

## wallstreet:online AG<sup>\*5a,11</sup>

**Rating: Kaufen**  
**Kursziel: 120,00 €**  
**(bisher: 95,00 €)**

aktueller Kurs: 86,20 €  
 02.10.2020 / ETR Schlusskurs  
 Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE000A2GS609  
 WKN: A2GS60  
 Börsenkürzel: WSO1  
 Aktienanzahl<sup>3</sup>: 1,80  
 Marketcap<sup>3</sup>: 155,32  
 EnterpriseValue<sup>3</sup>: 151,41  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
 Freefloat: 23,0%

Transparenzlevel:-

Marktsegment:  
 Open Market

Rechnungslegung:  
 HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:  
 LANG & SCHWARZ

**Analysten:**

Matthias Greiffenberger  
 greiffenberger@gbc-ag.de

Marcel Goldmann  
 goldmann@gbc-ag.de

Datum und Zeitpunkt der  
 Fertigstellung der Studie:  
 06.10.2020 (17:00)

Datum und Zeitpunkt der  
 ersten Weitergabe:  
 07.10.2020 (10:00)

Gültigkeit des Kursziels: bis  
 max. 31.12.2021

\* Katalog möglicher Interes-  
 senkonflikte auf Seite 10

**Unternehmensprofil**

Branche: Internet-Dienstleister

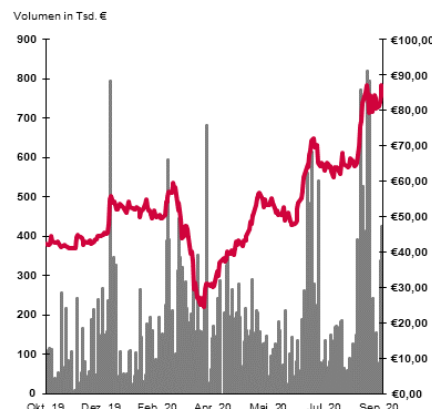
Fokus: Online-Werbung, Finanz-Community, Finanznach-  
 richten, Fintech

Mitarbeiter: 25 Stand: 31.12.2019

Gründung: 1998

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Stefan Zmojda, Michael Bulgrin, Oliver Haugk



Die wallstreet:online Gruppe betreibt mit rund 160 Mitarbeitern an den Standorten Berlin, Kiel, Leipzig, München und Zürich die Portale wallstreet-online.de, boersenNews.de, FinanzNachrichten.de und ARI-VA.de. Mit rund 290 Mio. Seitenaufrufen (Stand 07/2020) ist die Gruppe der mit Abstand größte verlagsunabhängige Finanzportalbetreiber im deutschsprachigen Raum und die Finanz-Community Nr. 1. Über die wallstreet:online capital AG ist das Unternehmen seit 20 Jahren im Online-Broker-Geschäft aktiv und verfügt daher über umfassende Expertise im Vertrieb von Kapitalanlageprodukten mit maximalen Rabatten. Zu den bekanntesten Produkten gehört FondsDISCOUNT.de, der größte bankenunabhängige Online-Discount-Anlagevermittler in Deutschland. Smartbroker wird ebenfalls von der wallstreet:online capital AG betrieben, die wiederum der einheitlichen staatlichen Finanzaufsicht (BaFin) unterliegt.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020e	31.12.2021e
Umsatzerlöse	7,77	8,55	29,25	40,60
EBITDA	3,47	3,70	7,30	11,08
EBT	3,40	3,69	7,10	10,87
Jahresüberschuss	3,23	1,90	4,73	7,56

**Kennzahlen in EUR**

Gewinn je Aktie	2,10	1,06	2,63	4,20
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

**Kennzahlen**

EV/Umsatz	19,48	17,71	5,18	3,73
EV/EBITDA	43,58	40,88	20,74	13,67
EV/EBIT	44,49	41,06	21,33	13,93
KGV	48,07	81,78	32,83	20,55
KBV		5,72		

**Finanztermine**

16.-18.11.2020: Eigenkapitalforum  
 08.-09.12.2020: MKK Kapitalmarktkonferenz

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
 13.07.2020: RS / 95,00 € / KAUFEN  
 12.09.2019: RS / 92,10 € / KAUFEN  
 06.05.2019: RS / 92,10 € / KAUFEN  
 05.09.2018: RS / 88,70 € / KAUFEN  
 23.04.2017: RS / 77,10 € / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

## HERVORRAGENDE OPERATIVE ENTWICKLUNG IM KERN- GESCHÄFT UND SEHR DYNAMISCHE KUNDENGEWINNUNG IM SMARTBROKER. WIR HEBEN UNSERE PROGNOSE UND ERHÖHEN DAS KURSZIEL AUF 120,00 € (BISHER: 95,00 €). RATING: KAUFEN.

