

Verve Group SE^{*5a;7;11}

Rating: Kaufen
Kursziel: 6,00 €
(bisher: 4,50 €)

Aktueller Kurs: 1,66
 20.06.24 / Xetra /
 (17:35 Uhr)
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: SE0018538068
 WKN: A3D3A1
 Börsenkürzel: VER / M8G
 Aktienanzahl³: 186,36
 Marketcap³: 183,14
 EnterpriseValue³: 486,69
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 54,6%

Transparenzlevel:
 Nasdaq First North Premier

Marktsegment:
 Freiverkehr
 (Open Market)

Rechnungslegung:
 IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsors:
 Kepler Cheuvreux
 mwb fairtrade
 Wertpapierhandelsbank AG

Analysten

Marcel Goldmann
 goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
 filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 7

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 24.06.2024 (10:29 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 24.06.2024 (12:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2024

Unternehmensprofil

Branche: Ad-Tech und Mobile-/Online Games

Fokus: Software Application

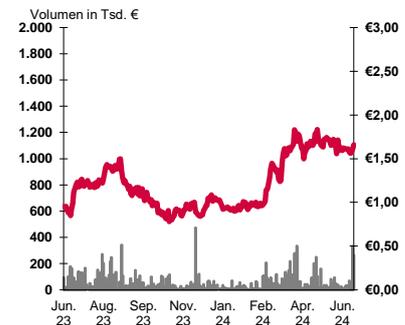
Mitarbeiter: >800

Gründung: 2011

Firmensitz: Stockholm (Schweden)

Vorstand: Remco Westermann (CEO), Paul Echt (CFO), Jens Knauber (COO), Sonja Lilienthal (CIO), Sameer Sondhi (CRO)

Die Verve Group SE (Verve) betreibt eine schnell wachsende, profitable Werbesoftware-Plattform, die die weltweite Nachfrage von Werbetreibenden mit dem Werbeangebot von Publishern zusammenführt und mit Hilfe von First-Party-Daten aus eigenen Online-Spielen die Werbeergebnisse verbessert. Verve ist hauptsächlich in Nordamerika und Europa tätig. Durch Investitionen in organisches Wachstum und Innovation sowie gezielte Übernahmen hat Verve einen One-Stop-Shop für programmatische Werbung aufgebaut, der es Unternehmen ermöglicht, Werbeplätze über alle digitalen Geräte (mobile Apps, Web, Connected TV und Digital Out of Home) zu kaufen und zu verkaufen, mit dem Ziel, Werbung besser zu machen. Verve ist als Societas Europaea in Schweden registriert (Registernummer 517100-0143) und ihre Aktien sind am Nasdaq First North Premier Growth Market in Stockholm und im Scale-Segment der Frankfurter Wertpapierbörse notiert. Das Unternehmen hat zwei besicherte Anleihen, die an der Nasdaq Stockholm und am Open Market der Frankfurter Börse notiert sind.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2023	31.12.2024e	31.12.2025e	31.12.2026e
Umsatzerlöse	321,98	380,12	475,91	596,79
Adj. EBITDA	95,20	115,52	154,87	197,88
EBITDA	128,46* ¹	108,92	148,77	191,58
Nettoergebnis (nach Minderheiten)	46,73* ¹	14,26	38,23	67,97

*¹ positiv beeinflusst durch einen Neubewertungssondereffekt i.H.V. 62,76 Mio. €

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,29	0,08	0,21	0,37
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,51	1,28	1,02	0,82
EV/ Adj. EBITDA	5,11	4,21	3,14	2,46
EV/EBITDA	3,79	4,47	3,27	2,54
KGV (nach Minderheiten)	3,92	12,84	4,79	2,69
KBV	0,52			

Finanztermine

29.08.2024: Halbjahresbericht GJ 2024
 28.11.2024: Quartalsbericht Q3 2024

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

04.03.2024: RS / 4,50 / KAUFEN

07.12.2023: RS / 4,05 / KAUFEN

11.09.2023: RS / 4,05 / KAUFEN

20.06.2023: RS / 5,30 / KAUFEN

08.03.2023: RS / 5,40 / KAUFEN

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

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

Jun-Übernahme sorgt für deutlichen Umsatz- und Ergebniszuwachs und eine signifikante Stärkung der Demand-Side; Die Integration des Zukaufs eröffnet erhebliche Umsatzsynergien; Deutliche Erhöhung der Prognosen und des Kursziels; „Kaufen“-Rating bestätigt

Am 18.06.2024 hat die Verve Group SE (Verve) die Vertragsunterzeichnung der vollständigen Übernahme der Jun Group, einem führenden Technologieunternehmen für mobile Werbung mit dem Schwerpunkt auf die Demand-Side und starke Geschäftsbeziehungen zu führenden US-Marken- und -Medienagenturen, bekanntgegeben.

