

## BITCOIN GROUP SE\*5a,11

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 50,00 €**  
**(bisher: 80,00 €)**

aktueller Kurs: 20,34  
06.12.22 / XETRA / 15:02 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A1TNV91  
WKN: A1TNV9  
Börsenkürzel: ADE  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 5,00  
Marketcap<sup>3</sup>: 101,70  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 23,50  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: <75,0 %

Marktsegment:  
Freiverkehr

Rechnungslegung:  
IFRS

Designated Sponsor:  
BankM AG

Geschäftsjahr: 31.12.

### Analysten:

Matthias Greiffenberger  
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie:  
06.12.2022 (17:26 Uhr)  
Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie:  
07.12.2022 (10:00 Uhr)  
Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2023

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 6

### Unternehmensprofil

Branche: Software  
Fokus: Holding im Bereich Cryptocurrencies

Mitarbeiter: 28 Stand: 31.12.2021

Gründung: 2008

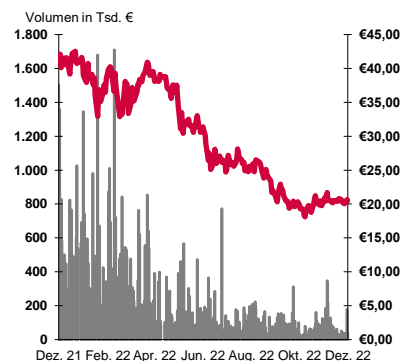
Firmensitz: Herford

Vorstand: Marco Bodewein, Michael Nowak,  
Per Hlawatschek

Die Bitcoin Group SE ist eine Holding mit Schwerpunkt auf innovativen und disruptiven Geschäftsmodellen und Technologien aus den Bereichen Cryptocurrency und Blockchain.

Die Bitcoin Group SE hält 100% der Anteile an der futurum bank AG, die neben klassischen Wertpapierdienstleistungen unter Bitcoin.de einen Handelsplatz für die digitalen Währungen wie Bitcoin, Bitcoin Cash, Bitcoin Gold, Ethereum und weitere betreibt, sowie 50% der Anteile an der Sineus Financial Services GmbH, einem Finanzdienstleister.

Ziel der Gesellschaft ist es, durch weitere Beteiligungserwerbe ein Portfolio von Beteiligungen aufzubauen, das unter den Gesichtspunkten der Risikostreuung und Renditemöglichkeiten den Anforderungen von Investoren entspricht.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e
Umsatz	15,03	25,39	7,00	12,00
EBITDA	10,55	19,75	1,68	5,27
EBIT	13,54	19,74	-3,46	5,13
Jahresüberschuss	9,52	13,37	-3,50	5,10

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	1,90	2,67	-0,70	1,02
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,10	0,10

### Kennzahlen

EV/Umsatz	1,56	0,93	3,36	1,96
EV/EBITDA	2,23	1,19	14,01	4,46
EV/EBIT	1,74	1,19	-6,78	4,58
KGV	10,68	7,60	-29,05	19,96
KBV		0,67		

### Finanztermine

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

11.08.2022: RS / 80,00 / KAUFEN

02.11.2021: RS / 120,00 / KAUFEN

31.03.2021: RS / 120,00 / 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“

## Geschäftsentwicklung 1. HJ 2021

in Mio. €	1.HJ 2020	1. HJ 2021	1.HJ 2022
Umsatzerlöse	6,23	17,70	5,60
EBITDA	4,18	14,44	2,74
<i>EBITDA-Marge</i>	67,1%	81,6%	48,9%
EBIT	5,04	14,03	-2,24
<i>EBIT-Marge</i>	81,0%	79,2%	-39,9%
Jahresüberschuss	3,51	10,17	-2,21
EPS in €	0,70	2,03	-0,44