Bei der Analyse des Unternehmens muss der Unterschied zwischen der wallstreet:online AG (w:o AG) und der wallstreet:online Gruppe (w:o Gruppe) beachtet werden. Die wallstreet:online AG ist die Muttergesellschaft und veröffentlicht Einzelabschlüsse. Aktuell werden die Tochterunternehmen noch nicht konsolidiert. Wir gehen davon aus, dass eine Konsolidierung zum Geschäftsjahresende 31.12.2020 erfolgt, was einen noch tieferen Einblick ermöglichen sollte. Neben weiteren Beteiligungen sind unseres Erachtens die wichtigsten Beteiligungen die ARIVA.DE AG, die Markets Inside Media GmbH (boersennews.de), die ABC New Media AG (finanznachrichten.de), Smart Investor Media GmbH (Smart Investor Magazin) und wallstreet:online Capital AG (fondsdiscout.de).

### Umsatzentwicklung 1. HJ 2020

w:o Gruppe (in Mio. €)	1. HJ 2018	1. HJ 2019	1. HJ 2020
Umsatzerlöse	5,34	6,22	11,90
EBITDA	-	-	4,21
EBITDA-Marge	-	-	35,3%
EBT	2,70	3,28	3,58
EBT-Marge	50,6%	52,7%	30,1%

Quelle: Wallstreet:online, GBC

Die wallstreet:online Gruppe (w:o Gruppe) steigerte zum ersten Halbjahr 2020 die Umsatzerlöse um 91,3% auf 11,90 Mio. € (VJ: 6,22 Mio. €). Hier enthalten sind noch nicht die Beiträge durch die wallstreet:online Capital AG (w:o Capital), da diese noch mit rund 43% eine Minderheitsbeteiligung darstellt.

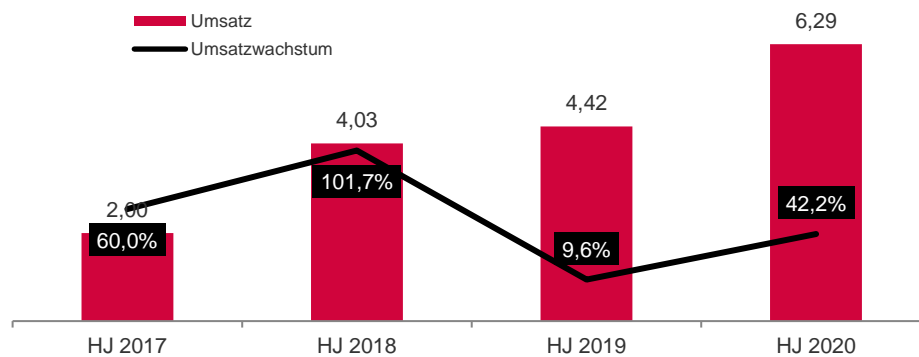
Die Einbeziehung der Gesellschaft in den Konzernabschluss 2020 der wallstreet:online Gruppe ist erst nach dem Abschluss des laufenden Inhaberkontrollverfahrens durch die BaFin möglich. Nach erfolgter Freigabe der Aufsichtsbehörde würde sich der Anteil an der wallstreet:online Capital AG auf mehr als 70 Prozent erhöhen. Die Zahlen der w:o Gruppe exklusive der w:o Capital waren sehr gut und lagen im Rahmen unserer Erwartungen. Aktuell scheint das Unternehmen nicht von der Corona-Krise betroffen zu sein. Nebeneffekte der Corona-Krise sind höhere Besucherzahlen auf den Portalen und ein höheres Meldevolumen bzw. ein höherer Kommunikationsbedarf der Kunden. So scheint die Corona-Pandemie sogar positive Effekte auf das Geschäft der w:o Gruppe zu haben.

