen und internationalen Banken, sowie der deutschen Bundesbank. Dennoch machen die drei wichtigsten Kunden HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (27%), sino AG (22%) und die comdirect bank AG (11%) rund 60% der Umsatzerlöse aus. Die weiteren 40% werden mit Kunden erzielt, von denen etwa 80% in Deutschland und rund 20% im Ausland tätig sind.

Kundenstruktur



Quelle: tick Trading Software AG, GBC AG

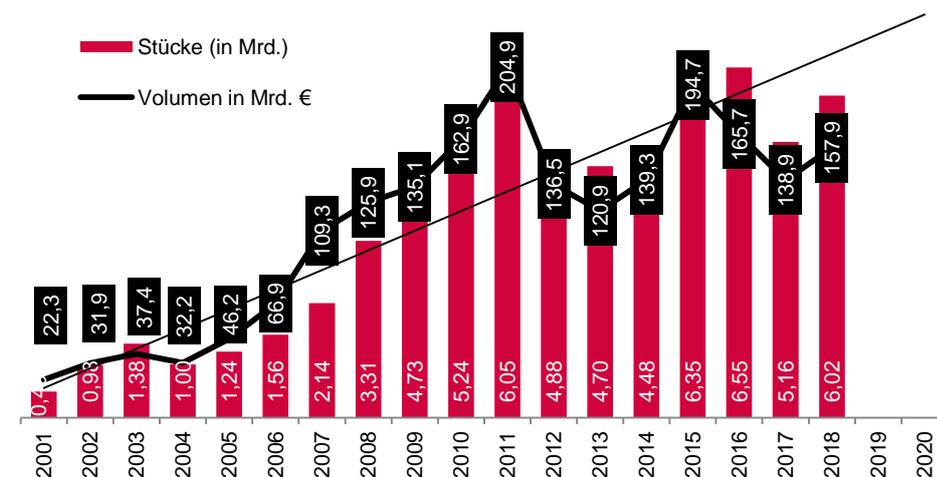
MARKT UND MARKTUMFELD

Primärer Markttreiber für die tick-TS sind die Handelsaktivitäten, die zunehmende Digitalisierung der Banken und deren Versuch FinTechs anzubinden, sowie die steigende Regulierung, welche über Softwarelösungen abgebildet werden muss. Bezogen auf den Ausbau und die Gewinnung neuer Kunden sollte insbesondere die Investitionsbereitschaft von Banken und Finanzdienstleistern relevant sein, welche in der Regel abhängig von den Aktivitäten am Kapitalmarkt sind. Die üblichen externen Faktoren wie z.B. die gesamtwirtschaftliche Lage bzw. konjunkturelle Entwicklungen sollten durch die langfristigen Verträge und den hohen Anteil an wiederkehrenden fixen Erlösen nur einen geringeren indirekten Einfluss auf die Geschäftsentwicklung der tick-TS haben.

Handelsaktivitäten

Da die tick-TS vornehmlich den deutschen Markt adressiert, nehmen wir die Handelsaktivitäten der Deutsche Börse Gruppe als Proxy für die Marktentwicklung im Bereich Handel. Die Handelsaktivität ist relevant, da die Investitionsbereitschaft von potenziellen Kunden der tick-TS bei umfangreicheren Aktivitäten in der Regel zunehmen sollte. Der Handel an den europäischen Kapitalmärkten profitierte im vergangenen Jahr vom Wirtschaftswachstum in Europa und den USA, sowie von politischen Unsicherheitsfaktoren und der anhaltenden niedrigen Zinspolitik der EZB. Die Deutsche Börse verzeichnete einen deutlichen Anstieg des Handelsvolumens in Aktien, Aktienindexderivaten und Zinsderivaten, sodass das gesamte Eurex-Handelsvolumen deutlich über dem Vorjahresniveau lag. Das gesamte Handelsvolumen der Deutsche Börse Gruppe erhöhte sich um 17% auf 1.719,6 Mio. € und lag damit deutlich vor der London Stock Exchange (1.456,7 Mio. €). Bezogen auf den Xetra-Orderbuchumsatz konnten im linearen Trend ebenfalls Umsatzsteigerungen in Bezug auf Stücke und Volumen festgestellt werden, wobei diesbezüglich die zunehmende Automatisierung des Handels ebenfalls eine Rolle spielen sollte.

Xetra-Orderbuchumsatz in Stücken (in Mrd.), Volumen (in Mrd. €) und die lineare Trendlinie der Stücke



Quelle: Deutsche Börse Statistiken, GBC

Regulatorisches Umfeld

Die tick-TS profitiert insbesondere von regulatorischen Anforderungen, die durch Handelssysteme erfüllt werden müssen. So dürfen beispielsweise keine gegenläufigen Orders von einer Partei zeitgleich eingestellt werden, diese Sperre kann durch einen Algo-

rhythmus maschinell abgebildet werden. Andererseits können sich weitere Regulierungen auch negativ auf das Handelsvolumen auswirken (z.B. Finanztransaktionssteuer) und so andere Markttreiber schwächen.

Insgesamt hat sich das regulatorische Umfeld zehn Jahre nach der Finanzkrise deutlich verschärft. Die G20-Länder haben Maßnahmen beschlossen, die sich auf eine regulierte Finanzmarktinfrastruktur konzentrieren. Zum Schutz der Transparenz, Sicherheit und Stabilität der Finanzmärkte werden nun etablierte Regeln und Vorschriften, Aufsichtsstrukturen und Verhaltensregeln durchgesetzt. Marktteilnehmer, Regulierungs- und Aufsichtsbehörden sind sich einig, dass eine weitere Finanzmarktkrise - wie sie in den Jahren 2007/2008 zu beobachten war - vermieden werden muss, und dass es keine weitere Rettung von Banken durch öffentliche Mittel geben darf. Jetzt kommt es darauf an, wie die Entwicklung der einzelnen Regulierungsdossiers fortgesetzt wird, um einen weiterhin stabilen und wettbewerbsfähigen Markt innerhalb der Europäischen Union (EU) zu schaffen. Insbesondere im Jahr 2019, dem Jahr der Wahlen zum Europäischen Parlament, steht Europa vor verschiedenen Herausforderungen, die alle die Finanzmärkte mehr oder weniger direkt betreffen: Brexit, populistische Bewegungen (die in ganz Europa zunehmend nationalistisch ausgerichtet sind), die Gefahr übermäßiger Staatsverschuldung, Cyberrisiken und Deregulierung sind nur einige Beispiele. Finanzmärkte sind globale Märkte. Deshalb sind gemeinsame Anstrengungen erforderlich, um globale Standards zu etablieren, die konsequent umgesetzt werden müssen.

Regulierung der Finanzmarktinfrastruktur

Die Regulierungen der Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II, MiFIR) MiFID II und MiFIR haben den europäischen Finanzmarkt grundlegend verändert, indem sie die Transparenzregelungen erweitert, die Stabilität und Integrität der Infrastruktur gestärkt, die Mikrostruktur des Marktes überarbeitet und die Qualität und Verfügbarkeit von Marktdaten verbessert haben. Für die tick-TS haben sich hieraus Opportunitäten ergeben besondere Softwarelösungen zu entwickeln, welche diese Erfordernisse erfüllen.

