



Researchstudie (Anno)



**GJ 2020/21 mit dynamischen Umsatz- und Ergebnis-
zuwächsen abgeschlossen**

-

**Ausschüttung einer erneuten Rekord-
dividende in Aussicht**

-

**Fortsetzung des profitablen Wachstumskurses durch
Fortführung der erfolgreichen Strategie erwartet**

Kursziel: 58,50 €

(nach geplantem Aktiensplitt am 07.04.22: 29,25 €)

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

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

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: 18.03.2022 (13:32 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 21.03.2022 (10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 30.09.2023

tick Trading Software AG^{*5a,5b,7,11}

Rating: Kaufen
Kursziel: 58,50 €
(bisher: 51,70 €)

aktueller Kurs: 41,20 €
18.03.2022 / Frankfurt
(10:04 Uhr)
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0LA304
WKN: AOLA30
Börsenkürzel: TBX
Aktienanzahl³: 1,01
Marketcap³: 41,47
EnterpriseValue³: 32,61
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 73,2%

Marktsegment:
Freiverkehr

Transparenzlevel:
Primärmarkt Düsseldorf

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahresende: 30.09.

Analysten:

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 21

Unternehmensprofil

Branche: Software

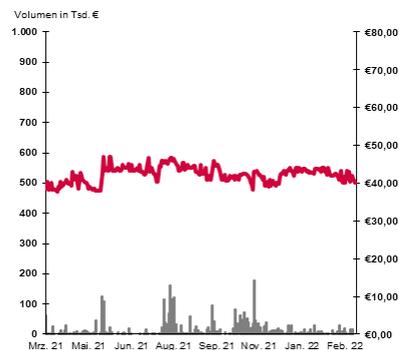
Fokus: Softwarelösungen für Börsenhandel und Börsenzugangssysteme

Mitarbeiter: 26 (Stand: 30.09.2021)

Gründung: 2002

Firmensitz: Düsseldorf

Vorstand: Carsten Schölzki



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 und eine TBMX White Label App sowie ein e-Trading Compliance Monitor (ECM) zur Einhaltung von ESMA-Vorschriften das Portfolio des Unternehmens.

Die Unternehmenssatzung der Gesellschaft sieht vor, dass stets der gesamte ausschüttungsfähige Bilanzgewinn zur Gewinnausschüttung an die Aktionäre verwendet wird. Somit beteiligt tick TS seine Aktionäre besonders stark am Erfolg des Unternehmens. Aufgrund dessen weist die tick TS-Aktie auch traditionell eine hohe Dividendenrendite auf.

in Mio. EUR	GJ 2019/20	GJ 2020/21	GJ 2021/22e	GJ 2022/23e	GJ 2023/24e
Umsatz	7,32	8,25	8,60	9,03	9,42
EBITDA	3,16	8,10	3,48	3,78	3,98
EBIT	2,94	7,94	3,27	3,58	3,79
Jahresüberschuss	2,01	5,45	2,25	2,47	2,61

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie (EPS)	2,00	5,42	2,23	2,45	2,60
Dividende je Aktie	2,01	4,35*	2,18	2,40	2,55

*Erwarteter Ausschüttungsbetrag (GBCe)

Kennzahlen

EV/Umsatz	4,45	3,95	3,79	3,61	3,46
EV/EBITDA	10,32	4,03	9,37	8,63	8,19
EV/EBIT	11,09	4,11	9,97	9,11	8,60
KGV	20,63	7,61	18,43	16,79	15,89
KBV		6,26			

Finanztermine

7. April 2022: Ordentliche Hauptversammlung

Juni 2022: Voraussichtliche Veröffentlichung des Ergebnisses für das erste Halbjahr des GJ 2021/2022

November 2022: Voraussichtliche Veröffentlichung des vorläufigen Ergebnisses für das Geschäftsjahr 2021/2022

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

27.07.2021: RS / 51,70 / KAUFEN

31.03.2021: RS / 45,50 / KAUFEN

29.06.2020: RS / 30,75 / KAUFEN

17.03.2020: RS / 28,46 / KAUFEN

** 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 Trading Software AG (tick TS) hat auch im vergangenen Geschäftsjahr 2020/2021 ihren erfolgreichen Wachstumskurs fortgesetzt und konnte hierbei mit seinen Bestandskunden deutlich wachsen. So erhöhten sich die Umsatzerlöse im Vergleich zum Vorjahr um 12,6% auf 8,25 Mio. € (VJ: 7,32 Mio. €). Als ein wesentlicher Wachstumstreiber erwiesen sich hierbei die erwirtschafteten „Erlöse aus lastenabhängigen Gebühren“. Darüber hinaus hat die Gesellschaft signifikante Einmalerlöse in Höhe von 5,10 Mio. € (sonstige betriebliche Erträge) im Zusammenhang mit einem Start-up erzielt.
- Die sehr positive Umsatzentwicklung in Verbindung mit den erwirtschafteten Einmalerlösen schlugen sich auch überproportional in der Ergebnisentwicklung nieder. So ist das EBIT im Vergleich zum Vorjahr um rund 170,0% auf 7,94 Mio. € (VJ: 2,94 Mio. €) sprunghaft angestiegen. Unter Berücksichtigung von Steuer- und Finanzaufwendungen ergab sich ebenfalls ein deutlicher Zuwachs beim Jahresüberschuss um 171,1% auf 5,45 Mio. € (VJ: 2,01 Mio. €).
- In Anbetracht des erzielten Rekordgeschäftsjahres in Verbindung mit dem Vollausschüttungsgebot der Gesellschaft schlägt der Vorstand und Aufsichtsrat des Unternehmens der anstehenden Hauptversammlung eine Rekorddividende in Höhe von 4,35 € je Aktie (VJ: 2,01 €) vor. Basierend auf dem aktuellen Kursniveau (44,40 €, Stuttgart, 04.03.2022) ergibt sich hieraus eine attraktive Dividendenrendite von rund 10,0%.
- Vor dem Hintergrund des positiven Unternehmensausblicks (Jahresüberschuss von 2,10 Mio. € bis 2,50 Mio. €), der bisherigen überzeugenden Unternehmensperformance und einer erwarteten Fortsetzung der erfolgreichen Wachstumsstrategie, haben wir unsere bisherigen Prognosen für die Geschäftsjahre 2021/22, 2022/23 bestätigt und erstmals konkrete Prognosen für die Geschäftsperiode 2023/24 aufgestellt.
- Konkret erwarten wir für das aktuelle Geschäftsjahr 2020/21 weiterhin Umsatzerlöse in Höhe von 8,60 Mio. € und ein Jahresergebnis in Höhe von 2,25 Mio. €. Für das nachfolgende Geschäftsjahr kalkulieren wir mit einem Umsatzanstieg auf 9,03 Mio. € und einem Jahresüberschuss von 2,47 Mio. €. Im darauffolgenden Geschäftsjahr 2023/24 sollten die Umsatzerlöse und das Jahresergebnis erneut zulegen können auf 9,42 Mio. € bzw. 2,61 Mio. €.
- Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 58,50 € je Aktie (bisher: 51,70 €) zum Ende des Geschäftsjahres 2022/23 ermittelt. Die Kurszielerhöhung resultiert aus unseren bestätigten Prognosen für die Geschäftsjahre 2021/22, 2022/23 und dem erstmaligen Einbezug des Geschäftsjahres 2023/24 in die Detailschätzperiode. Daneben hat sich der einsetzende sogenannte „Roll-Over-Effekt“ (Kursziel bezogen auf das darauffolgende Geschäftsjahr) kurszielerhöhend ausgewirkt. Unter Berücksichtigung des geplanten Aktiensplits des Unternehmens würde sich ein neues Kursziel von 29,25 € ergeben.