W:O AG (in Mio. €)	1.HJ 2018	1.HJ 2019	1.HJ 2020
Umsatzerlöse	4,03	4,42	6,29
EBITDA	1,67	2,10	2,44
EBITDA-Marge	41,5%	47,5%	38,8%
EBIT	1,63	2,09	2,42
EBIT-Marge	40,4%	47,3%	38,6%
EBT	1,64	2,10	2,11
EBT-Marge	40,7%	47,5%	33,5%
Periodenergebnis	1,56	1,44	2,11
EPS in €	1,01	0,93	1,17

Quelle: Wallstreet:online, GBC

Zum ersten Halbjahr 2020 erzielte die wallstreet:online AG (w:o AG) eine Umsatzsteigerung um 42,2% auf 6,29 Mio. € (VJ: 4,42 Mio. €). Hier zeigt sich, dass sich die Akquisitionen positiv auswirken. So konnte die gesamte Reichweite gesteigert werden, Cross-Selling-Potenziale genutzt werden und ein noch attraktiveres Angebot entwickelt werden. Zusätzlich kamen hier auch die dargestellten positiven Effekte aus der Corona-Krise zum Tragen. Im Rahmen der sehr volatilen Aktienkurse im ersten Halbjahr 2020 lag ein deutlich gesteigertes Informationsbedürfnis vor. Die Page Impressions stiegen im März 2020 auf 327 Mio. an, was einer Steigerung von 106% entspricht (VJ: 159 Mio.). Die höhere Anzahl an Seitenaufrufen führte auch zu einer höheren Anzahl an Anzeigen und wirkte sich entsprechend positiv auf die Umsatz- und Ergebnisentwicklung aus. Die hohen Cashflows, generiert aus dem Portalgeschäft, sollen größtenteils in den Aufbau des Smartbrokers fließen.

#### Entwicklung der Umsatzerlöse (in Mio. €) und des Umsatzwachstums (in %) der wallstreet:online AG



Quelle: wallstreet:online, GBC

Produktseitig wurde ein Ausbau der Portale vorgenommen und eine Suchmaschinenoptimierung betrieben, die Integration neuer Derivate-Daten vorangetrieben, eine Optimierung für mobile Endgeräte vorgenommen und insgesamt die Usability gesteigert.

Gleichzeitig wurden die Portale genutzt, um den Smartbroker werblich und inhaltlich auf den eigenen Plattformen zu platzieren, um so die Reichweite und die Depotzahlen zu steigern. Diese Strategie hat sich als erfolgreich erwiesen, da das Kundenwachstum deutlich über Plan lag und eine höhere Guidance ausgegeben wurde.

#### Ergebnisentwicklung 1. HJ 2020

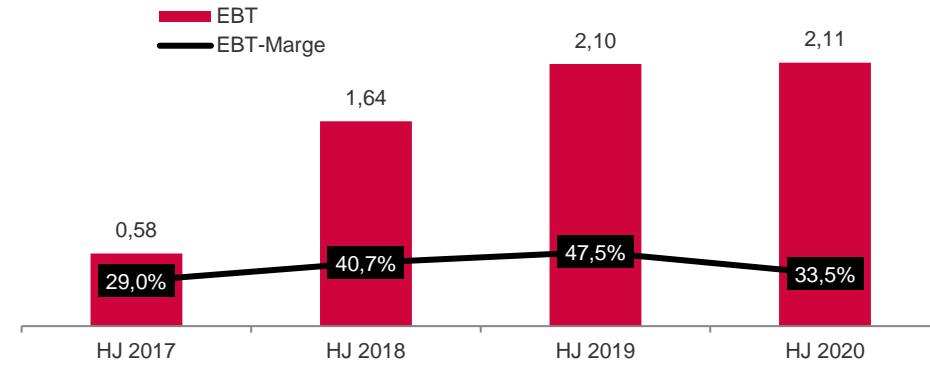
In der w:o Gruppe wurde ein EBITDA in Höhe von 4,21 Mio. € (VJ: nb.) erzielt, was einer hohen EBITDA-Marge von 35,3% entspricht. Das Ergebnis war durch umfangreiche Sondereffekte beeinflusst. So wurde die Trade Republic Bank GmbH für rund 3,00 Mio. € veräußert und ein ICO-Projekt um 0,30 Mio. € abgewertet.