Quelle: Bitcoin Group SE, GBC AG

Im ersten Halbjahr 2022 haben sich bei der Bitcoin Group SE die Umsatzerlöse um -68,3% auf 5,60 Mio. € (VJ: 17,70 Mio. €) reduziert. Der Umsatzrückgang ist auf die geringe Handelsaktivität zurückzuführen. Unseres Erachtens ist ein wesentlicher Faktor für die geringe Handelsaktivität der Kursrückgang nahezu aller Kryptowährungen. Diese Entwicklung vollzieht sich jedoch parallel zu beinahe allen Assetklassen. Durch die hohe Inflation haben die Notenbanken die Leitzinsen angehoben, was neben der schwächeren Konjunktur zu Liquiditätsverknappungen und Kursrückgängen geführt hat. Die Lage wird weiter verschärft durch die globalen Lieferkettenschwierigkeiten und die geopolitischen Spannungen, einschließlich des Ukraine Konfliktes. So reduzierte sich auch der Bitcoin-Kurs um 54,5% zum 30.06.2022 auf 18,56 T€ (01.01.2022: 40,78 T€). Auch Ethereum, als weltweit zweitwichtigste Kryptowährung, weist im gleichen Zeitraum einen Kursrückgang von 70,6% auf 958 € (01.01.2022: 3.254 €). Der teilweise überproportionale Rückgang einzelner Kryptowährungen im Vergleich zum klassischen Kapitalmarkt dürfte sich mit der steigenden Risikoaversion der Investoren erklären lassen, welche zunächst die Positionen in den risikoreicheren Investitionen reduzieren, oder vollständig abbauen.

Der Umsatzrückgang findet sich in einem überproportionalen Rückgang des EBITDA wieder, welches um 81,0% auf 2,74 Mio. € (VJ: 14,44 Mio. €) gefallen ist. Unter anderem durch Wertberichtigungen von Kryptowährungen im Eigenbestand kam es zu Abschreibungen in Höhe von 4,98 Mio. € (VJ: 0,42 Mio. €). Hierdurch fiel das EBIT auf -2,24 Mio. € (VJ: 14,03 Mio. €). Gleichsam verringerte sich auch das Periodenergebnis auf -2,21 Mio. € (VJ: 10,17 Mio. €).

## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2022

in Mio. €	31.12.2022	31.12.2021	30.06.2022
Eigenkapital	80,15	151,65	80,44
EK-Quote (in %)	73,7%	73,0%	74,7%
Operatives Anlagevermögen	1,57	1,50	1,46
Working Capital	-4,12	-6,69	-5,45
Net Cash	12,02	20,57	19,66

Quelle: Bitcoin Group SE, GBC AG

Das **Eigenkapital** reduzierte sich um 30,2% auf 80,44 Mio. € (31.12.2021: 151,65 Mio. €) aufgrund der wertgeminderten Krypto-Eigenbestände. Dennoch blieb die Eigenkapitalquote mit 74,7% leicht über dem Niveau zum Geschäftsjahresende 2021 (31.12.2021: 73,0%). Damit ist das Unternehmen bilanziell weiterhin sehr gut aufgestellt.

Aufgrund der Kursverluste der Kryptowährungen reduzierten sich die Krypto-Eigenbestände auf 80,21 Mio. € (31.12.2021: 181,08 Mio. €). Abzüglich der latenten Steuerschulden in Höhe von 19,30 Mio. € (31.12.2021: 48,65 Mio. €) lagen somit die Netto-Krypto-Eigenbestände bei 60,92 Mio. € (31.12.2021: 132,43 Mio. €).

## Prognose und Bewertung

GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022e alt	GJ 2022e neu	GJ 2023e alt	GJ 2023e neu
Umsatzerlöse	25,39	14,57	7,00	18,94	12,00
EBITDA	19,75	9,25	1,68	13,17	5,27
EBITDA-Marge	77,8%	63,5%	24,0%	69,5%	43,9%
EBIT	19,74	-0,89	-3,46	13,03	5,13
EBIT-Marge	77,8%	-6,1%	-49,5%	68,8%	42,8%
Jahresüberschuss	13,37	-0,63	-3,50	8,81	5,10
EPS in €	2,67	-0,13	-0,70	1,76	1,02