Insgesamt sehen wir tick TS mit ihrem umfangreichen Kundenstamm und dem attraktiven Leistungsangebot gut positioniert, um den eingeschlagenen Wachstumskurs weiter fortzusetzen. Die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells sollte auch zukünftig zu einer hohen Rentabilität führen.

INHALTSVERZEICHNIS

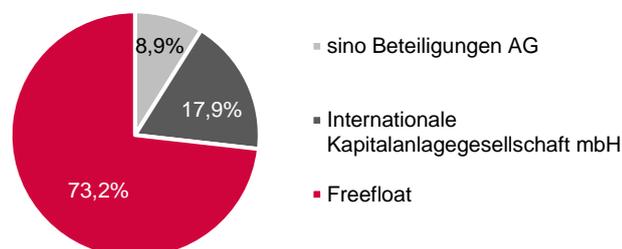
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Ausgewählte Services der tick TS.....	4
Bedeutende Kunden des Unternehmens (Auszug).....	4
Markt und Marktumfeld	5
Digitalisierung im Banken- bzw. Finanzsektor.....	5
Handelsaktivitäten.....	5
Regulierung der Finanzbranche.....	6
Fintech-Boom in Deutschland	6
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	8
Geschäftsentwicklung 2019/20	8
Umsatzentwicklung	8
Ergebnisentwicklung	10
Bilanzielle und finanzielle Situation	12
SWOT-Analyse	13
Prognosen und Modellannahmen	14
Umsatzprognosen	14
Ergebnisprognosen	15
Bewertung	18
Modellannahmen	18
Bestimmung der Kapitalkosten	18
Bewertungsergebnis	18
DCF-Modell.....	19
Anhang	20

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	April 2021
sino Beteiligungen AG	8,9%
Internationale Kapitalanlagegesellschaft mbH	17,9%
Freefloat	73,2%

Quelle: tick Trading Software AG; GBC AG



Ausgewählte Services der tick TS

HSBCfast Anschluss an den Fondssupermarkt der HSBC	TBMX White Label App ▪ Institutspezifisches Branding ▪ iOS & Android	Reportinglösungen Frei konfigurierbar und Standardreports verfügbar
Settlement Monitor Realtime Settlement-Informationen	TBMX Handelsplattform ▪ Serverbasierte Interfaces ▪ GUI	e-Trading – Compliance Monitor System zur Überwachung von MAD II / MAR
Kursversorgung Kursdatenvendor für zahlreiche Börsenplätze	Trading Venues Anbindung an Börsenplätze und Broker	TBMX Risksystem Individuell konfigurierbares Risikosystem

Quelle: tick Trading Software AG; GBC AG

Bedeutende Kunden des Unternehmens (Auszug)



Quelle: tick Trading Software AG; GBC AG

MARKT UND MARKTUMFELD

Zu den wesentlichen Treibern, die den (inländischen) Gesamtmarkt und die Geschäftsaktivitäten der tick TS beeinflussen, zählen unseres Erachtens vor allem der verstärkte Digitalisierungstrend innerhalb des Finanzsektors, eine zunehmende Frequenz und Transaktionsvolumen beim Börsenhandel sowie die ansteigende Finanzregulierung, die oftmals mittels Spezialsoftwarelösungen umgesetzt wird. Gerade der Finanzsektor zählt traditionell zu den besonders stark regulierten Branchen, wobei gerade in Deutschland eine verschärfte Regulierung in diesem Bereich zu beobachten ist. Daneben sorgt auch der Aufstieg der Fintechs dafür, dass die traditionelle Finanzindustrie verstärkt in Digitalisierungstechnologien investieren und ihre bisherigen Geschäftsmodelle anpassen sowie verstärkt digitalisieren.

Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung (Konjunktur) hat i.d.R. keinen besonderen Einfluss auf die Geschäftsentwicklung der tick TS, da kurzzeitig ungünstig verlaufende externe Faktoren mittels langfristiger Vertragslaufzeiten in Kombination mit einem hohen wiederkehrenden (fixen) Erlösanteil "kompensiert" werden können.

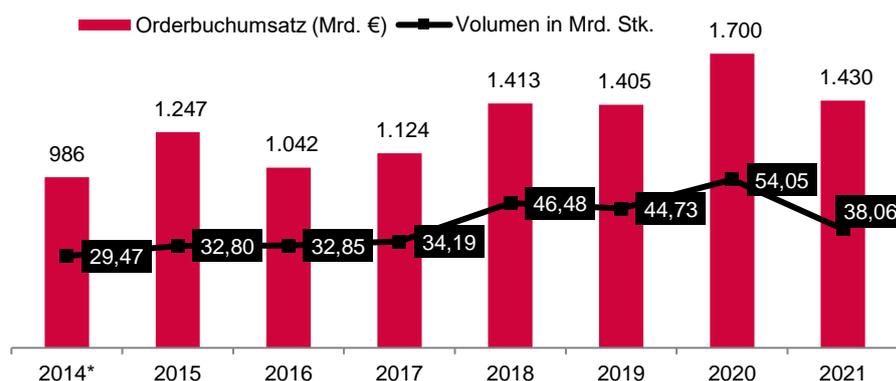
Digitalisierung im Banken- bzw. Finanzsektor

Insbesondere im Finanzsektor können durch den Einsatz von Digitalisierungstechnologien erhebliche Effizienzverbesserungen, Prozess- und Kostenoptimierungen sowie Umsatzsteigerungen (Skalierungseffekte) erzielt werden. Die Implementierung von digitalen Technologien ermöglicht es der Finanzbranche flexibler, schneller und transparenter auf Kunden- und Marktanforderungen zu reagieren und zugleich regulatorische Anforderungen umzusetzen. Gerade bei Banken und Finanzdienstleistern werden täglich unzählige Geschäfte und Geschäftsprozesse „abgewickelt“, die oftmals ganz oder in Teilen noch sehr stark analog geprägt sind. Entsprechend haben vielen Banken und Finanzdienstleister aufgrund ihrer bisher noch unzureichenden und häufig veralteten IT-Infrastruktur einen hohen Modernisierungs- und Anpassungsbedarf.

Handelsaktivitäten

Die Businesskunden der tick TS sind überwiegend auf dem deutschen Markt aktiv. Das anhaltende Niedrigzinsumfeld und der Mangel an Alternativenanlagen begünstigen die hohen Handelsaktivitäten und positiven Entwicklungen an den Kapitalmärkten in den vergangenen Jahren. Trotz der weiterhin andauernden Corona-Krise konnte der deutsche Leitindex DAX das vergangene Jahr 2021 mit einem Kursplus von rund 14,4% abschließen.