Weiterhin wurden umfangreiche Wachstumsinvestitionen in den Smartbroker getätigt. Bereinigt um diese Sondereffekte lag das EBITDA bei 4,74 Mio. € bzw. einer EBITDA-Marge von 39,8%. Das EBT der Gruppe verbesserte sich um 9,2% auf 3,58 Mio. € (VJ: 3,28 Mio. €), die EBT-Marge reduzierte sich aber auf 30,1% (VJ: 52,7%). Hier müssten jedoch die Investitionen in den Smartbroker berücksichtigt werden, welche sich ergebnissenkend auswirkten. Wir gehen davon aus, dass mit dem Rückgang der Wachstumsinvestitionen auch die Marge wieder signifikant ansteigen wird.

Auf Einzelabschlussenebene (w:o AG) verblieb das EBT mit 2,11 Mio. € (VJ: 2,10 Mio. €) auf Vorjahresniveau. Der Grund hierfür sind insbesondere die deutlichen Steigerungen der Materialaufwendungen um 464,9% auf 4,20 Mio. € (VJ: 0,75 Mio. €) bedingt durch

höhere Marketingaufwendungen für den Smartbroker. Zudem erhöhten sich die Personalaufwendungen um 51,1% auf 1,66 Mio. € (VJ: 1,10 Mio. €) durch höhere Tantieme-Rückstellungen und die gestiegene Mitarbeiterzahl. Insgesamt ist das Unternehmen also weiterhin hochprofitabel und investiert stark in den Smartbroker. In Summe wurde so das Netto-Ergebnis um 46,5% auf 2,11 Mio. € (VJ: 1,44 Mio. €) gesteigert.

**Entwicklung des EBT (in Mio. €) und der EBT -Marge (in %) der w:o AG**



Quelle: wallstreet:online, GBC

## Prognose

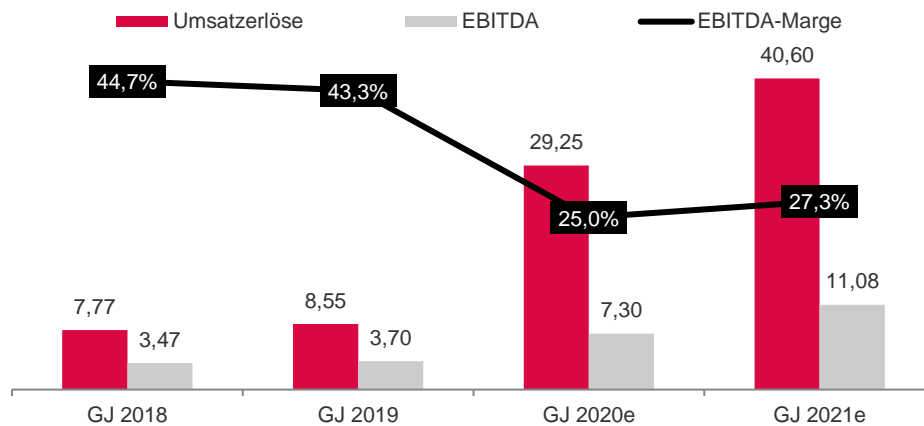
w:o Gruppe (in Mio. €)	Bisher GJ 2020e**	Neu GJ 2020e**	Bisher GJ 2021e**	Neu GJ 2021e***
Umsatzerlöse	25,98	29,25	34,00	40,60
EBITDA	3,51	7,30	9,96	11,08
EBITDA-Marge	13,5%	25,0%	29,3%	27,3%
EBIT	3,31	7,10	9,75	10,87
EBIT-Marge	12,8%	24,3%	28,7%	26,8%
Jahresüberschuss	4,43	4,73	6,78	7,56
EPS in €	2,46	2,63	3,76	4,20

Quelle: GBC; \*\*w:o Gruppe exkl. w:o Capital; \*\*\* w:o Gruppe inkl. w:o Capital