Kundenlandschaft und Digitalisierung

Die Hauptkundschaft der tick-TS sind Banken und Finanzdienstleister, welche sich jeweils mit einer zunehmenden Digitalisierung konfrontiert sehen. FinTech stellt die Geschäftsmodelle traditioneller Finanzdienstleister in Frage und verändert sie, obwohl es noch zu früh ist, um genau vorherzusagen wie viel Veränderung sie bringen wird. Viele FinTech-Unternehmen sind neu auf dem Markt und agieren als Start-ups. Es bleibt abzuwarten, ob diese Unternehmen wachsen und einen großen Teil des Finanzsektors belegen oder sich stattdessen in Nischenbereiche begeben und spezialisierte Dienstleistungen für größere Institutionen erbringen werden. Immer mehr große traditionelle Banken investieren in Finanzinnovationen und haben in ihren Organisationen FinTech-Einheiten eingerichtet. Einige haben FinTech-Firmen - einschließlich FinTech-Banken - erworben oder sind Partnerschaften mit FinTech-Firmen eingegangen, um spezialisierte Dienstleistungen anzubieten. Eine wichtige Lösung in der Kooperation zwischen Banken und FinTechs stellt die Software-Lösung von tick-TS dar. Hiermit können FinTech Lösungen an die Banken angeschlossen werden ohne direkt in diese gesamte Infrastruktur der Bank integriert zu werden.

Laut EY befindet sich Deutschlands FinTech-Ökosystem weiterhin auf einem gesunden Entwicklungspfad - die Zahl der FinTechs und das Investitionsvolumen in FinTechs wächst, der Deal-Flow steigt und die durchschnittliche Deal-Größe nimmt ebenfalls zu. Deutschlands FinTech-Landschaft wächst mit rund ~300 FinTechs weiter an. Der Segmentfokus hat sich vor dem Hintergrund des starken Immobilienmarktes im Land auf

PropTechs verlagert, während RegTech angesichts der anhaltenden Regulierungsherausforderungen der Banken ein attraktives Segment bleibt: Als Reaktion auf die wachsende Präsenz von FinTechs im Markt haben die Finanzinstitute in Deutschland ihre Aktivitäten zur Bewältigung der FinTech-Herausforderung verstärkt. Unter den Top-10 der größten Banken zum Beispiel waren Investitionen und Kooperationen bisher mit Abstand die bevorzugten Reaktionsmodelle, obwohl die meisten der größten Banken des Landes im Umgang mit FinTech einen Multi-Response-Ansatz verfolgen. Inzwischen expandiert eine wachsende Zahl deutscher FinTechs außerhalb ihres Kernmarktes, sei es durch Partnerschaften und Kooperationen oder durch eigenverantwortliches Handeln. Bemerkenswert ist, dass reifere FinTechs sogar damit begonnen haben, ihre eigenen Ökosysteme um das Kernproduktangebot herum aufzubauen (z.B. N26 Einführung von Versicherungsprodukten in Zusammenarbeit mit Clark oder Anlageprodukte in Zusammenarbeit mit Vaamo etc.).

Neben der FinTech-Thematik stehen die Banken und Asset-Manager als solches vor dem Digitalisierungsdruck. Die Herausforderung von vielen Banken sind die historisch gewachsenen, aber mittlerweile deutlich veralteten, IT-Systeme. Da die Erneuerung dieser alten „Legacy-Systeme“ keine sofortige Kostenersparnis bringt, kommen teilweise sehr heterogene IT-Systeme bestehend aus alten und neuen Strukturen zusammen. Diese Kombination verursacht einerseits hohe Kosten und andererseits ist die Flexibilität sehr eingeschränkt. Dennoch werden Anstrengungen unternommen, um sich schrittweise zu erneuern. Der Vorteil der tick-TS-Lösungen besteht in der Anbindung an die bestehenden Systeme während theoretisch parallel weitere Lösungen entwickelt werden können.

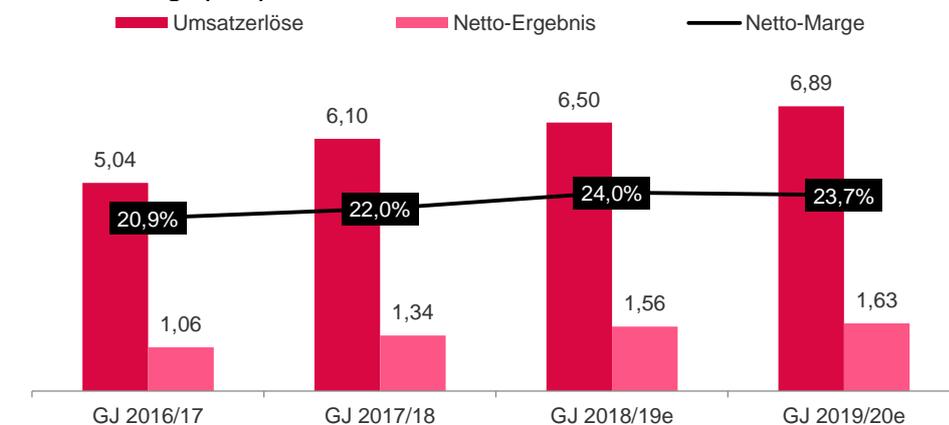
UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen der tick Trading Software AG

	GJ 2016/17	GJ 2017/18	GJ 2018/19e	GJ 2019/20e
Umsatzerlöse	5,04	6,10	6,50	6,89
Bestandsveränderungen	0,00	0,13	0,07	0,07
Sonstige betriebliche Erträge	0,14	0,13	0,12	0,12
Personalaufwand	-1,97	-2,31	-2,50	-2,75
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,52	-1,90	-1,70	-1,75
EBITDA	1,69	2,16	2,49	2,58
Abschreibungen	-0,12	-0,21	-0,22	-0,21
EBIT	1,57	1,94	2,27	2,37
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,01	0,00	0,00	0,00
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	0,00	0,00	0,00	0,00
EBT	1,57	1,94	2,27	2,37
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-0,52	-0,59	-0,70	-0,74
Sonstige Steuern	0,00	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss	1,06	1,34	1,56	1,63
Umsatzerlöse	5,04	6,10	6,50	6,89
EBITDA	1,69	2,16	2,49	2,58
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>33,5%</i>	<i>35,3%</i>	<i>38,3%</i>	<i>37,5%</i>
EBIT	1,57	1,94	2,27	2,37
<i>EBIT-Marge</i>	<i>31,2%</i>	<i>31,9%</i>	<i>34,9%</i>	<i>34,4%</i>
Netto-Ergebnis	1,06	1,34	1,56	1,63
<i>Netto-Marge</i>	<i>20,9%</i>	<i>22,0%</i>	<i>24,0%</i>	<i>23,7%</i>

Quelle: GBC AG

Entwicklung der Umsatzerlöse (in Mio. €), des Netto-Ergebnisses (in Mio. €) und der Netto-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Geschäftsentwicklung 2017/18

GuV (in Mio. €)	GJ 2015/16	GJ 2016/17	GJ 2017/18
Umsatzerlöse	4,78	5,04	6,10
EBITDA	1,89	1,57	1,94
EBITDA-Marge	39,5%	31,2%	31,9%
EBIT	1,89	1,57	1,94
EBIT-Marge	39,5%	31,2%	31,9%
Jahresüberschuss	1,27	1,06	1,34
EPS in €	1,27	1,05	1,34

