

The NAGA Group AG ^{*5a;11}

KAUFEN

Kursziel: 1,75 EUR
(bisher: 1,86 EUR)

Aktueller Kurs: 0,70
21.11.19 / XETRA / 9:02 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A161NR7
WKN: A161NR
Börsenkürzel: N4G
Aktienzahl³: 40,20
Marketcap³: 28,14
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: ca. 8%

Transparenzlevel:
Scale
Marktsegment:
Open Market

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahresende: 31.12.

Designated Sponsor:
Oddo Seydler Bank AG

Analysten:

Dario Maugeri
maugeri@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 7

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 21.11.19 (10:01 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 21.11.19 (14:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2020

Branche: FinTech

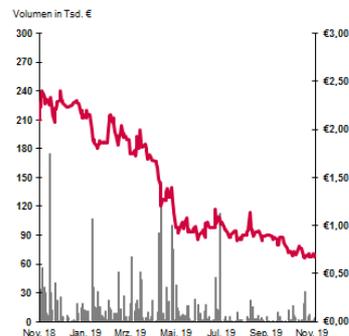
Fokus: Social Trading und Investitionen in Finanzinstrumente, Kryptowährungen und virtuelle Güter

Mitarbeiter:: Ø 91,5 (2018)

Gründungsjahr: 2015

Firmensitz: Hamburg

Vorstand: Benjamin Bilski, Andreas Luecke



Die THE NAGA GROUP (NAGA) wurde im August 2015 von Benjamin Bilski und Yasin Sebastian Qureshi gegründet. Zum Ziel gesetzt hat sich das Unternehmen die Entwicklung, Vermarktung und das Wachstum disruptiver Anwendungen für Finanztechnologie voranzutreiben und damit aktiv am Wandel und an der Öffnung des bestehenden Finanzsystems mitzuwirken.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2018	31.12.2019e	31.12.2020e	31.12.2021e
Umsatz	16,12	4,70	10,61	14,66
EBITDA	0,27	-6,47	-0,02	3,64
EBIT	-4,82	-10,67	-4,32	-0,66
Jahresüberschuss	-4,10	-10,60	-4,30	-0,64

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,10	-0,26	-0,11	-0,02
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,28	4,39	1,94	1,41
EV/EBITDA	76,08	neg.	neg.	5,66
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.
KGV	neg.	neg.	neg.	neg.
KBV	0,24			

Finanztermine

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

29.10.19: RS / 1,86 EUR / KAUFEN

11.12.18: RS / 5,15 EUR / 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“

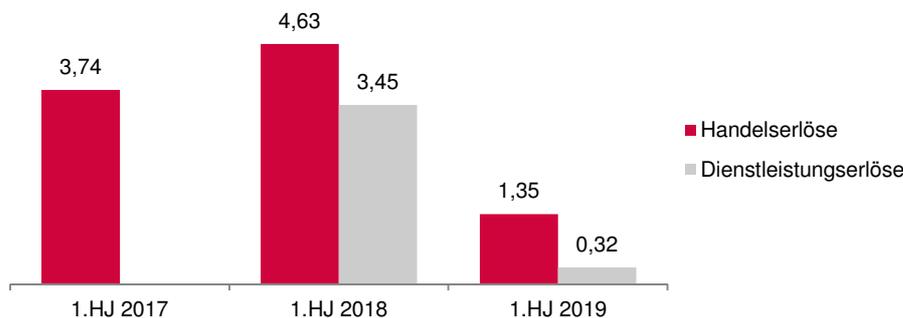
GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2019

GuV (in Mio. €)	1.HJ 2017	1.HJ 2018	1.HJ 2019
Umsatzerlöse	3,74	8,08	1,67
davon Handelserlöse	3,74	4,63	1,35
davon Dienstleistungserlöse	0,00	3,45	0,32
EBITDA	-1,25	2,20	-4,58
EBIT	-3,63	-0,06	-6,77
Nachsteuerergebnis	-3,90	-0,02	-6,69

Quelle: The NAGA Group AG; GBC AG

Wie erwartet hat die The NAGA Group AG (NAGA) im ersten Halbjahr 2019 deutlich rückläufige Umsatzerlöse präsentiert. Bereits mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2018 hatte das NAGA-Management den nahezu vollständigen Wegfall der Dienstleistungserlöse angekündigt, die im vergangenen Geschäftsjahr in erster Linie mit dem Vertrieb und der Abwicklung des Naga Coins (NGC) erzielt wurden. Parallel dazu sind die Handelserlöse des Brokerage-Geschäftes ebenfalls stark auf 1,35 Mio. € (VJ: 4,63 Mio. €) gefallen. Einerseits hatte die geringere Marktvolatilität für ein allgemein rückläufiges Geschäft gesorgt. Auf der anderen Seite hatten neue ESMA-Regeln rückläufige Margen im CFD-Handel nach sich gezogen, was sich ebenfalls belastend auf die Handelserlöse ausgewirkt hatte.