Das erste Halbjahr 2020 ist bereits sehr gut verlaufen und im Zuge der sehr guten Entwicklung des Smartbrokers und der Finanzportale hat das Management die Guidance angehoben. Nunmehr werden auf Gruppenebene Umsatzerlöse in Höhe von 24,50 bis 29,90 Mio. € (bisher: 22,0 bis 26,0 Mio. €) und ein konsolidiertes EBITDA in Höhe von 4,10 bis 5,00 Mio. € (bisher: 3,00 bis 3,60 Mio. €) erwartet. Hier enthalten sind noch nicht die Umsatzerlöse und das Ergebnis der w:o Capital. Ebenfalls nicht enthalten ist der außerordentliche Ertrag in Höhe von 2,7 Mio. € aus der Veräußerung der Anteile der Trade Republic Bank GmbH. Insgesamt sollte das EBITDA damit laut Guidance zwischen 6,80 und 7,70 Mio. € liegen.

Wir haben unsere Prognose angehoben und erwarten im laufenden Geschäftsjahr Umsatzerlöse in Höhe von 29,25 Mio. € und ein EBITDA in Höhe von 7,30 Mio. €. Somit liegen wir am oberen Ende der Guidance. Für das Folgejahr 2021 erwarten wir Umsatzerlöse in Höhe von 40,60 Mio. € und ein EBITDA in Höhe von 11,08 Mio. €.

### Prognose der Umsatzerlöse (in Mio. €) und des Umsatzwachstums (in %)



Quelle: GBC, 2018 & 2019 w:o AG und 2020e & 2021e Prognose der w:o Gruppe

Wir gehen davon aus, dass die Corona-Krise auch weiterhin keine negativen Auswirkungen auf die w:o Gruppe haben wird. Folglich sollte sich das Kerngeschäft mit den Werbeerlösen weiterhin sehr gut entwickeln.

Ein besonderes Augenmerk sollte auf die zukünftige Entwicklung des Smartbrokers gelegt werden. Wir gehen davon aus, dass der Fintech-Bereich mittelfristig das Kerngeschäft umsatz- und ergebnisseitig überholen wird. Aktuell wird das hochprofitable Kerngeschäft genutzt, um weitere Investitionen in den Smartbroker zu tätigen. Der Nachteil des Werbegeschäfts ist jedoch eine höhere Abhängigkeit von der Börsenentwicklung, was zu einer stärkeren Volatilität führt. Unseres Erachtens sollte der Fintech-Bereich deutlich planbarere Umsätze und Ergebnisse erzielen. Das Management plant, dass der Smartbroker ab 2022 zum Umsatz- und Ertragstreiber der w:o Gruppe wird.

Der Smartbroker ist sehr gut gestartet. Nach einer initialen Planung im Mai sollten 60.000 Depots eröffnet werden. Jedoch wurde das Produkt so gut angenommen, dass das Unternehmen nun die Planung um 38,3% auf 83.000 Depots erhöht hat. Im Zuge dessen wurde auch das Investmentbudget um 1,20 Mio. € erhöht. Wir gehen davon aus, dass die Depots bereits nach einem Jahr profitabel werden. So stehen am Anfang die Kundengewinnungskosten, welche aber durch die Vermarktung über die hauseigenen Portale deutlich niedriger ausfallen sollten als beim Wettbewerb. Somit sollte die aktuell gute Kundengewinnungsphase stark genutzt werden, während die Gewinne aus dieser Investition sich wahrscheinlich erst ab dem Geschäftsjahr 2021 abzeichnen werden.

**Insgesamt zeigt die w:o Gruppe eine hervorragende operative Entwicklung und auch der Smartbroker läuft sehr gut an. Wir teilen die Einschätzung des Managements, dass der Smartbroker der Umsatz- und Ergebnistreiber ab dem Geschäftsjahr 2022 werden könnte, was eine steile Umsatz- und Ergebnisentwicklung in den kommenden Jahren bedeuten könnte. Im Zuge der Prognoseanpassung heben wir unser Kursziel auf 120,00 € an (bisher: 95,00 €) und vergeben weiterhin das Rating Kaufen.**

## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die wallstreet:online AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2020 und 2021 in Phase 1, erfolgt von 2022 bis 2027 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 10,0% und eine EBITDA-Marge von 34%. Die Steuerquote haben wir ansteigend 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 wallstreet:online AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00% (bisher 1,00%). Dieser stellt die Untergrenze unseres Bewertungsmodells dar.