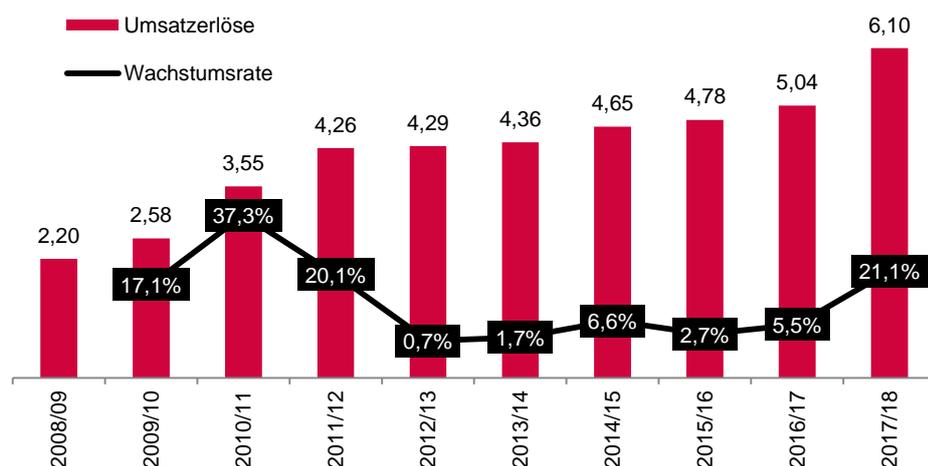
Quelle: tick Trading Software AG, GBC AG

Umsatzentwicklung

Die tick-TS konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017/18 die Umsatzerlöse deutlich steigern und erzielte ein neues Rekordergebnis. Der Umsatz stieg um 21,1% auf 6,10 Mio. € (VJ: 5,04 Mio. €).

Der Grund für diesen deutlichen Umsatzsprung im Vergleich zu den Vorjahren war der Zuwachs des Projektgeschäfts im Bereich der regulatorischen Anforderungen. So wurde insbesondere das erste Halbjahr zur Umsetzung der regulatorischen Anforderungen im Rahmen der MiFID II/MiFIR Novellierung in Bezug auf die TradeBase MX-Plattform und den e-Trading Compliance Monitor genutzt. Im zweiten Halbjahr konzentrierte sich das Unternehmen auf die Gewinnung neuer Kunden und die weitere Erweiterung des Lizenzgeschäfts bei Bestandskunden. Insgesamt konnte das Geschäft bei Bestands- sowie bei Neukunden deutlich ausgebaut werden. Dennoch reduzierten sich die Lizenzeinnahmen um 0,15 Mio. € aus dem planmäßig auslaufenden Kooperationsvertrag mit der ABN AMRO Bank und durch die Insolvenz der DERO Bank. Konträr wurden die DIE SOFTWARE Peter Fitzon GmbH und eine international agierende Großbank als weitere Kunden gewonnen.

Entwicklung der Umsatzerlöse



Quelle: tick Trading Software AG, GBC AG

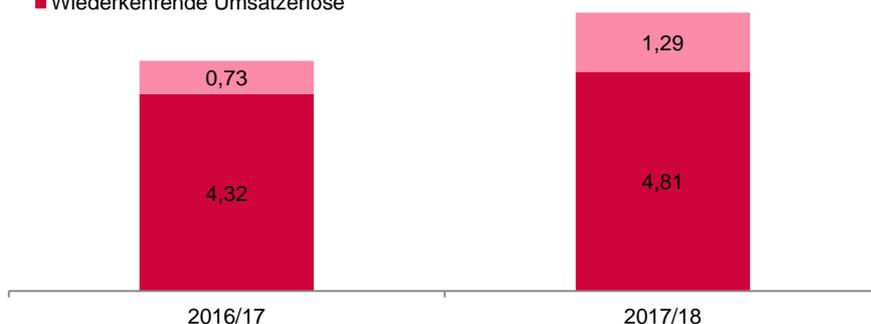
Somit lag das Umsatzwachstum deutlich über den Entwicklungen der letzten 9 Jahre (durchschnittliches jährliches Wachstum lag bei 12,0%), insbesondere vor dem Hintergrund des vergleichsweise geringen Wachstums der letzten 5 Jahre. So waren die Jahre 2012/13 bis 2015/16 vornehmlich durch die auslaufenden Kundenverträge aus dem Kooperationsvertrag mit der ABN AMRO Bank geprägt. Diese Thematik ist jedoch nun vollständig abgeschlossen und sollte zu keinen weiteren Lizenzeinbußen führen.

So konnte ein sehr hohes Umsatzwachstum im Geschäftsjahr 2017/18 trotz des auslaufenden Kooperationsvertrags mit der ABN AMRO Bank und der Insolvenz des Kunden DERO Bank erreicht werden. Die tick-TS erzielte durch die Gewinnung neuer Kunden und den Ausbau des Bestandsgeschäfts eine Gesamtleistung (inkl. Erhöhung des Bestands und der sonstigen betrieblichen Erträge) in Höhe von 6,37 Mio. € (VJ: 5,18 Mio. €).

Neben der guten Umsatzentwicklung weist das Unternehmen eine sehr hohe Ergebnisqualität durch den großen Anteil an wiederkehrenden Erlösen auf. So stiegen die wiederkehrenden Erlöse um 11,4% auf 4,81 Mio. € (VJ: 4,32 Mio. €). Durch das starke Wachstum der Einmalerlöse um 76,5% auf 1,29 Mio. € (VJ: 0,73 Mio. €) reduzierte sich der Anteil der wiederkehrenden Erlöse leicht auf 78,8% (VJ: 85,6%). Der hohe Anteil an wiederkehrenden Erlösen wird durch das SaaS-Geschäftsmodell in Verbindung mit den langjährigen Kundenbeziehungen der tick-TS erzielt. Damit ist das Unternehmen unseres Erachtens äußerst nachhaltig aufgestellt und konnte mit den wiederkehrenden Erlösen im Geschäftsjahr 2017/18 nahezu den Gesamtumsatz aus dem Jahr 2016/17 erreichen.

Zusammensetzung der Umsatzerlöse (einmalige und wiederkehrende Umsätze)

- Einmalige Umsatzerlöse
- Wiederkehrende Umsatzerlöse

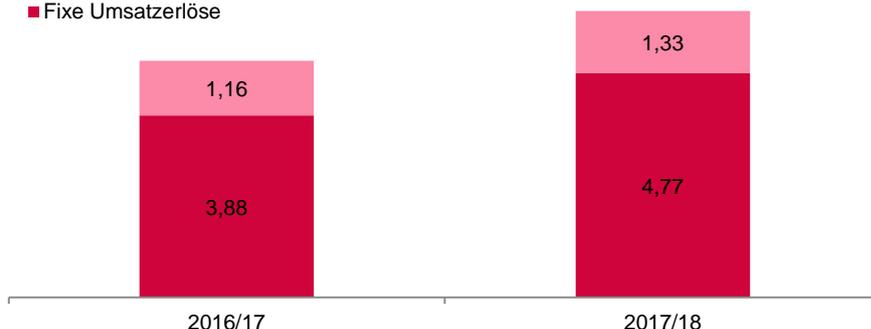


Quelle: tick Trading Software AG, GBC AG

Eine Besonderheit der tick-TS ist, dass neben fixen Umsatzerlösen auch ein kleiner Teil an variablen Umsatzerlösen existiert. Die fixen Umsatzerlöse konnten um 23,1% auf 4,77 Mio. € (VJ: 3,88 Mio. €) gesteigert werden und der Anteil erhöhte sich auf 78,2%. Im Vergleich hierzu erhöhten sich die variablen Umsatzerlöse um 14,3% auf 1,33 Mio. € (VJ: 1,16 Mio. €). Die variablen Kosten beziehen sich hierbei nicht auf das Handelsvolumen der Kunden, sondern auf die genutzte Datenmenge, welche in der Regel in Relation zu der Anzahl der getätigten Trades steht. Wir gehen davon aus, dass der Fokus zukünftig vermehrt auf fixen Umsatzerlösen liegen wird und dieser Anteil weiter steigen wird.