Xetra-Orderbuchumsätze und Volumen an den Börsensegmenten DAX, MDAX, SDAX und TecDAX



Quelle: Deutsche Börse Statistiken; GBC AG *eigene Schätzung für Januar-Monat

In Bezug auf die Handelsplätze in Deutschland führte dies zu einem hohen Handelsvolumen. Betrachtet man lediglich die historischen Handelsaktivitäten am bekannten Marktplatz Xetra bezüglich der Börsensegmente DAX, MDAX, SDAX und TecDAX, so konnte man über die vergangenen Jahre einen nahezu nachhaltigen dynamischen Anstieg der Orderbuchumsätze und des Handelsvolumens an diesen Börsensegmenten beobachten. Nach einem nachhaltigen Aufwärtstrend über mehrere Jahre folgte zum Ende des abgelaufenen Jahres 2021 sowohl beim Xetra-Orderbuchumsatz mit 38,06 Mrd. € als auch beim Handelsvolumen mit 1.430 Mrd. Wertpapieren eine Konsolidierung auf hohem Niveau. Ähnlich dynamische Entwicklungen waren auch an anderen Marktplätzen, wie bspw. Tradegate oder dem Handelssystem gettex, festzustellen.

Diese Marktentwicklungen wirken sich allgemein positiv aus auf die Betreiber von Handelsplattformen und Anbieter von Börsenhandelssoftware und Börsenzugangssystemen wie bspw. tick TS, und beflügeln die Umsatzdynamik in diesem Markt bzw. dieser Branche.

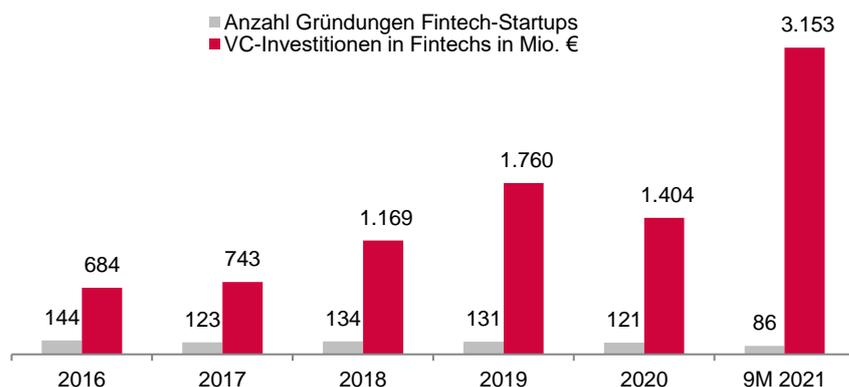
Regulierung der Finanzbranche

Die sich weiter verschärfende Regulierung der Finanzbranche hat erhebliche Auswirkungen auf die IT-Strukturen der Banken und Finanzdienstleister. Hierdurch werden häufig zusätzliche Software- und Hardwarelösungen zwingend notwendig, um im Einklang zu stehen mit neuen Regulierungsvorschriften. Dies ist bspw. bei der Handelsregulierung durch MIFID II der Fall. Daneben können sich neue Compliance-Anforderungen, wie bspw. mit der Einführung von Basel IV oder neue Reformen des Kreditmeldewesens, sehr stark auf die IT-Strukturen von Banken und Finanzdienstleistern auswirken. So kann dies hohe Investitionen auslösen, um die überwiegend immer detaillierteren und stärker verknüpften Daten für das Reporting bereitzustellen und im Idealfall in Echtzeit übermitteln zu können. Folglich profitieren die spezialisierten Unternehmen aus dem IT-Sektor von der verstärkten Regulierung des Finanzsektors.

Fintech-Boom in Deutschland

Die Fintech-Branche gewinnt laut Finanzexperten auch in Deutschland zunehmend an Bedeutung und die bisherigen Erfolge und Marktpotenziale der Fintech-Unternehmen machen diese Gesellschaften auch weiterhin attraktiv für Investoren. Dieser positive Trend spiegelt sich auch in der anhaltend hohen Anzahl der Neugründungen von Fintech-Unternehmen und den weiter ansteigenden Investitionen in Fintech-Gesellschaften wider. So erreichten laut einer aktuellen Studie von Comdirect und Main Incubator die Venture Capital-Investitionen in Fintech-Unternehmen in den ersten 9 Monaten des vergangenen Geschäftsjahres einen neuen Rekordwert von 3,15 Mrd. €.

Neugründungen von Fintech-Startups und VC-Investments in Fintechs



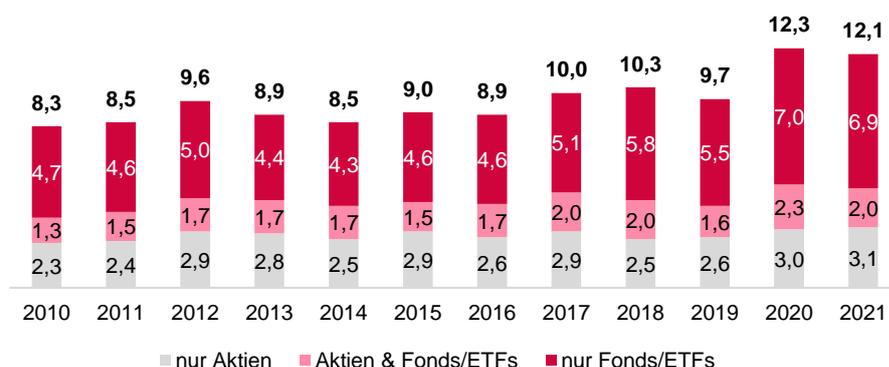
Quelle: Comdirect; Main Incubator; GBC AG

Diese Entwicklung unterstreicht die positiven Erwartungen der Investoren in Bezug auf das künftige Markt- bzw. Branchenwachstum und die Nachfrage nach innovativen digitalen Lösungen für Banken, Finanzdienstleister und Versicherungen sowie für deren Endkunden.

Das anhaltende Niedrigzinsumfeld, höhere Gebühren bei traditionellen Banken sowie die positive Entwicklung der deutschen Börsenindizes in den vergangenen Jahren, haben auch dazu geführt, dass sich die deutschen Bundesbürger verstärkt am Kapitalmarkt engagiert haben. Im Zuge dessen sind insbesondere viele junge Bundesbürger erstmals mit der Börse in Kontakt gekommen und haben hierbei entsprechende Wertpapierdepots für Investitionen in Finanzprodukte (für bspw. Aktien oder ETF) angelegt.

Laut Angaben des Wirtschaftsmagazins Handelsblatt ist die Anzahl der Wertpapierdepots in den ersten sechs Monaten des vergangenen Jahres um 1,40 Mio. auf 26,60 Mio. angestiegen, was einem Zuwachs von 5,50% entspricht. Parallel hierzu wurde die Rekordsumme von insgesamt 60,0 Mrd. € in Aktien und Fonds investiert.

Historische Aktionärsentwicklung in Deutschland (in Mio. €)



Quelle: Deutsches Aktieninstitut e.V., GBC AG

Laut vielen Finanzmarktexperten beginnt sich in Deutschland wieder sukzessive eine deutlich ausgeprägte „Aktienkultur“ zu entwickeln. Dies spiegelt sich auch in einer seit Jahren ansteigenden Aktionärsanzahl wider, die im Jahr 2020 laut einer Studie des Deutschen Aktieninstituts (DAI) einen neuen Rekordwert von 12,30 Mio. (+26,8% im Vgl. zu 2020) erreicht hat.