Das Mobile-First-Demand-Side-Geschäft der Jun Group mit direktem Zugang zu mehr als 230 Fortune-500-Werbekunden und US-Agenturen stellt laut Unternehmensangaben eine perfekte Ergänzung zur marktführenden US-zentrierten Mobile-Supply-Side-Plattform dar. Die Akquisition wird zu einem ausgewogeneren Vertriebsmodell mit 30,0% (Demand-Side-Anteil bisher: ca. 10,0%) nachfrageseitigem Geschäft und zu 70,0% (Supply Side-Anteil bisher: ca. 90,0%) angebotsseitigen Geschäft führen. Die Jun Group verfügt über einen stark diversifizierten Kundenstamm (u.a. Amazon, McDonalds, Dell), der stetig wächst.

Diese transformative Transaktion wird die Größe und Profitabilität des Verve-Konzerns enorm steigern. So soll der Zukauf der Gruppe ca. 23,0% an Umsatzerlösen und ca. 43,0% an bereinigtem operativem Ergebnis (Adj. EBITDA) beisteuern, was auf Pro-forma-Basis zu einem erwarteten Konzernumsatz im aktuellen GJ 2024 von ca. 447,0 Mio. € und einem bereinigten EBITDA von ca. 151,0 Mio. € führen soll.

Der vereinbarte Gesamtkaufpreis für die Transaktion beläuft sich auf insgesamt 170 Mio. €. Laut eigenen Angaben werden 120 Mio. € des Kaufpreises aus vorhandenen Barmitteln gezahlt, wobei hierfür zuletzt eine Barkapitalerhöhung mit einem Bruttoemissionserlös von rund 40,0 Mio. € (27,11 Mio. neue Aktien zum Emissionspreis von ca. 1,48 €) durchgeführt wurde. Die übrigen 50,0 Mio. € der Kaufpreiszahlung sollen in zwei jährlichen Raten in 12 und 18 Monaten nach dem geplanten Closing im September 2024 geleistet werden. Durch die vollzogene Kapitalmaßnahme soll die angestrebte Kapitalstruktur mit einem mittelfristigen Pro-forma-Nettoverschuldungsgrad von 1,50 bis 2,50 erreicht werden.

Gemäß Unternehmensangaben beläuft sich damit der Kaufpreis inklusive erwarteter Synergieeffekte auf ein 3,8x EBITDA. Neben den signifikanten Kostensynergien (ca. 2,0 Mio. € im GJ 2024) erwartet die Verve-Group vor allem umfangreiche Synergien auf Umsatzebene (ca. 9,0 Mio. € im GJ 2024). So sollen umfangreiche Umsatzsynergien vor allem durch die Kombination der Produkt- und Kundenstrukturen und der verschiedenen Plattformen gehoben werden. Auf mittelfristige Sicht rechnet Verve mit Umsatzsynergiepotenzialen zwischen 30,0 Mio. € und 40,0 Mio. €. In Anbetracht der hohen Profitabilität (50,0% EBITDA-Marge aus 72,0 Mio. USD Umsatzerlösen im GJ 2023) und der signifikanten Wachstums- sowie Synergiepotenzialen der Jun Group stufen wir den Kaufpreis für die Transaktion als äußerst günstig ein.

In Bezug auf die künftige Finanzierungsstruktur und -konditionen geht Verve davon aus, dass aufgrund des starken (erwarteten) Cash-EBITDA (laut Unternehmensprognose ca. 80,0% im GJ 2025) sich zukünftig die Fähigkeit zum Abbau von Fremdkapital wesentlich verbessern wird. Entsprechend rechnet der Technologiekonzern damit, dass die erwarteten verbesserten Verschuldungskennzahlen die künftigen Finanzierungskosten senken werden, sobald die bestehenden Finanzschulden refinanziert werden. Bereits zum jetzigen Zeitpunkt lassen sich bei den bestehenden längerfristigen Anleihen (siehe z.B. Verve Group-Anleihe mit ISIN: SE0019892241) Rückgänge bei den Anleiherenditen beobachten, was auf zukünftig deutlich niedrigere Finanzierungsbedingungen hindeutet.