Zusammensetzung der Umsatzerlöse (variable und fixe Umsätze)

- Variable Umsatzerlöse
- Fixe Umsatzerlöse



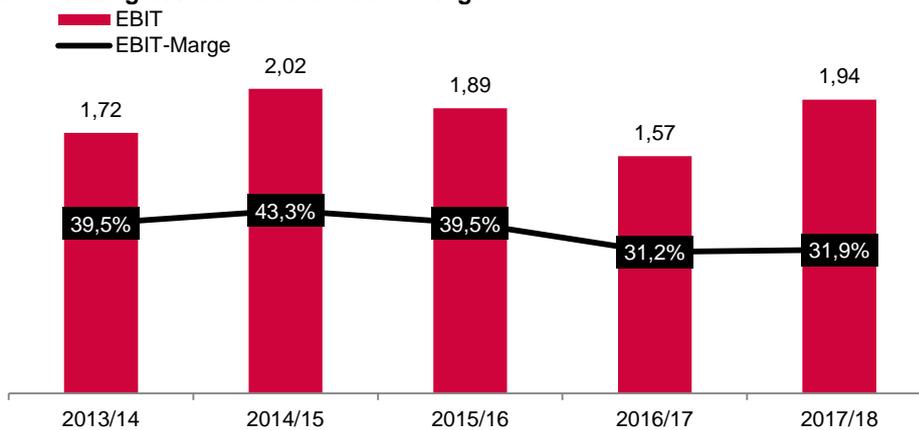
Quelle: tick Trading Software AG, GBC AG

Insgesamt schätzen wir die Umsatzentwicklung als äußerst solide und nachhaltig ein und wir erwarten, dass durch den hohen Anteil an wiederkehrenden Umsatzerlösen ein sukzessives Wachstum möglich sein sollte.

Ergebnisentwicklung

Ergebnisseitig erhöhte sich das EBIT leicht überproportional um 23,7% auf 1,94 Mio. € (VJ: 1,57 Mio. €). Entsprechend erhöhte sich die Marge von 31,2% (2016/17) auf 31,9% (2017/18).

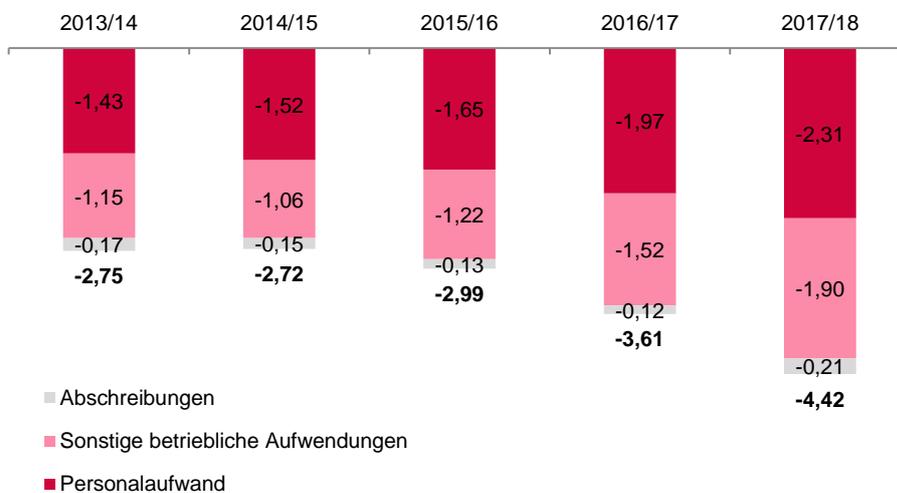
Entwicklung des EBIT und der EBIT-Marge



Quelle: tick Trading Software AG, GBC AG

Trotz der hohen Kostendisziplin stiegen die fixen Aufwendungen (Abschreibungen, Personalaufwand und sonstige betriebliche Aufwendungen) um 22,5% auf 4,42 Mio. € (VJ: 3,61 Mio. €) an. Der wesentliche Kostentreiber war, wie in nahezu jedem Softwareunternehmen, der Personalaufwand. Durch die Einstellung neuer Mitarbeiter und Gehaltsanpassungen nach oben erhöhte sich der Personalaufwand um 17,2% auf 2,31 Mio. € (VJ: 1,97 Mio. €). Verursacht wurde dies zum Teil auch durch das Ausscheiden zweier Mitarbeiter. Durch den aktuell großen Auftragsbestand plant das Unternehmen aktuell zwei weitere Mitarbeiter in der Entwicklung einzustellen.

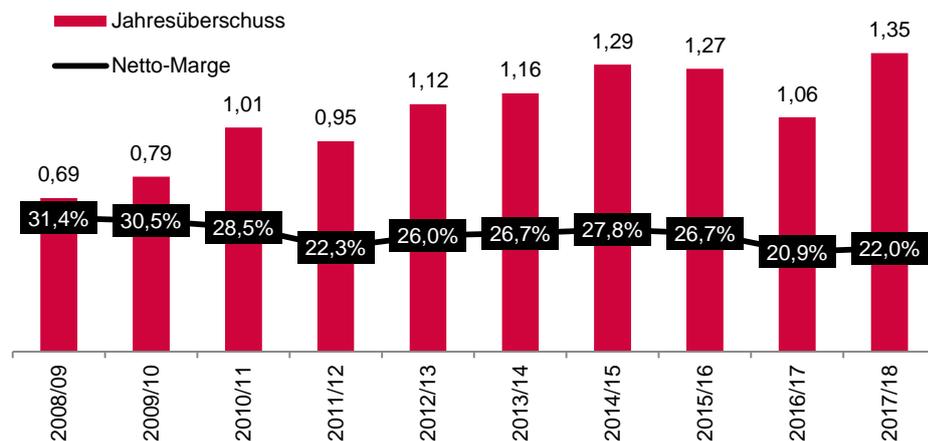
Entwicklung der Aufwendungen



Quelle: tick Trading Software AG, GBC AG

Der Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 25,0% auf 1,90 Mio. € (VJ: 1,52 Mio. €) ist im Zusammenhang mit der Erweiterung des Systembetriebs und der Doppelmietbelastung (Verlustrückstellung + latente Steuern in Höhe 0,17 Mio. €) entstanden, welche aus der Verlegung des Geschäftssitzes von Sprockhövel nach Düsseldorf zu tun hat.

Entwicklung des Jahresüberschusses



Quelle: tick Trading Software AG, GBC AG

Insgesamt wurde so eine Steigerung des Jahresüberschusses um 27,4% auf 1,35 Mio. € (VJ: 1,06 Mio. €) erreicht, was einer Netto-Margenerhöhung von 20,9% (2016/17) auf 22,0% (2017/18) entspricht. Die tick-TS erreicht als Nischen-Softwareproduzent eine äußerst hohe Netto-Marge, welche auch im Marktvergleich mit anderen Softwareanbietern sehr hoch ist. Mit dem erreichten Nettoergebnis von 1,35 Mio. € lag das Unternehmen gut innerhalb der Guidance von 1,25 bis 1,50 Mio. € Jahresüberschuss.