Nach diesem starken Anstieg haben sich die Aktionärszahlen laut einer aktuellen Statistik dieses Instituts im vergangenen Jahr 2021 auf einem Niveau von 12,10 Mio. stabilisiert. Dieser Erhebung zu Folge waren in Deutschland 17,1% der Bundesbürger am Aktienmarkt engagiert.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Geschäftsentwicklung 2020/21

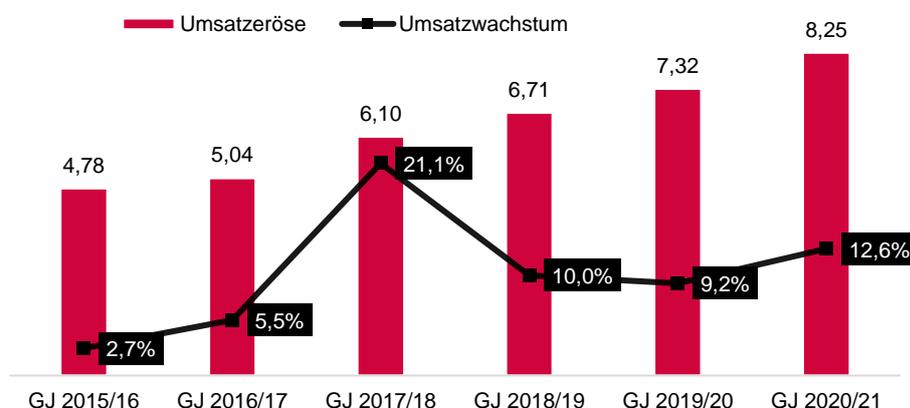
GuV (in Mio. €)	GJ 2018/19	GJ 2019/20	GJ 2020/21
Umsatzerlöse	6,71	7,32	8,25
EBITDA	2,59	3,16	8,10
EBITDA-Marge	38,6%	43,2%	98,2%
EBIT	2,37	2,94	7,94
EBIT-Marge	35,3%	40,2%	96,3%
Jahresüberschuss	1,65	2,01	5,45
EPS in €	1,64	2,00	5,42

Quelle: tick Trading Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung

Im vergangenen Geschäftsjahr 2020/21 konnte tick TS seinen erfolgreichen Wachstumskurs weiter fortsetzen und erneut einen Rekordumsatz erzielen. Die Umsatzerlöse wurden im Vergleich zum Vorjahr deutlich um 12,6% auf 8,25 Mio. € (VJ: 7,32 Mio. €) gesteigert. Laut Unternehmensangaben hat die Gesellschaft insbesondere über lastenabhängige Gebühren von der weiterhin hohen Handelsaktivität an den Börsen profitiert und konnte im Zuge dessen mit seinen Firmenkunden signifikant wachsen. Unsere Umsatzprognose (GBCe: 8,23 Mio. €) wurde damit übertroffen.

Entwicklung der Umsatzerlöse (Mio. € / %)



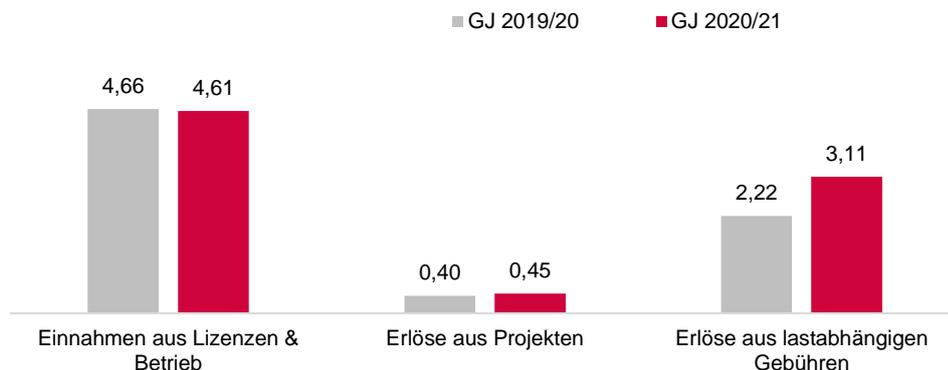
Quelle: tick Trading Software AG; GBC AG

Zum dynamischen Umsatzanstieg gegenüber dem Vorjahr hat somit vorrangig das Geschäftssegment „Erlöse aus lastenabhängigen Gebühren“ beigetragen. In diesem Geschäftsfeld wurde im Vergleich zum Vorjahr ein deutlicher Umsatzanstieg um 40,1% auf 3,11 Mio. € (VJ: 2,22 Mio. €) erreicht.

Im umsatzstärksten Geschäftsfeld „Einnahmen aus Lizenzen und Betrieb“ wurde im abgelaufenen Geschäftsjahr mit erwirtschafteten Erlösen in Höhe von 4,61 Mio. € das hohe Vorjahresumsatzniveau (VJ: 4,66 Mio. €) bestätigt.

Das volumenmäßig kleinste Geschäftssegment „Erlöse aus Projekten“ hat im Vergleich zum Vorjahr einen leichten Umsatzanstieg auf 0,45 Mio. € (VJ: 0,40 Mio. €) erzielt. Unserer Einschätzung nach hatten noch vorhandene Marktunsicherheiten und damit verbundene Verzögerungen oder Aufschübe von Investitionsentscheidungen in diesem Zeitraum einer noch positiveren Geschäftsentwicklung entgegengewirkt.

Entwicklung der Segmenterlöse (in Mio. €)

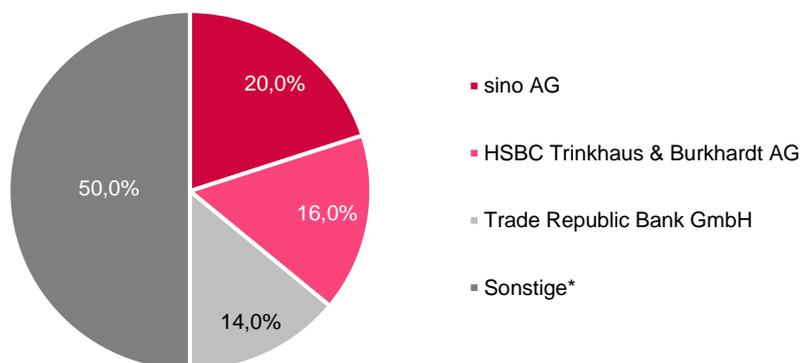


Quelle: tick Trading Software AG; GBC AG

Auf Kundenebene konnte tick TS nach eigenen Angaben im vergangenen Jahr seinen Kundenstamm, der aus einer mittleren zweistelligen Zahl institutioneller Kunden und Kooperationspartner aus nationalen und internationalen Banken besteht, stabil halten.

Wie bereits in der Vergangenheit entfielen mit rund 50,0% der Großteil der Umsatzerlöse auf drei Hauptkunden. Diese setzten sich zusammen aus der sino AG (knapp 20,0% Umsatzanteil), HSBC Trinkhaus & Burkhardt AG (rund 16,0%) und der Trade Republic Bank GmbH (rund 14,0%). Der restliche Umsatzanteil von rund 50,0% wurde mit weiteren Businesskunden erwirtschaftet, wie bspw. der ehemaligen comdirect bank AG (Umsatzanteil GBCe: ca.12,0%), die sich Ende 2020 mit der Commerzbank AG zusammengeschlossen (Verschmelzung) hat.