Prognosen und Bewertung

GuV in Mio. €	2023	2024e(neu)	2024e (alt)	2025e(neu)	2025e(alt)	2026e(neu)	2026e(alt)
Umsatz	321,98	380,12	352,18	475,91	389,51	596,79	437,03
Adj. EBITDA	95,20	115,52	106,68	154,87	119,45	197,88	136,97
EBITDA	128,46* ¹	108,92	100,08	148,77	113,35	191,58	130,67
Nettoergebnis (nach Minderh.)	46,73* ¹	14,26	13,97	38,23	22,03	67,97	34,01

Quelle: Verve Group SE; Schätzungen GBC AG *¹ positiv beeinflusst durch einen Neubewertungs-sondereffekt i.H.V. 62,76 Mio. €

Basierend auf der bekanntgegebenen transformativen Übernahme und dem starken ersten Halbjahr des aktuellen Geschäftsjahres, hat das Verve-Management seine bisherige Unternehmensguidance deutlich nach oben angepasst. Für das laufende Geschäftsjahr 2024 rechnet die Gesellschaft nun mit Konzernumsatzerlösen in Höhe von 380,0 Mio. € bis 400,0 Mio. € (zuvor: 350,0 Mio. € bis 370,0 Mio. €) und einem bereinigten EBITDA (Adj. EBITDA) in Höhe von 115,0 Mio. € bis 125,0 Mio. € (zuvor: 100,0 Mio. € bis 110,0 Mio. €).

Infolge der deutlich gestiegenen Konzerngröße und -profitabilität aktualisierte Verve ebenfalls seine mittelfristige Guidance. Die Technologiegesellschaft rechnet mit einem Umsatz-CAGR von 25,0% bis 30,0% (unverändert zu bisher) und einer EBITDA-Marge von 30,0% bis 35,0% (zuvor: 25,0% bis 30,0%) und einer EBIT-Marge von 20,0% bis 25,0% (zuvor: 15,0% bis 20,0%).

Vor dem Hintergrund des angehobenen Unternehmensausblicks und der erhöhten mittelfristigen Finanzziele, haben wir unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisschätzungen nach oben angepasst. Entsprechend rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2024 nun mit Umsatzerlösen in Höhe von 380,12 Mio. € (zuvor: 352,18 Mio. €) und einem EBITDA von 108,92 Mio. € (zuvor: 100,08 Mio. €). Für die Folgejahre 2025 und 2026 kalkulieren wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 475,91 Mio. € (zuvor: 389,51 Mio. €) und 596,79 Mio. € (zuvor: 437,03 Mio. €). Parallel hierzu sollten die operativen Ergebnisse (EBITDA) auf 148,77 Mio. € (zuvor: 113,35 Mio. €) und 191,58 Mio. € (zuvor: 130,67 Mio. €) zulegen können.

Insgesamt stellt die Jun-Akquisition einen guten strategischen Schritt dar, um das Geschäftsmodell des Konzerns Demand- and Supply-Side-spezifisch besser auszubalancieren und die sich hieraus ergebenden Vorteile gewinnbringend zu nutzen. Zudem wird die Verve-Gruppe durch diese Transaktion in punkto Konzernumsatzerlöse und -profitabilität auf die "nächste Stufe gehoben". Daneben ergeben sich durch die Integration des Zukaufs erhebliche Synergieeffekte, vor allem umsatzseitig, die sukzessive gehoben werden können.

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir aufgrund unserer angehobenen Umsatz- und Ergebnisschätzungen ebenfalls unser Kursziel auf 6,00 € (zuvor: 4,50 €) je Aktie deutlich erhöht. Kurszielmindernd wirkte hingegen der eingetretene Verwässerungseffekt infolge der durchgeführten Kapitalerhöhung (Anstieg der Aktienanzahl um 0,27 Mio. auf 186,36 Mio.). In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus vergeben wir weiterhin das Rating „Kaufen“ und sehen ein signifikantes Kurspotenzial in der Verve-Aktie.

Bewertung

Modell-Annahmen

Wir haben die Verve Group SE anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2024 bis 2026 in Phase 1, erfolgt von 2027 bis 2031 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0% (zuvor: 5,0%). Als EBITDA-Zielmarge haben wir 32,1% (zuvor: 30,3%) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0% in Phase 2 einbezogen. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,5% (zuvor: 2,5%).

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Verve 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 derzeit verwendete Wert für den risikofreien Zinssatz beträgt 2,5% (zuvor: 2,5%).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5% 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 1,36 (zuvor: 1,36).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,96% (zuvor: 9,96%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80,0% (zuvor: 80,0%) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,95% (zuvor: 8,95%).