Bilanzielle und finanzielle Situation

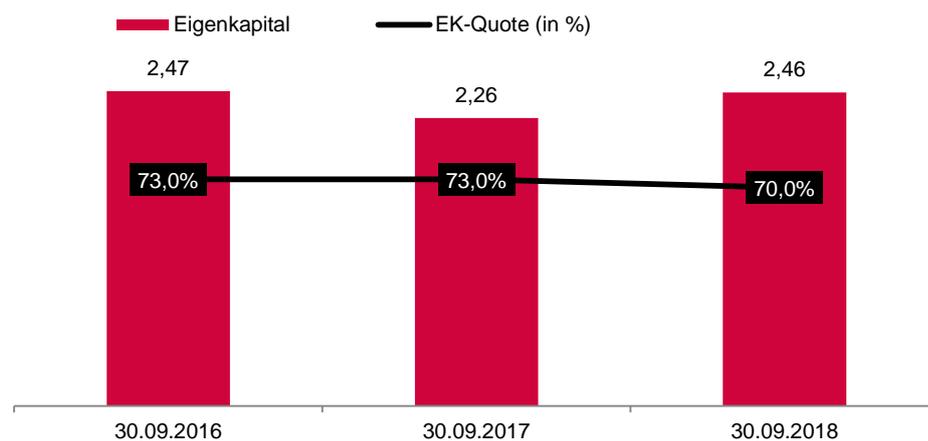
in Mio. €	30.09.2016	30.09.2017	30.09.2018	31.03.2019
Eigenkapital	2,47	2,26	2,46	3,25
EK-Quote (in %)	73,0%	73,0%	70,0%	75,5%
Operatives Anlagevermögen	0,32	0,38	0,57	0,49
Working Capital	0,89	0,78	1,24	0,81
Net Debt	-1,75	-1,58	-1,06	-2,40
Operativer Cashflow	N.a.	1,14	1,60	3,25

Quelle: tick Trading Software AG, GBC AG

Die tick-TS verfügt über eine sehr schlanke und solide Bilanz. Die Bilanzsumme beläuft sich zum Geschäftsjahresende 2018/19 (30.09.2018) auf 3,50 Mio. € (30.09.2017: 3,09 Mio. €) und das Unternehmen verfügt über ein Eigenkapital in Höhe von 2,46 Mio. € (30.09.2017: 2,26 Mio. €). Damit weist das Unternehmen eine sehr hohe Eigenkapitalquote von 70,0% auf (30.09.2017: 73,0%).

Der Grund für die sehr schlanke Bilanz ist zum einen, dass der ausschüttungsfähige Gewinn jedes Jahr als Dividende an die Aktionäre ausgeschüttet wird und zum anderen, dass kaum Investitionen notwendig sind.

Entwicklung des Eigenkapitals und der Eigenkapitalquote



Quelle: tick Trading Software AG, GBC AG

Die tick-TS hat keinerlei Bankverbindlichkeiten und verfügt über ein net cash in Höhe von 1,06 Mio. € (30.09.2017: 1,58 Mio. €).

Die Aktiva besteht größtenteils aus Forderungen aus Lieferungen und Leistungen in Höhe von 1,53 Mio. € (30.09.2017: 1,03 Mio. €) und einem Kassenbestand von 1,06 Mio. € (30.09.2017: 1,58 Mio. €).

Insgesamt konnte so im Geschäftsjahr 2018/19 der höchste Bilanzgewinn seit Gründung in Höhe von 1,35 Mio. € (30.09.2017: 1,15 Mio. €) erzielt werden, was sich auch in der hohen Dividende von 1,30 € niedergeschlagen hat.

Zum **Halbjahr 2019/20 (31.03.2019)** stieg das Eigenkapital auf 3,25 Mio. € (31.03.2018: 2,46 Mio. €), was einer Eigenkapitalquote in Höhe von 75,5% (31.03.2019: 70,2%) entspricht. Insbesondere die liquiden Mittel stiegen auf 2,40 Mio. € an (31.03.2019: 0,40 Mio. €), was auch durch eine Reduktion des Working Capitals auf 0,81 Mio. € im Vergleich zum Jahresabschluss von 1,24 Mio. € erreicht wurde.

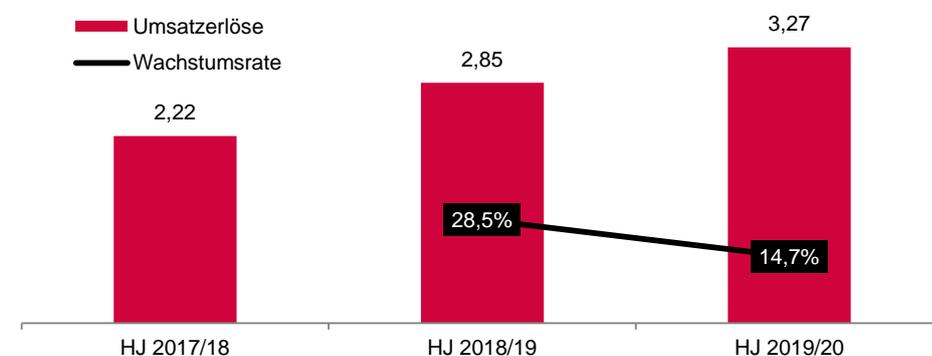
Geschäftsentwicklung HJ 2018/19

in Mio. €	HJ 2017	HJ 2018	HJ 2019
Bereinigte Netto-Courtage	2,22	2,85	3,27
EBITDA	0,55	0,75	1,27
EBITDA-Marge	25,0%	26,3%	38,8%
EBIT	0,55	0,75	1,16
EBIT-Marge	25,0%	26,3%	35,4%
Jahresüberschuss	0,38	0,52	0,80
EPS in €	0,37	0,52	0,79

Quelle: tick Trading Software AG, GBC AG

Zum ersten Halbjahr 2018/19 setzte die tick-TS den soliden Wachstumskurs weiter fort und die Umsatzerlöse stiegen um 14,7% auf 3,27 Mio. € (VJ: 2,85 Mio. €). Hintergrund dieser Entwicklung waren neben den hohen wiederkehrenden Erlösen die Gewinnung weiterer Kunden im zweiten Halbjahr 2017/18 sowie der Ausbau des Bestandskundengeschäfts.

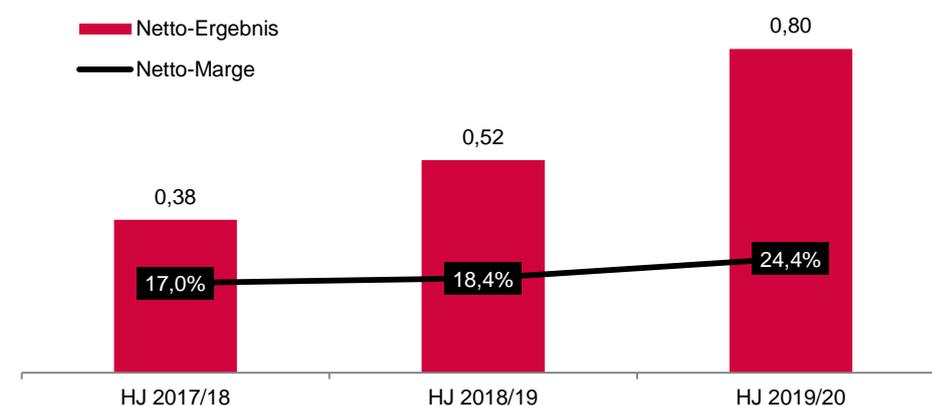
Entwicklung der Umsatzerlöse



Quelle: tick Trading Software AG, GBC AG

Die hohe Kostendisziplin führte zu einem weiteren Rückgang der sonstigen betrieblichen Kosten auf 0,83 Mio. € (VJ: 1,0 Mio. €), welche im Vorjahr zudem noch durch die Verlegung der Geschäftsräume nach Düsseldorf belastet waren. Durch die Einstellung weiterer Mitarbeiter stieg der Personalaufwand um 13,7% auf 1,24 Mio. € (VJ: 1,09 Mio. €) an. Durch diese gegenläufigen Kostenentwicklungen lag der Gesamtkostenblock nur auf Vorjahresniveau, was in Verbindung mit den Umsatzsteigerungen zu einer überproportionalen Ergebnisverbesserung führte. Das EBIT erhöhte sich um 54,3% auf 1,16 Mio. € (VJ: 0,75 Mio. €), was zu einer signifikanten Verbesserung der bereits hohen EBIT-Marge auf 38,8% (VJ:26,3%) führte.