Umsatzerlöse nach Kunden (Anteil in % / gerundete Werte)



Quelle: tick Trading Software AG; GBC AG *u.a. die ehemalige comdirect bank AG (heute: Commerzbank AG)

Darüber hinaus konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr der Anteil der wiederkehrenden Umsatzerlöse mit 94,3% auf einem konstant hohen Niveau (VJ: 94,3%) gehalten werden. Bedingt durch den dynamischen Anstieg der lastenabhängigen Erlöse ist hingegen der Anteil der fixen Umsatzerlöse auf 61,5% (VJ: 69,5%) gesunken, bewegt sich jedoch weiterhin auf einem relativ hohen Niveau.

Ergebnisentwicklung

Der von der tick TS erwirtschaftete Rekordumsatz hat sich aufgrund von erzielten Skaleneffekten überproportional in der Ergebnisentwicklung niedergeschlagen. So ist das EBIT im Vergleich zum Vorjahr sprunghaft um 170,1% auf 7,94 Mio. € (VJ: 2,94 Mio. €) angestiegen. Parallel hierzu wurde die EBIT-Marge auf 96,3% (VJ: 40,2%) massiv gesteigert.

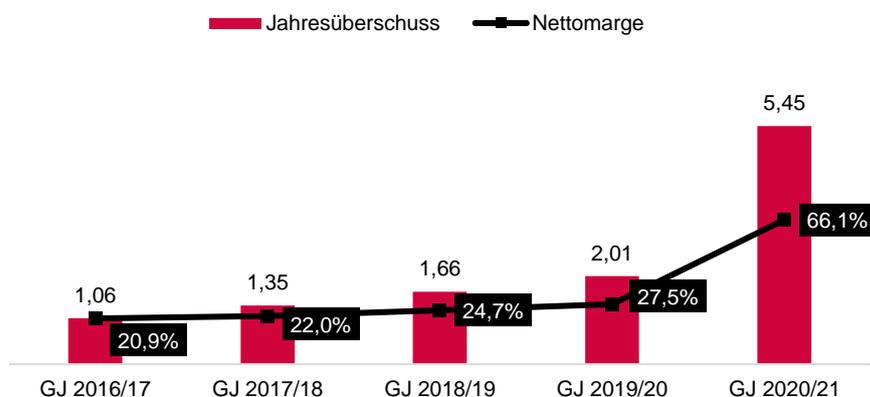
Der deutliche Ergebnisanstieg wurde neben der Ausweitung des Geschäftsvolumens auch von einem signifikanten Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge um 4,75 Mio. € auf 5,16 Mio. € (VJ: 0,41 Mio. €) getragen. Dieser massive Zuwachs resultiert aus zwei erzielten Sondereffekten bzw. Einmalerlösen (4,49 Mio. € und 0,55 Mio. €).

Der Einmalerlös in Höhe von 4,49 Mio. € basiert auf einer vertraglichen Vereinbarung mit einer Gesellschafterin eines Start-Ups, welche sich zwischenzeitlich als erfolgreich herausgestellt hat. Zudem beruht der weitere Einmalerlös in Höhe von 0,55 Mio. € auf dem Verzicht auf die Hälfte der Ansprüche aus dem vorgenannten Vertrag. Weitere Verkaufserlöse aus der Vereinbarung mit der Gesellschafterin des Start-Ups können nicht mehr erzielt werden.

Auch auf Nettoebene wurde eine sehr dynamische Ergebnisverbesserung erzielt. So konnte der Jahresüberschuss im Vergleich zum Vorjahr überproportional um rund 171,0% auf 5,45 Mio. € (VJ: 2,01 Mio. €) gesteigert werden. Gleichzeitig hat sich die Nettomarge im Vergleich zum Vorjahr weiter auf 66,1% (VJ: 27,5%) erhöht. Korrigiert um die zuvor dargestellten Einmalerlöse beläuft sich das bereinigte Nachsteuerergebnis auf rund 2,10 Mio. € (GBCe: Bereinigtes Nachsteuerergebnis GJ 2019/20: ca.1,80 Mio. €).

Darüber hinaus wurde die überproportionale Ergebnisverbesserung auch weiterhin von einer hohen Kostendisziplin unterstützt. Während sich der Personalaufwand im Vergleich zum Vorjahr aufgrund des dynamischen Wachstums und einer Erfolgsbeteiligung der Mitarbeiter signifikant auf 3,10 Mio. € (VJ: 2,79 Mio. €) erhöht hat, konnten die sonstigen betrieblichen Aufwendungen (Verwaltungskosten) im Vorjahresvergleich mit 1,88 Mio. € (VJ: 1,76 Mio. €) auf einem nahezu konstanten Niveau gehalten werden.

Entwicklung des Jahresüberschusses (in Mio. € / Nettomarge in %)



Quelle: tick Trading Software AG; GBC AG

In Anbetracht des verzeichneten Rekordgeschäftsjahres, welches bereits das vierte Geschäftsjahr mit einem Rekordergebnis ist, schlägt der Vorstand und Aufsichtsrat des Unternehmens auf der anstehenden Hauptversammlung (April 2022) eine im Vergleich zum Vorjahr deutlich angehobene Dividende in Höhe von 4,35 € je Aktie (VJ: 2,01 € je

Aktie) vor. Basierend auf dem aktuellen Kursniveau (44,40 €, Stuttgart, 04.03.2022) würde dies einer attraktiven Dividendenrendite von rund 10,0% entsprechen.

Fazit: tick TS hat auch im abgelaufenen Geschäftsjahr von seiner guten Marktposition und dem positiven Marktumfeld (hohe Handelsaktivität etc.) deutlich profitiert und hierbei seinen profitablen Wachstumskurs weiter fortsetzen können. Zudem wurden die wiederkehrenden Umsatzerlöse weiter deutlich ausgeweitet und haben hierdurch den zukünftigen Umsatzsockel nochmals gesteigert. Daneben hat die deutliche Skalierbarkeit des Geschäftsmodells des Unternehmens zu einer hohen Ertragskraft bzw. Rentabilität geführt.

Bilanzielle und finanzielle Situation

Bilanzkennzahlen (in Mio. €)	30.09.2019	30.09.2020	30.09.2021
Eigenkapital (EK-Quote)	2,80 (69,1%)	3,20 (70,1%)	6,63 (64,5%)
Operatives Anlagevermögen	0,41	0,34	0,25
Liquide Mittel	2,39	3,04	8,86
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,00	0,00	0,00
Net debt	-2,39	-3,04	-8,86
Working Capital	0,64	0,76	0,67
Bilanzsumme	4,06	4,56	10,27

Quelle: tick Trading Software AG; GBC AG

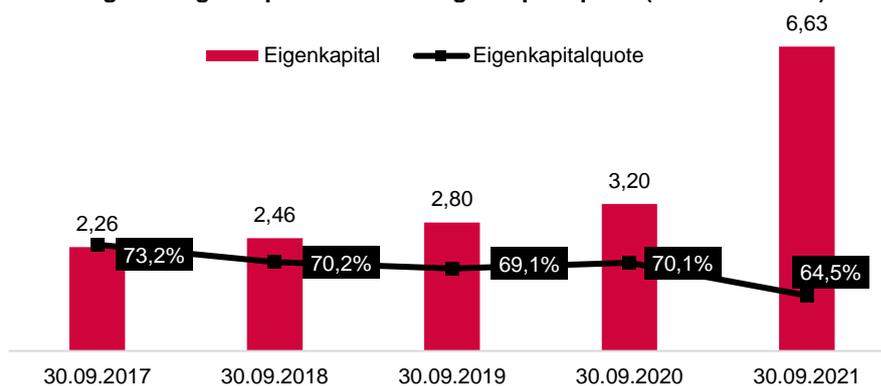
Die sehr positive Geschäftsentwicklung der vergangenen Jahre und die allgemein hohe Ertragskraft des Geschäftsmodells der tick TS schlug sich ebenfalls in der Bilanz der Gesellschaft nieder.