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 1,46.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,0% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,00%.

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,00% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2021 entspricht als Kursziel 120,00 € (bisher: 95,00 €).

## wallstreet:online AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

### Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	10,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	34,0%	ewige EBITA - Marge	33,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	14,7%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	0,3%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final End- wert
	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	
Umsatz	29,25	40,60	44,66	49,13	54,04	59,44	65,39	71,93	
<i>US Veränderung</i>	242,1%	38,8%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	48,75	33,83	35,44	35,44	35,44	35,44	35,44	35,44	
EBITDA	7,30	11,08	15,18	16,70	18,37	20,21	22,23	24,45	
<i>EBITDA-Marge</i>	25,0%	27,3%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	
EBITA	7,10	10,87	15,01	16,52	18,17	19,99	21,98	24,18	
<i>EBITA-Marge</i>	24,3%	26,8%	33,6%	33,6%	33,6%	33,6%	33,6%	33,6%	33,6%
Steuern auf EBITA	-2,13	-3,26	-4,50	-4,96	-5,45	-6,00	-6,60	-7,26	
<i>zu EBITA</i>	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	4,97	7,61	10,51	11,56	12,72	13,99	15,39	16,93	
Kapitalrendite	-139,3%	-223,8%	-618,0%	829,4%	829,4%	829,4%	829,4%	829,4%	769,1%
Working Capital (WC)	-4,00	-2,90	0,13	0,15	0,16	0,18	0,20	0,22	
<i>WC zu Umsatz</i>	-13,7%	-7,1%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	
<i>Investitionen in WC</i>	0,19	-1,10	-3,03	-0,01	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	0,60	1,20	1,26	1,39	1,52	1,68	1,84	2,03	
<i>AFA auf OAV</i>	-0,20	-0,21	-0,18	-0,19	-0,20	-0,22	-0,25	-0,27	
<i>AFA zu OAV</i>	33,3%	17,5%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,56	-0,81	-0,24	-0,31	-0,34	-0,38	-0,41	-0,46	
Investiertes Kapital	-3,40	-1,70	1,39	1,53	1,69	1,86	2,04	2,25	
EBITDA	7,30	11,08	15,18	16,70	18,37	20,21	22,23	24,45	
Steuern auf EBITA	-2,13	-3,26	-4,50	-4,96	-5,45	-6,00	-6,60	-7,26	
Investitionen gesamt	-0,37	-1,91	-3,27	-0,32	-0,36	-0,39	-0,43	-0,48	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,56	-0,81	-0,24	-0,31	-0,34	-0,38	-0,41	-0,46	
<i>Investitionen in WC</i>	0,19	-1,10	-3,03	-0,01	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	4,80	5,91	7,41	11,42	12,57	13,82	15,20	16,72	245,53

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	190,74	202,02
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	56,55	55,74
<i>Barwert des Continuing Value</i>	134,19	146,29
Nettoschulden (Net debt)	-8,37	-14,21
Wert des Eigenkapitals	199,11	216,23
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	199,11	216,23
Ausstehende Aktien in Mio.	1,80	1,80
Fairer Wert der Aktie in EUR	110,50	<b>120,00</b>

### Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	1,0%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,46
Eigenkapitalkosten	9,0%
<i>Zielgewichtung</i>	100,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
<i>Zielgewichtung</i>	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>9,0%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	8,4%	8,7%	9,0%	9,3%	9,6%
768,6%	130,53	124,99	119,95	115,35	111,14
768,9%	130,56	125,02	119,98	115,38	111,16
769,1%	130,59	125,04	<b>120,00</b>	115,40	111,18
769,4%	130,62	125,07	120,03	115,43	111,21
769,6%	130,65	125,10	120,06	115,45	111,23



## 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,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, Karin Jaegg, Email: jaegg@gbc-ag.de

### **§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst**

**Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst**

### **§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg  
Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)