Entwicklung des Netto-Ergebnisses



Quelle: tick Trading Software AG, GBC AG

Das Netto-Ergebnis steigerte sich um 52,4% auf 0,80 Mio. € (VJ: 0,52 Mio. €). Durch den hohen Anteil an wiederkehrenden Erlösen sollte das Ergebnis in der zweiten Jahreshälfte mindestens verdoppelt werden, sprich aus 1,60 Mio. €. Somit sollte die aktuelle Guidance von 1,50 bis 1,90 Mio. € gut erreicht werden.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Als Software-as-a-Service Anbieter verfügt das Unternehmen über einen hohen Anteil an wiederkehrenden Erlösen • Starkes Bestandskundengeschäft mit einer tiefen Integration der Software bei den Kunden, was zu einer sehr hohen Wechselbarriere auf der Kundenseite führt • Sehr hohe Skalierbarkeit sollte bei steigenden Umsatzerlösen zu weiteren Margensteigerungen führen • Durch die Satzung ist das Unternehmen zu einer „Vollausschüttung“ verpflichtet, was bei dem aktuellen Kurs eine sehr attraktive Dividende verspricht • Wenig Wettbewerb im Nischenmarkt • Der hohe Anteil an wiederkehrenden und fixen Umsatzerlösen macht das Unternehmen äußerst konjunkturunabhängig • Es bestehen hohe Markteintrittsbarrieren, wodurch sich das Wettbewerbsumfeld wenig verändern sollte 	<ul style="list-style-type: none"> • Bei der aktuellen Kundenstruktur besteht ein Klumpenrisiko mit einer hohen Abhängigkeit von den drei größten Kunden, welche rund 60% der Umsatzerlöse ausmachen • Teilweise Abhängigkeit über variable Umsatzerlöse von der Höhe des Datenvolumens (i.d.R. abhängig von der Anzahl der getätigten Trades), welche durch die Marktbedingungen beeinflusst werden könnten • Aktuelle Doppelbelastung im Bereich der Mietaufwendungen durch die Verlegung des Geschäftssitzes von Sprockhövel in die Düsseldorfer Innenstadt
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Größere Mitbewerber könnten aus Nischenprodukten austreten und so weitere Marktbereiche für das Unternehmen eröffnen z.B. Bloomberts Rückzug aus dem SSEOMS-Geschäft • Die Besetzung des App-Marktes könnte weitere Marktanteile bedeuten • Der neue Hauptsitz Düsseldorf sollte attraktiver für qualifiziertes Entwicklerpersonal sein • Weitere Regulierungen könnten Softwarelösungen erforderlich machen, die das Unternehmen anbieten könnte (z.B. MAR) 	<ul style="list-style-type: none"> • Ein Großkunde könnte kündigen oder insolvent gehen • Zusätzliche Regulierung wie z.B. die Finanztransaktionssteuer könnten das Marktumfeld schwächen • Die BaFin könnte das Unternehmen als Finanzdienstleister einstufen und so weitere Compliance-Kosten verursachen • Größere Wettbewerber könnten versuchen Nischenmärkte zu besetzen

Prognosen und Modellannahmen

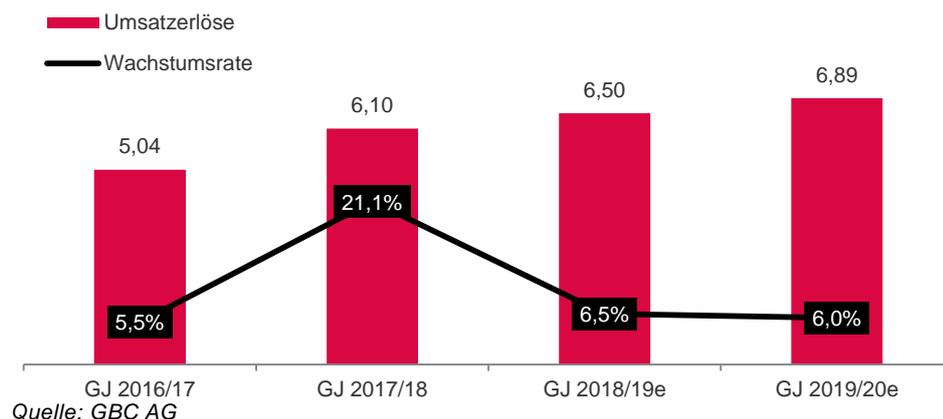
GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	6,10	6,50	6,89
EBITDA	2,16	2,49	2,58
EBITDA-Marge	35,3%	38,3%	37,5%
EBIT	1,94	2,27	2,37
EBIT-Marge	31,9%	34,9%	34,4%
Jahresüberschuss	1,34	1,56	1,63
EPS in €	1,34	1,55	1,62

Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen

Wir gehen davon aus, dass die tick-TS ein sukzessives weiteres Umsatzwachstum aufweisen wird, welches bei erfolgreichen Geschäftserweiterungen über neue Kunden oder Produkte zum Teil sprunghaft ansteigen kann. Durch den hohen Anteil an wiederkehrenden Erlösen ist zudem ein sehr hoher Umsatzsockel gegeben. Durch den Ausbau der bestehenden Kundenbeziehungen und eines Release-Managements sollte auch ohne Neukunden ein sukzessives Umsatzwachstum möglich sein. Darüber hinaus erwarten wir einige Projekte in der Pipeline der tick-TS, welche zu signifikanteren Umsatzsteigerungen führen könnten.

Umsatzprognosen (in Mio. €) und der Umsatzwachstumsrate (in %)



Für das Geschäftsjahr 2018/19 erwarten wir eine Umsatzsteigerung um 6,5% auf 6,50 Mio. € (VJ: 6,10 Mio. €), bzw. eine weitere Steigerung um 6,0% auf 6,89 Mio. € im Geschäftsjahr 2019/20. Mit unserer Einschätzung entsprechen wir auch der aktuellen Guidance, in dem der Vorstand für die Geschäftsjahre 2018/19 sowie 2019/20 vorsichtig optimistisch Umsatzerlöse und ein EBIT deutlich oberhalb der Ergebnisse von 2017/18 erwartet. Mit den erwarteten Umsatzsteigerungen tragen wir auch der historischen Entwicklung Rechnung. So konnte das Bestands- und Neukundengeschäft im letzten Jahr ausgebaut werden, was zu einem deutlichen Umsatzzanstieg um 21,1% führte, jedoch lag das CAGR bezogen auf die letzten 5 Jahre nur bei 7,3%, bedingt durch rückläufige Umsätze mit den Kunden der ABN AMRO Bank. Unseres Erachtens gibt die Entwicklung der letzten neun Jahre (Umsatz-CAGR von 12,0%) den besten Indikator für die zukünftige Entwicklung, da sich in der Vergangenheit weder das Geschäftsmodell noch die Produkte wesentlich geändert haben.