Bedingt durch den im vergangenen Geschäftsjahr erwirtschafteten (deutlich) positiven Jahresüberschuss in Höhe von 5,45 Mio. € ist das Eigenkapital zum 30.09.2021 deutlich auf 6,63 Mio. € (VJ: 3,20 Mio. €) angestiegen. Parallel hierzu erhöhte sich die Bilanzsumme zum Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres im Vergleich zum Vorjahr um 5,71 Mio. € auf 10,27 Mio. € (VJ: 4,56 Mio. €).

Die Eigenkapitalquote sank trotz des gestiegenen Eigenkapitals aufgrund der überproportional angestiegenen Bilanzsumme auf 64,5% (VJ: 70,1%) und bewegt sich damit weiterhin auf einem sehr hohen Niveau.

Durch den erzielten hohen Jahresüberschuss sind die liquiden Mittel zum 30.09.2021 deutlich auf 8,86 Mio. € angewachsen. Daneben besaß tick TS zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres keine zinstragenden Verbindlichkeiten bzw. Bankschulden und verfügt daher über eine Net-Cash-Position (liquide Mittel abzgl. Schulden) in Höhe von 8,86 Mio. € (VJ: 3,04 Mio. €).

Entwicklung des Eigenkapitals und der Eigenkapitalquote (in Mio. € / in %)



Quelle: tick Trading Software AG, GBC AG

Insgesamt verfügt tick TS über eine solide und gesunde Bilanz. Zudem befindet sich das Unternehmen aufgrund des hohen Anteils an wiederkehrenden Umsätzen und der hohen Net-Cash-Position auch in einer sehr guten finanziellen Lage.

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 Kursniveau 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 zukünftig wenig verändern sollte 	<ul style="list-style-type: none"> • Abhängigkeit von Mitarbeitern in Top-Managementpositionen und leitenden Führungspositionen • Bei der aktuellen Kundenstruktur besteht ein Klumpenrisiko, mit einer hohen Abhängigkeit von den drei größten Kunden, welche zuletzt rund 50,0% der Umsatzerlöse ausgemacht haben • Teilweise Abhängigkeit über variable Umsatzerlöse von der Höhe des Datenvolumens (i.d.R. abhängig von der Anzahl der getätigten Trades), welche durch die Marktbedingungen (Handelsaktivität) beeinflusst werden könnten
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Größere Mitbewerber könnten aus Nischenprodukten austreten und so weitere Marktbereiche für das Unternehmen eröffnen z.B. Bloombergs Rückzug aus dem SSEOMS-Geschäft • Durch den Ausbau und die Erweiterung des Produktangebots (z.B. durch neue App-Lösungen) oder des Kundenstamms könnten weitere Marktanteile hinzugewonnen werden • Der neue Hauptsitz in Düsseldorf sollte die Mitarbeiterrekrutierung erleichtern • Eine verschärfte Regulierung könnte neue Softwarelösungen erforderlich machen, die wiederum Vermarktungsmöglichkeiten für tick TS eröffnen würden (z.B. bei MAR) • Der starke Nachhaltigkeitsfokus kann sich positiv auf die Mitarbeiterbindung und die Kundengewinnung auswirken 	<ul style="list-style-type: none"> • Ein Großkunde könnte kündigen oder die Geschäftstätigkeit mit tick TS deutlich verringern • 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 • Businesskunden könnten beginnen eigene Softwarelösungen zu entwickeln oder verstärkt auf Inhouse-Lösungen zu setzen

Prognosen und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2019/20	GJ 2020/21	GJ 2021/22e	GJ 2022/23e	GJ 2023/24e
Umsatzerlöse	7,32	8,25	8,60	9,03	9,42
EBITDA	3,16	8,10	3,48	3,78	3,98
EBITDA-Marge	43,2%	98,2%	47,2%	41,4%	42,8%
EBIT	2,94	7,94	3,27	3,58	3,79
EBIT-Marge	40,2%	96,3%	44,4%	38,7%	40,4%
Jahresüberschuss	2,01	5,45	2,25	2,47	2,61
EPS in €	2,00	5,42	2,23	2,45	2,60

Quelle: tick Trading Software AG; Schätzungen GBC AG

Umsatzprognosen

Mit Veröffentlichung der vorläufigen Geschäftszahlen zum Geschäftsjahr 2020/21 im Dezember 2021 hat tick TS gleichzeitig einen positiven Ausblick für das laufende Geschäftsjahr 2021/2022 bekannt gegeben. So rechnet das Management des Unternehmens unter der Annahme eines stabilen regulatorischen Umfelds und des Fortbestands der erhöhten Handelsaktivität an den Börsen mit einem Jahresüberschuss in einer Bandbreite von 2,10 Mio. € bis 2,50 Mio. €. Somit erwartet der Vorstand der Gesellschaft unserer Einschätzung nach ein moderates Umsatzwachstum für die aktuelle Geschäftsperiode.

An dieser Stelle ist hervorzuheben, dass tick TS bereits nach eigenen Angaben durch einen erhaltenen Projektauftrag ein guter Auftakt in das laufende Geschäftsjahr 2021/22 gelungen ist. Hiernach konnte das Unternehmen im ersten Quartal einen großen Projektauftrag „in die Bücher aufnehmen“. Dieser Auftrag beinhaltet die technische Anbindung des tick TS-Großkunden sino AG an die Baader Bank im Rahmen der von der sino AG beschlossenen Verlegung der Abwicklung der Handelsgeschäfte ihrer Heavy Trader zu dieser Bank.

Basierend auf der bisherigen sehr überzeugenden Unternehmensperformance, dem positiven Unternehmensausblick und des weiterhin von uns erwarteten positiven Marktumfelds (hohe Handelsaktivität, neue Kapitalmarktteilnehmer etc.) rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr und die Folgejahre mit einer Fortsetzung des eingeschlagenen Wachstumskurses des Unternehmens und bestätigen unsere bisherigen Prognosen für die Geschäftsjahre 2021/22 und 2022/23.

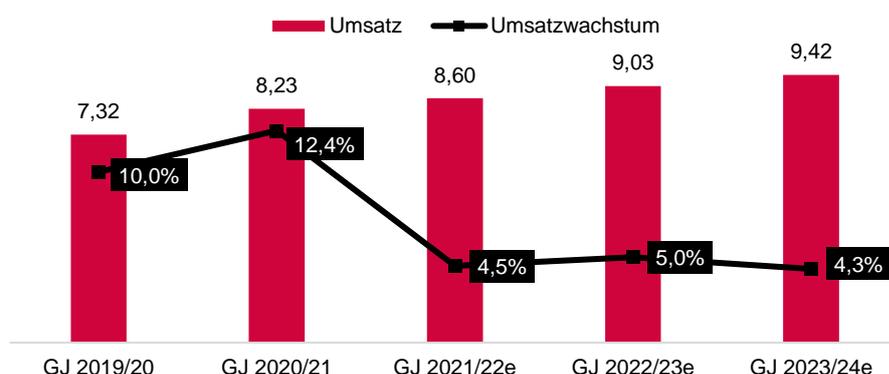
Im Zuge dessen sollte es tick TS zukünftig gelingen, durch ihr breites und attraktives Leistungsangebot in Verbindung mit dem umfangreichen Kundenstamm (GBCe: >70 Bestandskunden) noch stärker von den hohen Handelsaktivitäten an den Kapitalmärkten und der sukzessiven Zunahme neuer Kapitalmarktteilnehmer zu profitieren.