Entwicklung der Halbjahres-Umsätze (in Mio. €)



Quelle: The NAGA Group; GBC AG

Die ersten sechs Monate 2019 standen bei der NAGA zudem im Zeichen des im April 2019 angekündigten und begonnenen Restrukturierungsprogrammes, welches bis zum Ende des Berichtszeitraums laut Unternehmensangaben größtenteils umgesetzt und abgeschlossen wurde. Diesbezüglich wurde die Konzentration der operativen Aktivitäten auf den Hauptstandort in Limassol umgesetzt sowie Personal an den Standorten in Hamburg und Spanien abgebaut. Darüber hinaus wurde die Management-Ebene verschlankt. Es sollen dabei Kosteneinsparungen von insgesamt 60 – 70 % (bezogen auf die operativen Kosten des Geschäftsjahres 2018) erzielt werden. Zusätzlich zu den umgesetzten Reorganisationsmaßnahmen wurde auch auf Produktebene eine neue Strategie implementiert. NAGA-Produkte werden nunmehr über eine einheitliche Plattform angeboten, wobei ein starker Fokus auf dem klassischen Wertpapierhandel sowie auf der eigenen social Trading Plattform „NAGA Trader“ vorliegt.

Die umgesetzte Restrukturierung ist erwartungsgemäß mit hohen Einmalkosten (Abfindungen, Abstandszahlungen etc.) einhergegangen. Die erzielten Einspareffekte sind zudem noch nicht voll zum Tragen gekommen, so dass auf Basis der deutlich niedrigeren Umsatzerlöse ein starker EBIT-Rückgang auf -6,77 Mio. € (VJ: -0,06 Mio. €) verzeichnet wurde.

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

GuV (in Mio, €)	GJ 2018	GJ 2019e (alt)	GJ 2019 (neu)	GJ 2020e	GJ 2021e
Umsatzerlöse	16,12	7,70	4,70	10,61	14,66
EBITDA	0,27	-3,07	-6,47	-0,02	3,64
EBIT	-4,82	-7,27	-10,67	-4,32	-0,66
Jahresüberschuss	-4,10	-7,20	-10,60	-4,30	-0,64

Quelle: GBC AG

Dass im ersten Halbjahr 2019 ein jeweils deutlicher Umsatz- und Ergebnisrückgang erreicht wird, war vom NAGA-Management bereits im Vorfeld kommuniziert worden. Jedoch sind die Umsatzerlöse und daraus resultierend das operative Ergebnis stärker zurückgegangen als von uns erwartet, weswegen wir für das laufende Geschäftsjahr unsere bisherigen Prognosen nach unten anpassen. Insgesamt gehen wir aber davon aus, dass im zweiten Halbjahr 2019 eine deutliche Verbesserung der Handelserträge erreicht wird sowie die kostensparenden Effekte aus der größtenteils umgesetzten Neustrukturierung der Gesellschaft stärker zum Tragen kommen sollten.

Die Verbesserung der Handelserträge dürfte unter anderem auch vom bereits gestarteten internationalen Roll-Out der NAGA-Plattform unterstützt werden. Im Rahmen einer Marktoffensive in Thailand, Malaysia, Indonesien und Vietnam konnten bereits erste Erfolge erzielt werden. So kletterten in diesen Regionen beispielsweise die monatlichen Einlagen auf 3,52 Mio. € (zuvor: rund 1,8 Mio. €), die monatlichen Transaktionen um über 65 % auf 388.000 sowie das Handelsvolumen von monatlich durchschnittlich 2,5 Mrd. € auf über 4,6 Mrd. €. Sowohl im zweiten Halbjahr als auch für die kommenden Geschäftsjahre ist mit positiven Umsatz- und Ergebnisimpulsen aus diesen neu erschlossenen Regionen zu rechnen.

Grundsätzlich rechnen wir für die kommenden Geschäftsjahre mit einem Anstieg der Kundenanzahl. Hierfür spielt das derzeit forcierte Partnerprogramm eine wesentliche Rolle, womit die Kundenakquisitionskosten niedrig gehalten werden sollen sowie die internationale Vermarktung des NAGA Traders umgesetzt werden soll. Wir rechnen in den beiden kommenden Geschäftsjahren mit einem starken Anstieg der Handelserlöse sowie darauf aufbauend mit einer sukzessiven Verbesserung der Ergebnissituation.

Wichtig ist für die Gesellschaft auch die Sicherstellung der weiteren Finanzierung. Dabei ist der angekündigte Schritt von Fosun zur Übernahme der Mehrheit und Durchführung einer weiteren Finanzierung u.E. essentiell wichtig. Lt. Meldung vom 29.8.2019 hat der Hauptaktionär Fosun seine Beteiligung erhöht, um Mehrheitsaktionär zu werden. Im Zuge des Investment von Fosun ist beabsichtigt, dass das Naga-Führungsteam eine bedeutende Anzahl Aktien von anderen Aktionären erwirbt. Die Aktien werden von den früheren Aktionären der Hanseatic Brokerhouse Securities AG an Fosun, das NAGA Führungsteam und andere Investoren verkauft. Im Anschluss will Fosun der Gesellschaft lt. Meldung weiteres Wachstumskapital von EUR 5 Mio. zur Verfügung zu stellen. EUR 3 Mio. werden über ein Gesellschafterdarlehen und EUR 2 Mio. über eine Wandelanleihe investiert. Die Transaktion bedarf der Zustimmung der Regulierungsbehörden und soll erwartungsgemäß Anfang des 4. Quartals 2019 vollzogen werden.