Zeitraum in der Historie	9 Jahre	5 Jahre	1 Jahr
Durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum (CAGR)	12,0%	7,3%	21,1%

Quelle: GBC AG

Für das laufende Geschäftsjahr 2018/19 erwarten wir Umsatzerlöse in Höhe von 6,50 Mio. €. Da bereits zum Halbjahr Umsatzerlöse in Höhe von 3,27 Mio. € erzielt wurden,

liegt das Unternehmen gut im Plan. Somit sind wir konservativ in unserer Einschätzung für das laufende Jahr, da wir aktuell keine wesentlichen Kundenakquisen unterstellt haben.

Als äußerst attraktiv schätzen wir aktuell den Markt für **Sell-Side Execution and Order Management Solutions (SSEOMS)** ein. Dieser Markt war unter anderem von Bloomberg besetzt und spielte in der Vergangenheit keine Rolle für die tick-TS. Bloomberg hat nun angekündigt, sich bis Ende März 2021 aus diesem Marktsegment zurückzuziehen.

SSEOMS Workflow



Quelle: Bloomberg

Die SSEOMS-Lösung bildet von der Ideen-Generierung über die Orderausführung bis hin zur Risikokontrolle den gesamten Sell-Side Prozess einer Bank oder eines Finanzdienstleisters ab. Der Vorteil ist, dass die einzelnen Module auf die jeweils relevante Partei zugeschnitten sind. Die tick-TS bietet bereits den größten Teil einer SSEOMS-Lösung an und es sollte unseres Erachtens vergleichsweise leicht für die tick-TS sein, die bestehenden Lösungen so zu modifizieren, dass sie als SSEOMS-Lösungen angeboten werden können. Wir gehen davon aus, dass große Bankhäuser individuelle Softwarelösungen oder andere große Anbieter nehmen, um Bloomberg zu ersetzen. Jedoch sehen wir ein großes Potenzial für die tick-TS im Bereich der kleineren und mittleren Bankhäuser, welche ab 2021 über kein SSEOMS mehr verfügen. Wir gehen davon aus, dass die tick-TS sich bereits 2020 erfolgreich in diesem Markt positionieren kann, da eine Integration einer derart umfangreichen Softwarelösung zeitintensiv ist und die ersten potenziellen Kunden bereits 2020 umsteigen sollten.

Einen weiteren Bereich für weiteres Umsatzpotenzial sehen wir in der **tick-TS App**, welche aktuell für die sino AG entwickelt wird. Die Fertigstellung der App wird Ende des Geschäftsjahres 2018/2019 erwartet und wird der tick-TS anschließend als White Label-Lösung zur Verfügung stehen. Somit können mit der App weitere Kunden adressiert werden. Wir sehen den App-Markt insbesondere für Endkunden als den wichtigsten Wachstumsmarkt im Bereich Finanztransaktionen an. Bankkunden wollen unseres Erachtens zukünftig ihre gesamten Transaktionen auch am Handy oder Tablet abwickeln können. Die tick-TS könnte hier eine hochperformante App zur Verfügung stellen, welche bereits alle Funktionen und Compliance-Lösungen für einen Finanzdienstleister integriert hat. Wir gehen davon aus, dass sich über die App-Lösung in den kommenden Jahren weitere Umsatzerlöse bei Bestands- und Neukunden erzielen lassen sollten.

Weiterhin sehen wir im Rahmen der zunehmenden Regulierungen einen attraktiven Markt, in dem sich die tick-TS mit dem **e-Trading Compliance Monitor (ECM)** einen Namen machen kann. Sollten beispielsweise weitere Marktüberwachungsmechanismen erforderlich werden, sollte die tick-TS unseres Erachtens ebenfalls in der Lage sein, diese zeitnah zu implementieren und dem Markt anzubieten.

Darüber hinaus sehen wir Wachstumschancen im Bereich der kleinen und mittleren Asset Manager. In diesem Sektor ist die Digitalisierung in der Regel noch nicht angekommen, da die umfangreichen Software-Lösungen für große Asset-Manager in der

Regel nicht tragfähig für kleinere Asset-Manager sind. In diesem relativ unangetasteten Markt könnte die tick-TS ebenfalls ein weiteres Geschäftsfeld etablieren.

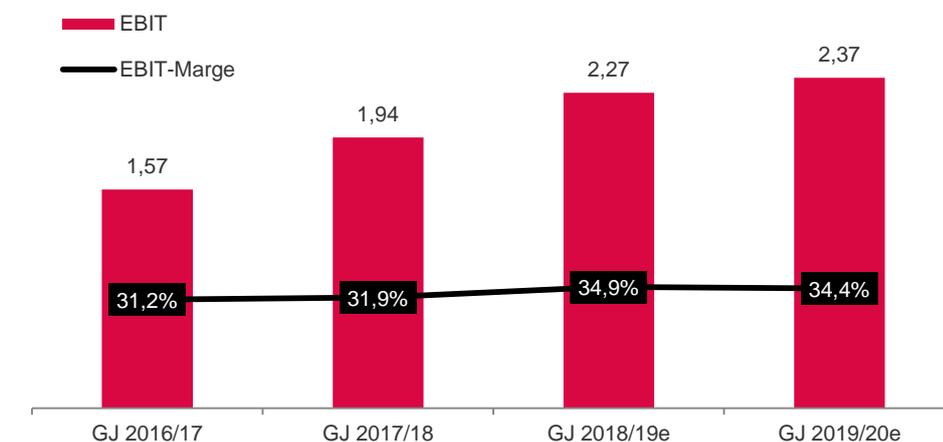
Neben den klassischen Großkunden könnte die Trade Republic Bank ein langfristig äußerst wichtiger Kunde der tick-TS werden. Während die Trade Republic Bank (die sino AG ist über die 100%-Tochter sino Beteiligungen GmbH mit knapp 50% an der Trade Republic Bank beteiligt) aktuell noch ein sehr junges Unternehmen ist, könnten durch das sehr günstige Angebot (1€ pro Trade) sehr schnell Marktanteile gewonnen werden. Da die tick-TS wichtige Software-Infrastruktur für das Unternehmen liefert, könnten wir uns vorstellen, dass die beiden Unternehmen in Zukunft gemeinsam wachsen werden.

Insgesamt gehen wir von einem guten Wachstum über die nächsten Jahre aus. Einerseits sollte das Unternehmen über das Bestands- und Neukundengeschäft mit der TradeBase MX sukzessive wachsen, andererseits haben wir weitere wichtige Markt- und Produkttreiber identifiziert, welche das Umsatzwachstum deutlich beschleunigen könnten. Gleichzeitig liegt durch das Geschäftsmodell mit dem hohen Anteil an wiederkehrenden Erlösen eine hohe Ergebnisqualität vor, welche unseres Erachtens besonders nachhaltig ist.

Ergebnisprognosen

Wir gehen davon aus, dass es zukünftig zu deutlich überproportionalen Ergebnisverbesserungen kommen wird und entsprechend zu Verbesserungen der bereits hohen Ergebnismargen. Wir gehen davon aus, dass das EBIT im laufenden Geschäftsjahr 2018/19 auf 2,27 Mio. € ansteigen wird und im Folgejahr 2019/20 auf 2,37 Mio. €. Dies würde einer deutlichen Margenverbesserung von 31,9% aus dem abgelaufenen Geschäftsjahr 2017/18 auf 34,9% im Geschäftsjahr 2018/19 entsprechen, bzw. 34,4% im Jahr 2019/20.