Neben dem Wachstum mit Bestandskunden, rechnen wir auch damit, dass es tick TS gelingt, durch die Gewinnung neuer Kunden und dem Rollout ihres Produktprogramms bei diesen Businesskunden zusätzlich zu wachsen. Darüber hinaus sollten auch durch die Ausweitung- und Weiterentwicklung (Produktinnovationen etc.) des bestehenden Produktprogramms (z.B. durch die White-Label-Mobile-App) weitere Wachstumspotenziale genutzt werden können.

Des Weiteren sollte das Unternehmen auch von einer erwarteten verstärkten Regulierung des Finanzsektors durch ihre Compliance-Kundenlösungen (z.B. e-Trading Compliance Monitor) profitieren können, da für deren Einhaltung oftmals in neue Software und IT-Infrastruktur investiert werden muss.

Vor diesem Hintergrund rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2021/22 weiterhin mit Umsatzerlösen in Höhe von 8,60 Mio. €, was einem Umsatzanstieg im Vergleich zum Vorjahr von 4,2% gleichkommt. An dieser Stelle ist zu betonen, dass wir die wiederkehrenden Umsatzerlöse, welche im Geschäftsjahr 2020/21 bei 7,78 Mio. € lagen, als Umsatzsockel für das aktuelle Geschäftsjahr und die Folgejahre einkalkulieren.

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



Quelle: tick Trading Software AG; Schätzungen GBC AG

Im Folgejahr 2022/23 sollten die Umsatzerlöse mit einem erwarteten Umsatzplus um 5,0% nochmals stärker ansteigen können auf dann 9,03 Mio. €. Hierbei rechnen wir auch mit Umsatzimpulsen durch eine Weiterentwicklung des Produkt- und Serviceangebots und wieder deutlich umsatzstärkeren projektabhängigen Umsatzerlösen. Für das darauffolgende Geschäftsjahr 2023/24, welches wir erstmals in unsere Detailschätzperiode aufgenommen haben, kalkulieren wir mit einem erneuten Umsatzanstieg auf 9,42 Mio. €.

Durch die von uns erwartete hohe Handelsaktivität an den Kapitalmärkten, sollten die variablen Umsatzerlöse des Unternehmens, welche im Zusammenhang mit dem gehandelten Wertpapiervolumen stehen, deutlich beflügelt werden können.

Insgesamt rechnen wir damit, dass es tick TS gelingt, ihre Marktposition weiter auszubauen und hierbei den profitablen Wachstumskurs weiter fortzusetzen. Durch den großen Kundenstamm und das umfangreiche Leistungsangebot, verfügt das Unternehmen über ein starkes Fundament für weiteres nachhaltiges Wachstum.

Ergebnisprognosen

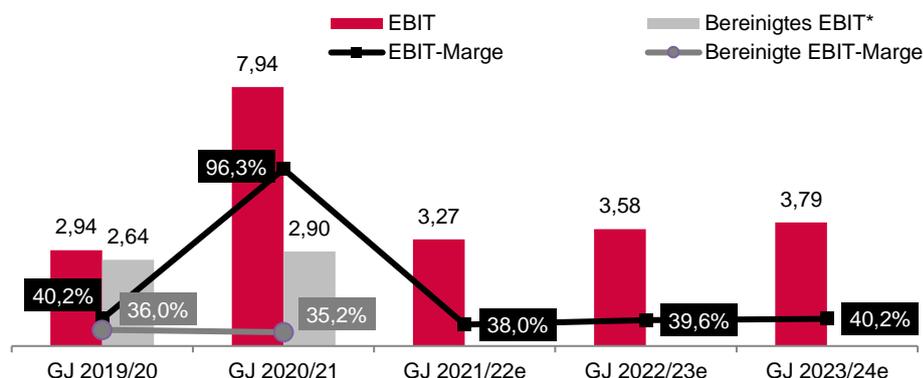
Die von uns erwartete positive Umsatzentwicklung bezüglich der kommenden Geschäftsjahre spiegelt sich auch in unseren Ergebnisprognosen wider. Bedingt durch die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells und der relativ stabilen Kostenstruktur des Unternehmens, sollte bei einer erwarteten Fortsetzung des Wachstumskurses mittel- und langfristige ein überproportionaler Zuwachs auf allen Ergebnisebenen erreicht werden können. Daher gehen wir auch parallel zur prognostizierten Ausweitung des Geschäftsvolumens von einem weiteren Anstieg der Profitabilität aus und bestätigen ebenfalls unsere bisherigen Ergebnisschätzungen für die Geschäftsjahre 2021/22 und 2022/23.

Die traditionell hohe Kosteneffizienz und Kostendisziplin der Gesellschaft, sollte im Zuge der Fortsetzung der bisherigen Wachstumsserie zu keinen wesentlichen (sprunghaften) Kostensteigerungen führen und somit die weitere Erhöhung des Rentabilitätsniveaus unterstützen, mit Ausnahme des Personalaufwands. In letzterem Bereich plant das Un-

ternehmen laut eigenen Aussagen mit der Einstellung von neuen Mitarbeitern um für weiteres Wachstum (Ausbau des Projektgeschäfts etc.) und Produktentwicklungen gerüstet zu sein.

Für das laufende Geschäftsjahr 2021/22 und die Folgejahre 2022/23 sowie 2023/24 gehen wir, bedingt durch erwartete Skaleneffekte, in Verbindung mit einem ansteigenden Geschäftsvolumen, von einer überproportionalen Ergebnisentwicklung aus. Mit signifikanten Skaleneffekten rechnen wir vor allem im Zusammenhang mit anfallenden Personal- und Verwaltungsaufwendungen (sonstige betriebliche Aufwendungen), die traditionell einen hohen Fixkostencharakter aufweisen.

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

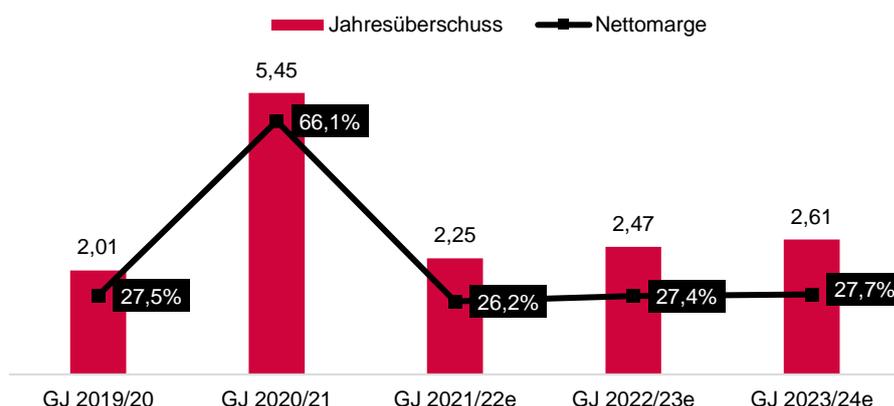


Quelle: tick Trading Software AG; Schätzungen GBC AG *EBIT korrigiert um erzielte Einmal Erlöse

Für das aktuelle Geschäftsjahr 2021/22 rechnen wir weiterhin basierend auf einem erwarteten moderaten Umsatzanstieg mit einem EBIT in Höhe von 3,27 Mio. €, was einer EBIT-Marge von 38,0% entspricht. Im Zuge dessen sollte ein deutlicher EBIT-Anstieg im Vergleich zum bereinigten Vorjahresergebnis (GBCe Bereinigtes EBIT: 2,90 Mio. €) erreicht werden können. Zudem gehen wir ebenso davon aus, dass parallel hierzu die EBIT-Marge im Vergleich zur bereinigten EBIT-Marge des Vorjahres (GBCe: 35,2%) ebenfalls deutlich anwächst auf 38,0%.