Quelle: GBC AG

### Umsatzprognose

Aufgrund der deutlich eingetrübten Kapital- und Kryptomärkte hat das Unternehmen die Guidance angepasst. So erwartet das Management der Bitcoin Group SE nun stark rückläufige Umsatzerlöse und ein EBITDA im unteren einstelligen Millionenbereich. Zuvor lag die Guidance bei einem leicht rückläufigen Umsatz bei einem EBITDA im oberen einstelligen Millionenbereich. Wir gehen ebenfalls davon aus, dass im laufenden Geschäftsjahr keine kurzfristige Erholung der Kapitalmärkte erfolgt und haben unsere Prognose angepasst. Wir erwarten für das laufende Geschäftsjahr 2022 Umsatzerlöse in Höhe von 7,00 Mio. € (bisher: 14,57 Mio. €), gefolgt von 12,00 Mio. € (bisher: 18,94 Mio. €) für das folgende Geschäftsjahr 2023.

Wir gehen davon aus, dass das Geschäftsmodell der Bitcoin Group SE mittel- und langfristig erfolversprechend ist und passen unsere Margen-Annahmen im DCF-Modell nur marginal an. Das Unternehmen ist insbesondere im deutschen Markt einzigartig positioniert und konnte als erster deutscher Anbieter auf seiner Plattform Krypto-zu-Krypto-Handlungsmöglichkeiten anbieten. Darüber hinaus bietet es mit dem deutschen Firmensitz und der BaFin-Regulierungen mit Banklizenz, aus Sicht der Kunden, größtmögliche regulatorische Sicherheit und Transparenz an. Bei steigenden Kryptomärkten und einer hohen medialen Aufmerksamkeit konnte die Bitcoin Group stets überproportional von diesen Trends profitieren. Wir erwarten, dass mit einer Verbesserung der Marktentwicklung auch die Bitcoin Group SE wieder überproportional an dieser Entwicklung partizipieren kann.

Weiterhin könnte das Unternehmen über M&A-Transaktionen weiter wachsen. So wurde am 20.10.2022 hierzu eine Unternehmensmeldung veröffentlicht, dass sich das Unternehmen in Übernahmeverhandlungen mit potenziellen Targets befindet, unter anderem dem Bankhaus von der Heydt.

Zudem ist mit der jüngsten Entscheidung auf der Hauptversammlung am 1. Juli 2022 der Grundstein für einen Dividentitel gelegt worden. So soll eine nachhaltige Dividentenpolitik verfolgt werden und eine erstmalige Dividende in Höhe von 0,10 € je Aktie ausgezahlt werden.

### Ergebnisprognose

Die Umsatzentwicklung sollte sich auch im Ergebnis widerspiegeln und wir erwarten für das laufende Geschäftsjahr 2022 ein EBITDA in Höhe von 1,68 Mio. € (bisher: 9,25 Mio. €), gefolgt von 5,27 Mio. € (bisher: 13,17 Mio. €) im Jahr 2023. Für das kommende Geschäftsjahr gehen wir davon aus, dass es zu keinen weiteren Wertberichtigungen des Krypto-Eigenbestands kommt und erwarten ein Netto-Ergebnis im laufenden Geschäftsjahr 2022 von -3,50 Mio. € (bisher: -0,63 Mio. €), gefolgt von 5,10 Mio. € (bisher: 8,81 Mio. €) im Geschäftsjahr 2023.

## **Bewertung**

### ***Modellannahmen***

Die Bitcoin Group SE wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2022 - 2023 in Phase 1 erfolgt von 2024 bis 2029 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 15,0 %. Als Ziel-EBITDA-Marge haben wir 70,6 % (bisher: 75,6 %) 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 Bitcoin Group SE 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. Der von uns verwendete risikolose Zinssatz liegt bei 1,25 % (bisher: 0,60 %)

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 1,39.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,91 % (bisher: 8,26 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,91 % (bisher: 8,26 %).

Zum 30.06.2022 lagen die Krypto-Eigenbestände bei 80,21 Mio. €. Abzüglich der latenten Steuerschulden von 19,29 Mio. € liegt der Netto-Kryptobestand bei 60,92 Mio. €.