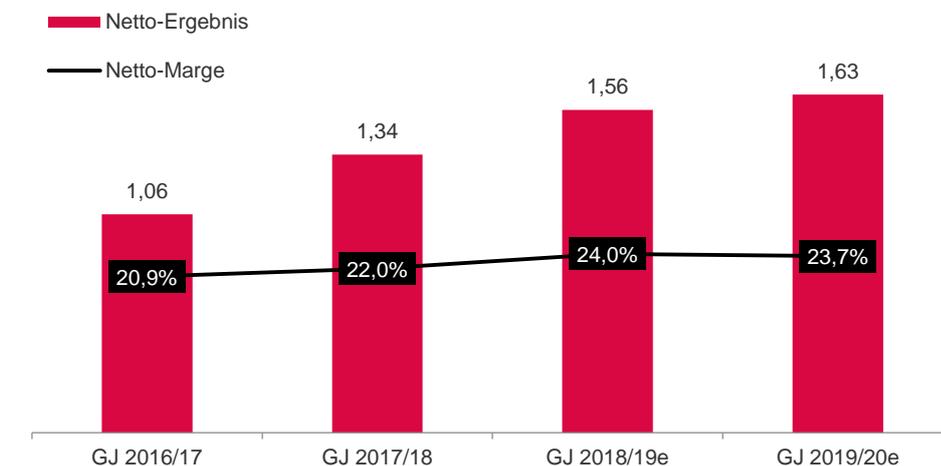
Prognose des EBIT (in Mio. €) und der EBIT-Marge (in %)



Hintergrund dieser Entwicklung sollte die sehr stabile Kostenstruktur sein, welche nahezu unabhängig von der Umsatzentwicklung stabil gehalten werden kann. Als Software-Unternehmen steht die tick-TS jedoch vor der Herausforderung hochqualifizierte Entwickler zu halten und zu bekommen. Diese Hürde, gute Entwickler zu bekommen, wurde unseres Erachtens bereits durch das Verlegen des Geschäftssitzes in die Düsseldorfer Innenstadt deutlich reduziert. Um jedoch den Auftragsbestand und die neuen Entwicklungsprojekte umsetzen zu können, sollten unseres Erachtens noch ein bis drei weitere Entwickler eingestellt werden, welche die Kosten weiter ansteigen lassen sollten.

Eine aktuelle Kostenbelastung ist noch die Doppelmietbelastung durch das Mietobjekt in Sprockhövel. Der Mietvertrag läuft noch bis zum 30. September 2023, jedoch versucht das Unternehmen aktiv einen Nachmieter zu finden, um so frühzeitig aus dem Mietvertrag zu kommen. Somit sollte es zu einer weiteren Kostenreduktion spätestens nach dem 30. September 2023 kommen.

Prognose des Netto-Ergebnisses (in Mio. €) und der Netto-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Insgesamt sind die Kostenstruktur und zukünftige Kostenentwicklungen aber überschaubar und die Margen entsprechend hoch. Weiterhin sollte mit dem Auslaufen der Sonderkosten unseres Erachtens die Marge nochmals ansteigen. Für das laufende Geschäftsjahr 2018/19 hat das Unternehmen die Jahresüberschuss-Guidance von 1,50 bis 1,90 Mio. € ausgegeben. Wir erwarten für das laufende Geschäftsjahr 2018/19 eine Jahresüberschusssteigerung um 16,0% auf 1,56 Mio. €, gefolgt von 1,63 Mio. € im Geschäftsjahr 2019/20.

Mit den steigenden Umsatzerlösen sollte es im Rahmen der Vollausschüttungsverpflichtung zu einer weiteren Dividendensteigerung auf 1,52 € je Aktie (2018/19) kommen bzw. 1,60 € (2019/20), was bei dem aktuellen Kurs einer Dividendenrendite von nahezu 10% entspricht. Durch das vergleichsweise risikoarme Geschäftsmodell mit dem hohen Anteil an wiederkehrenden Erlösen sehen wir daher die Aktie als äußerst unterbewertet an.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die tick Trading Software AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2018/19 und 2019/20 in Phase 1, erfolgt von 2020/21 bis 2025/26 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 4,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 39,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 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 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der tick Trading Software 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 fortan 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 1,00%.

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 1,52.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,35 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,35 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,35 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2019/20 entspricht als Kursziel 27,00 €.

DCF-Modell

tick Trading Software AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	4,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	39,0%	ewige EBITA - Marge	36,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	34,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	20,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	
in Mio. EUR									
Bereinigte Netto-Courtage	6,50	6,89	7,17	7,45	7,75	8,06	8,38	8,72	
US Veränderung	6,5%	6,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	10,98	11,30	11,30	11,30	11,30	11,30	11,30	11,30	
EBITDA	2,49	2,58	2,80	2,91	3,02	3,15	3,27	3,40	
EBITDA-Marge	38,3%	37,5%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	
EBITA	2,27	2,37	2,59	2,69	2,80	2,91	3,03	3,15	
EBITA-Marge	34,9%	34,4%	36,1%	36,1%	36,1%	36,1%	36,1%	36,1%	36,1%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,71	-0,74	-0,78	-0,81	-0,84	-0,87	-0,91	-0,95	
EBI (NOPLAT)	1,56	1,63	1,81	1,89	1,96	2,04	2,12	2,21	
Kapitalrendite	85,9%	85,9%	91,4%	91,2%	91,2%	91,2%	91,2%	91,2%	89,4%
Working Capital (WC)	1,31	1,37	1,43	1,49	1,55	1,61	1,68	1,74	
WC zu Umsatz	20,2%	19,9%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Investitionen in WC	-0,07	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,07	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	0,59	0,61	0,63	0,66	0,69	0,71	0,74	0,77	
AFA auf OAV	-0,22	-0,21	-0,21	-0,22	-0,22	-0,23	-0,24	-0,25	
AFA zu OAV	37,8%	34,4%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	
Investitionen in OAV	-0,24	-0,23	-0,23	-0,24	-0,25	-0,26	-0,27	-0,28	
Investiertes Kapital	1,90	1,98	2,07	2,15	2,24	2,33	2,42	2,52	
EBITDA	2,49	2,58	2,80	2,91	3,02	3,15	3,27	3,40	
Steuern auf EBITA	-0,71	-0,74	-0,78	-0,81	-0,84	-0,87	-0,91	-0,95	
Investitionen gesamt	-0,31	-0,29	-0,29	-0,30	-0,31	-0,32	-0,34	-0,35	
Investitionen in OAV	-0,24	-0,23	-0,23	-0,24	-0,25	-0,26	-0,27	-0,28	
Investitionen in WC	-0,07	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,07	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	1,47	1,56	1,73	1,80	1,87	1,95	2,03	2,11	29,93

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	25,13	25,92
Barwert expliziter FCFs	9,12	8,42
Barwert des Continuing Value	16,01	17,51
Nettoschulden (Net debt)	-1,23	-1,25
Wert des Eigenkapitals	26,36	27,18
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	26,36	27,18
Ausstehende Aktien in Mio.	1,01	1,01
Fairer Wert der Aktie in EUR	26,19	27,00

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,52
Eigenkapitalkosten	9,3%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	9,3%

Kapitalrendite	WACC				
	8,7%	9,0%	9,3%	9,6%	9,9%
88,9%	29,07	27,94	26,90	25,95	25,08
89,2%	29,13	27,99	26,95	26,00	25,12
89,4%	29,18	28,04	27,00	26,05	25,17
89,7%	29,24	28,10	27,05	26,09	25,21
89,9%	29,30	28,15	27,10	26,14	25,26

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter

Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,5b,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 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:

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellvertr. 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



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de