Im Rahmen des um die reduzierten 2019er Prognosen angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel von 1,75 € (bisher: 1,86 €) je Aktie ermittelt. Weiterhin vergeben wir das Rating KAUFEN.

Bewertung

Modellannahmen

Die The NAGA Group AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019 - 2021 in Phase 1, erfolgt von 2022 bis 2026 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 25,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 28,2 % angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der noch bestehenden Verlustvorträge erst ab Phase 3 mit 30,0 % 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 3,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der The NAGA Group AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

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

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 1,65 (bisher: 1,65). Das höhere Beta trägt dem zwischenzeitlich deutlich höheren Prognoserisiko Rechnung. Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,08 % (bisher: 10,08 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikolosen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,08 % (bisher: 10,08 %).

Bewertungsergebnis

Als Resultat der veränderten Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2019 ergibt sich ein neues Kursziel in Höhe von 1,75 € (bisher: 1,86 €). Wir haben dabei die erfolgreiche Durchführung der Finanzierungsmaßnahme durch Fosun unterstellt und damit handelt es sich um eine Post-Money-Bewertung.

The NAGA Group AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	25,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	28,2%	ewige EBITA - Marge	24,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	23,7%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	17,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	4,70	10,61	14,66	18,33	22,91	28,63	35,79	44,74	
US Veränderung	-70,8%	125,7%	38,2%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,29	0,82	1,47	2,08	2,89	3,94	5,31	7,05	
EBITDA	-6,47	-0,02	3,64	5,17	6,46	8,07	10,09	12,62	
EBITDA-Marge	-137,7%	-0,1%	24,8%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	
EBITA	-10,67	-4,32	-0,66	2,80	4,37	6,19	8,37	11,02	
EBITA-Marge	-227,0%	-40,7%	-4,5%	15,3%	19,1%	21,6%	23,4%	24,6%	24,1%
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
zu EBITA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-10,67	-4,32	-0,66	2,80	4,37	6,19	8,37	11,02	
Kapitalrendite	-63,8%	-24,5%	-4,4%	22,4%	36,6%	52,3%	69,1%	85,9%	55,7%
Working Capital (WC)	1,50	2,00	2,50	3,12	3,89	4,87	6,08	7,61	
WC zu Umsatz	31,9%	18,9%	17,1%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	
Investitionen in WC	-0,34	-0,50	-0,50	-0,62	-0,78	-0,97	-1,22	-1,52	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	16,10	13,00	10,00	8,83	7,94	7,26	6,74	6,34	
AFA auf OAV	-4,20	-4,30	-4,30	-2,37	-2,09	-1,88	-1,72	-1,60	
AFA zu OAV	26,1%	33,1%	43,0%	23,7%	23,7%	23,7%	23,7%	23,7%	
Investitionen in OAV	-4,74	-1,20	-1,30	-1,20	-1,20	-1,20	-1,20	-1,20	
Investiertes Kapital	17,60	15,00	12,50	11,95	11,83	12,13	12,82	13,95	
EBITDA	-6,47	-0,02	3,64	5,17	6,46	8,07	10,09	12,62	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen gesamt	-5,08	-1,70	-1,80	-1,82	-1,98	-2,17	-2,42	-2,72	
Investitionen in OAV	-4,74	-1,20	-1,30	-1,20	-1,20	-1,20	-1,20	-1,20	
Investitionen in WC	-0,34	-0,50	-0,50	-0,62	-0,78	-0,97	-1,22	-1,52	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-11,55	-1,72	1,84	3,35	4,48	5,90	7,68	9,90	103,82

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	71,53	80,46
Barwert expliziter FCFs	18,54	22,12
Barwert des Continuing Value	52,99	58,33
Nettoschulden (Net debt)	-1,05	0,65
Wert des Eigenkapitals	72,57	79,81
Fremde Gewinnanteile	-0,51	-0,56
Wert des Aktienkapitals	72,06	79,24
Ausstehende Aktien in Mio.	45,20	45,20
Fairer Wert der Aktie in EUR	1,59	1,75

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,65
Eigenkapitalkosten	10,1%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%

WACC **10,1%**

Kapitalrendite	WACC				
	8,1%	9,1%	10,1%	11,1%	12,1%
53,7%	2,39	1,99	1,70	1,49	1,33
54,7%	2,43	2,02	1,73	1,51	1,35
55,7%	2,47	2,05	1,75	1,53	1,37
56,7%	2,51	2,08	1,78	1,55	1,38
57,7%	2,55	2,11	1,80	1,57	1,40

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 und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Dario Maugeri, M.Sc., Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, 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