Im darauffolgenden Geschäftsjahr 2022/23 sollte ein weiterer EBIT-Zuwachs auf 3,58 Mio. € und hierbei ein weiterer Anstieg der EBIT-Marge auf 39,6% erzielt werden können. Für das nachfolgende Geschäftsjahr 2023/24 kalkulieren wir mit einer erneuten EBIT-Zunahme auf 3,79 Mio. € und einem nochmaligen EBIT-Margenanstieg auf 40,2%.

Prognose des Jahresergebnisses (in Mio. €) und der Nettomarge (in %)



Quelle: tick Trading Software AG; Schätzungen GBC AG

Vor dem Hintergrund, dass tick TS über keine Finanz- oder Zinsaufwendungen verfügt, sollte in der aktuellen Geschäftsperiode unter der zusätzlichen Berücksichtigung von Steuereffekten ein Jahresüberschuss von 2,25 Mio. € erwirtschaftet werden können. Für die nachfolgenden Geschäftsjahre erwarten wir einen Jahresüberschuss in Höhe von 2,47 Mio. € (GJ 2022/23) bzw. 2,61 Mio. € (GJ 2023/24).

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die tick Trading Software AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2021/22, 2022/23 und 2023/24 in Phase 1, erfolgt von 2024/25 bis 2028/29 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 42,2% (zuvor: 42,8%) 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 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. Wir haben die Untergrenze des risikolosen Zinssatzes seit dem 01.01.2021 auf 0,25% festgesetzt.

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 1,41 (zuvor: 1,41).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,03% (zuvor: 8,03%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,03% (zuvor: 8,03%).

Bewertungsergebnis

Der im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2022/23 entspricht als Kursziel 58,50 € (bisher: 51,70 €). Unsere Kurszielanhebung resultiert aus den bestätigten Prognosen für die Geschäftsjahre 2021/22, 2022/23 und dem erstmaligen Einbezug des Geschäftsjahres 2023/2024 in unsere Detailschätzperiode. Damit liegt ein höheres Ausgangsniveau für die Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells vor. Daneben hat sich der einsetzende sogenannte „Roll-Over-Effekt“ (Kursziel bezogenen auf das darauffolgende Geschäftsjahr) kurszielsteigernd ausgewirkt.

Hinweis: Unter Berücksichtigung des geplanten Aktiensplitts (Ausgabe von Gratisaktien im Verhältnis 1:1 nach der Hauptversammlung am 07.04.2022) des Unternehmens würde sich ein neuer fairer Wert je Aktie bzw. ein neues Kursziel zum Ende des Geschäftsjahres 2022/23 von 29,25 € ergeben.

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	42,2%	ewige EBITA - Marge	40,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	52,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	10,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 2021/22	GJ 2022/23	GJ 2023/24	GJ 2024/25	GJ 2025/26	GJ 2026/27	GJ 2027/28	GJ 2028/29	
Umsatzerlöse	8,60	9,03	9,42	9,80	10,19	10,59	11,02	11,46	
<i>US Veränderung</i>	4,3%	5,0%	4,3%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	32,79	33,17	32,23	28,78	28,04	28,30	29,02	29,98	
EBITDA	3,48	3,78	3,98	4,14	4,30	4,48	4,65	4,84	
<i>EBITDA-Marge</i>	40,5%	41,9%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	
EBITA	3,27	3,58	3,79	3,99	4,13	4,29	4,46	4,64	
<i>EBITA-Marge</i>	38,0%	39,7%	40,2%	40,7%	40,5%	40,5%	40,5%	40,5%	40,5%
Steuern auf EBITA	-1,02	-1,11	-1,17	-1,20	-1,24	-1,29	-1,34	-1,39	
<i>zu EBITA</i>	31,1%	31,1%	31,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	2,25	2,47	2,61	2,79	2,89	3,00	3,12	3,25	
Kapitalrendite	245,5%	260,3%	265,2%	255,3%	218,8%	217,1%	217,7%	219,4%	216,9%
Working Capital (WC)	0,69	0,71	0,80	0,98	1,02	1,06	1,10	1,15	
<i>WC zu Umsatz</i>	8,0%	7,9%	8,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
<i>Investitionen in WC</i>	-0,02	-0,03	-0,09	-0,18	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	0,26	0,27	0,29	0,34	0,36	0,37	0,38	0,38	
<i>AFA auf OAV</i>	-0,21	-0,20	-0,19	-0,15	-0,18	-0,19	-0,19	-0,20	
<i>AFA zu OAV</i>	80,1%	73,5%	65,0%	52,0%	52,0%	52,0%	52,0%	52,0%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,22	-0,21	-0,21	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	
Investiertes Kapital	0,95	0,99	1,09	1,32	1,38	1,43	1,48	1,53	
EBITDA	3,48	3,78	3,98	4,14	4,30	4,48	4,65	4,84	
Steuern auf EBITA	-1,02	-1,11	-1,17	-1,20	-1,24	-1,29	-1,34	-1,39	
Investitionen gesamt	-0,24	-0,24	-0,30	-0,38	-0,24	-0,24	-0,24	-0,24	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,22	-0,21	-0,21	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	
<i>Investitionen in WC</i>	-0,02	-0,03	-0,09	-0,18	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	2,22	2,43	2,51	2,56	2,83	2,95	3,07	3,20	54,48

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	46,04	47,31
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	14,31	13,03
<i>Barwert des Continuing Value</i>	31,73	34,28
Nettoschulden (Net debt)	-11,08	-11,57
Wert des Eigenkapitals	57,12	58,88
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	57,12	58,88
Ausstehende Aktien in Mio.	1,01	1,01
Fairer Wert der Aktie in EUR	56,75	58,50

Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	0,3%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,41
Eigenkapitalkosten	8,0%
<i>Zielgewichtung</i>	100,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
<i>Zielgewichtung</i>	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,0%

Kapitalrendite	WACC				
	7,4%	7,7%	8,0%	8,3%	8,6%
216,4%	63,46	60,80	58,42	56,27	54,33
216,7%	63,50	60,84	58,46	56,31	54,37
216,9%	63,55	60,88	58,50	56,35	54,40
217,2%	63,59	60,93	58,54	56,38	54,44
217,4%	63,64	60,97	58,58	56,42	54,47

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

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

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,5b,7,11)

§ 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 Heinzlbecker, Email: heinzlbecker@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:

Marcel Goldmann, M.Sc., 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