### ***Bewertungsergebnis***

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 50,00 € (bisher: 80,00 €) ermittelt.

Hintergrund des reduzierten Kursziels ist zum einen die geringere Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2022 und für das Geschäftsjahr 2023 und zum anderen der gestiegene risikolose Zinssatz.

## DCF-Modell

### Bitcoin Group SE - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	15,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	70,6%	ewige EBITA - Marge	70,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	8,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	40,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	7,00	12,00	13,80	15,87	18,25	20,99	24,14	27,76	
US Veränderung	-72,4%	71,4%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	4,38	7,41	8,36	9,45	10,67	12,06	13,64	15,42	
EBITDA	1,68	5,27	9,75	11,21	12,89	14,83	17,05	19,61	
EBITDA-Marge	24,0%	43,9%	70,6%	70,6%	70,6%	70,6%	70,6%	70,6%	
EBITA	-3,46	5,13	9,62	11,08	12,76	14,69	16,91	19,47	
EBITA-Marge	-49,5%	42,8%	69,7%	69,8%	69,9%	70,0%	70,1%	70,1%	70,1%
Steuern auf EBITA zu EBITA	0,00	0,00	-2,89	-3,32	-3,83	-4,41	-5,07	-5,84	
EBI (NOPLAT)	-3,46	5,13	6,73	7,76	8,93	10,28	11,84	13,63	
Kapitalrendite	66,8%	95,1%	-199,2%	200,4%	191,3%	184,0%	177,9%	-172,8%	149,4%
Working Capital (WC)	-7,00	-5,00	-5,52	-6,35	-7,30	-8,40	-9,65	-11,10	
WC zu Umsatz	-100,0%	41,7%	-40,0%	-40,0%	-40,0%	-40,0%	-40,0%	-40,0%	
Investitionen in WC	0,31	-2,00	0,52	0,83	0,95	1,10	1,26	1,45	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	1,60	1,62	1,65	1,68	1,71	1,74	1,77	1,80	
AFA auf OAV	-5,14	-0,14	-0,13	-0,13	-0,13	-0,14	-0,14	-0,14	
AFA zu OAV	321,3%	8,6%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
Investitionen in OAV	-5,24	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16	-0,17	-0,17	-0,17	
Investiertes Kapital	-5,40	-3,38	-3,87	-4,67	-5,59	-6,66	-7,88	-9,30	
EBITDA	1,68	5,27	9,75	11,21	12,89	14,83	17,05	19,61	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	-2,89	-3,32	-3,83	-4,41	-5,07	-5,84	
Investitionen gesamt	-4,92	-2,16	0,36	0,67	0,79	0,93	1,09	1,28	
Investitionen in OAV	-5,24	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16	-0,17	-0,17	-0,17	
Investitionen in WC	0,31	-2,00	0,52	0,83	0,95	1,10	1,26	1,45	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-3,25	3,11	7,22	8,55	9,85	11,35	13,07	15,05	203,83

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	158,23	169,22
Barwert expliziter FCFs	46,09	47,08
Barwert des Continuing Value	112,15	122,14
Nettoschulden (Net debt)	-78,20	-80,78
Wert des Eigenkapitals	236,44	250,00
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	236,44	250,00
Ausstehende Aktien in Mio.	5,00	5,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	47,29	50,00

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Markttrisikoprämie	5,5%
Beta	1,39
Eigenkapitalkosten	8,9%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,9%

Kapitalrendite	WACC				
	8,3%	8,6%	8,9%	9,2%	9,5%
-149,9%	53,32	51,62	50,08	48,68	47,39
-149,7%	53,27	51,58	50,04	48,64	47,36
-149,4%	53,22	51,53	50,00	48,60	47,32
-149,2%	53,18	51,49	49,96	48,56	47,28
-148,9%	53,13	51,45	49,92	48,52	47,25

## 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,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 Jägg, E-Mail: 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**

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. 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](mailto: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](mailto:office@gbc-ag.de)