Bewertungsergebnis

Der von uns ermittelte faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2024 entspricht als Kursziel 6,00 € je Aktie (zuvor: 4,50 € je Aktie). Unsere Kurszielerhöhung basiert primär aus unseren angehobenen Umsatz- und Ergebnisprognosen und den erhöhten Margenzielen. Entgegengesetzt wirkte hingegen der Verwässerungseffekt aufgrund der durchgeführten Kapitalmaßnahme und der damit verbundenen Erhöhung der Gesamtaktienanzahl (um 0,27 Mio. auf 186,36 Mio. Aktien).

DCF-Modell

Verve Group SE - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	32,1%	ewige EBITA - Marge	23,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	26,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	5,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	380,12	475,91	596,79	626,63	657,96	690,86	725,40	761,67	
US Veränderung	18,1%	25,2%	25,4%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	1,79	2,44	3,38	3,93	4,48	5,01	5,50	5,96	
EBITDA	108,92	148,77	191,58	201,16	211,22	221,78	232,87	244,52	
EBITDA-Marge	28,7%	31,3%	32,1%	32,1%	32,1%	32,1%	32,1%	32,1%	
EBITA	75,35	105,56	144,86	154,44	169,08	182,95	196,39	209,66	
EBITA-Marge	19,8%	22,2%	24,3%	24,6%	25,7%	26,5%	27,1%	27,5%	23,8%
Steuern auf EBITA	-22,61	-31,67	-43,46	-46,33	-50,72	-54,88	-58,92	-62,90	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	52,75	73,89	101,41	108,11	118,36	128,06	137,48	146,76	
Kapitalrendite	24,6%	33,3%	48,5%	55,6%	62,1%	71,3%	79,7%	87,3%	78,3%
Working Capital (WC)	9,15	13,99	17,88	31,33	32,90	34,54	36,27	38,08	
WC zu Umsatz	2,4%	2,9%	3,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Investitionen in WC	-17,71	-4,84	-3,89	-13,45	-1,57	-1,64	-1,73	-1,81	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	212,87	195,16	176,64	159,32	146,83	137,91	131,79	127,78	
AFA auf OAV	-33,57	-43,21	-46,72	-46,72	-42,14	-38,84	-36,48	-34,86	
AFA zu OAV	15,8%	22,1%	26,4%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	
Investitionen in OAV	-23,90	-25,50	-28,20	-29,40	-29,65	-29,92	-30,35	-30,85	
Investiertes Kapital	222,02	209,15	194,52	190,65	179,73	172,46	168,06	165,86	
EBITDA	108,92	148,77	191,58	201,16	211,22	221,78	232,87	244,52	
Steuern auf EBITA	-22,61	-31,67	-43,46	-46,33	-50,72	-54,88	-58,92	-62,90	
Investitionen gesamt	-196,61	-96,34	-57,09	-42,85	-31,22	-31,56	-32,08	-32,66	
Investitionen in OAV	-23,90	-25,50	-28,20	-29,40	-29,65	-29,92	-30,35	-30,85	
Investitionen in WC	-17,71	-4,84	-3,89	-13,45	-1,57	-1,64	-1,73	-1,81	
Investitionen in Goodwill	-155,00	-66,00	-25,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-110,30	20,76	91,04	111,98	129,28	135,33	141,88	148,95	1950,89

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	1599,81	1722,17
Barwert expliziter FCFs	528,91	555,46
Barwert des Continuing Value	1070,90	1166,71
Nettoschulden (Net debt)	481,69	512,02
Wert des Eigenkapitals	1118,12	1210,15
Fremde Gewinnanteile	-0,20	-0,22
Wert des Aktienkapitals	1117,92	1209,93
Ausstehende Aktien in Mio.	186,36	186,36
Fairer Wert der Aktie in EUR	6,00	6,49

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,36
Eigenkapitalkosten	10,0%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,9%

Kapitalrendite	WACC				
	8,3%	8,6%	8,9%	9,2%	9,5%
77,8%	6,79	6,36	5,96	5,60	5,28
78,1%	6,82	6,38	5,98	5,62	5,29
78,3%	6,84	6,40	6,00	5,64	5,31
78,6%	6,86	6,42	6,02	5,66	5,33
78,8%	6,88	6,44	6,04	5,67	5,34

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:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<https://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:

<https://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,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 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, 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:

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