

BITCOIN GROUP SE*5a,11

Rating: KAUFEN
Kursziel: 55,00 €
(bisher: 58,00 €)

aktueller Kurs: 20,30
27.09.23 / XETRA / 11:04 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1TNV91
WKN: A1TNV9
Börsenkürzel: ADE
Aktienanzahl³: 5,00
Marketcap³: 101,50
EnterpriseValue³: -3,11
³ 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:
28.09.2023 (11:00 Uhr)
Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie:
28.09.2023 (13:00 Uhr)
Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2024

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 6

Unternehmensprofil

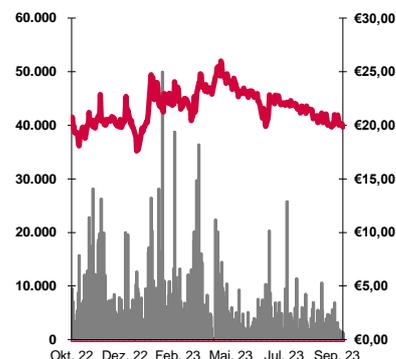
Branche: Software
Fokus: Holding im Bereich Cryptocurrencies

Mitarbeiter: 35 Stand: 31.12.2022

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	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e
Umsatz	25,39	8,34	7,03	13,57
EBITDA	19,75	1,37	-0,08	5,31
EBIT	19,74	-3,76	-0,22	5,18
Jahresüberschuss	13,37	-2,41	-0,20	3,37

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	2,67	-0,48	-0,04	0,67
Dividende je Aktie	0,00	0,10	0,10	0,10

Kennzahlen				
EV/Umsatz	-0,12	-0,37	-0,44	-0,23
EV/EBITDA	-0,16	-2,27	38,52	-0,58
EV/EBIT	-0,16	0,83	14,08	-0,60
KGV	7,59	-42,13	-509,51	30,08
KBV		0,93		

Finanztermine

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
09.08.2023: RS / 58,00 / KAUFEN
07.12.2022: RS / 50,00 / KAUFEN
11.08.2022: RS / 80,00 / KAUFEN
02.11.2021: RS / 120,00 / 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 2023

in Mio. €	1. HJ 2021	1. HJ 2022	1. HJ 2023
Umsatzerlöse	17,70	5,60	5,62
EBITDA	14,44	2,74	-0,56
<i>EBITDA-Marge</i>	81,6%	48,9%	-10,0%
EBIT	14,03	-2,24	1,79
<i>EBIT-Marge</i>	79,2%	-39,9%	31,9%
Jahresüberschuss	10,17	-2,21	1,88
EPS in €	2,03	-0,44	0,38

Quelle: Bitcoin Group SE, GBC AG

Im ersten Halbjahr 2023 verzeichnete die Bitcoin Group SE Umsatzerlöse in Höhe von 5,62 Mio. €, im Vergleich zu 5,60 Mio. € im gleichen Zeitraum des Vorjahres. Dies zeigt, dass die Handelsaktivität auf Bitcoin.de gegenüber dem ersten Halbjahr 2022 konstant blieb, wobei diese immer noch auf einem niedrigen Niveau liegt. Zudem macht die geringere Volatilität der Kryptomärkte das Trading für viele Anleger weniger attraktiv. Der Bitcoin-Markt zeigt derzeit eine bemerkenswerte Stabilität, welche von historisch niedrigen Werten bei der Volatilität geprägt ist. Dennoch stieg der Bitcoin-Kurs im ersten Halbjahr deutlich an und verbesserte sich um 80,0% von rund 15.500 BTC/EUR am 01.01.2023 auf 27.900 BTC/EUR zum 30.06.2023.

Das EBITDA belief sich im ersten Halbjahr auf -0,56 Mio. €, verglichen mit 2,74 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Dieser Rückgang ist hauptsächlich auf höhere Personalkosten und insbesondere auf Sonderkosten von 2,62 Mio. € für die zuvor geplante Integration „von der Heydt Bank“ zurückzuführen. Ursprünglich hatte die Bitcoin Group geplant, die „von der Heydt Bank“ zu übernehmen, hatte sich jedoch dagegen entschieden. Dies scheint im Nachhinein die richtige Entscheidung gewesen zu sein, da die Heydt Bank nun vor der Abwicklung steht. Das EBIT stieg auf 1,79 Mio. € (VJ: -2,24 Mio. €) auch aufgrund von Wertauffholungen in Höhe von 2,73 Mio. €. Im Vorjahr kam es durch Wertberichtigungen von Kryptowährungen im Eigenbestand zu Abschreibungen in Höhe von 4,98 Mio. €. Schlussendlich lag das Ergebnis pro Aktie bei 0,38 €, gegenüber -0,44 € im Vorjahr.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2023

in Mio. €	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Eigenkapital	151,65	73,35	109,27
EK-Quote (in %)	73,0%	77,2%	75,2%
Operatives Anlagevermögen	1,50	1,43	1,30
Working Capital	-6,69	-1,23	-1,57
Net Cash	20,57	14,79	14,61

Quelle: Bitcoin Group SE, GBC AG

Die finanzielle Situation der Bitcoin Group bleibt stabil. Zum 30.06.2023 stieg das Eigenkapital auf 109,27 Mio. € (31.12.2022: 73,35 Mio. €). Demgegenüber verminderte sich die die Eigenkapitalquote marginal auf 75,2%, im Vergleich zu 77,2% zum 31.12.2022. Hintergrund des Eigenkapitalanstiegs ist die positive Kursentwicklung der Kryptowährungen im ersten Halbjahr 2023 und der damit einhergehende Anstieg der Krypto-Bestände der Bitcoin Group.

Die Krypto-Eigenbestände haben zum 30.06.2023 deutlich auf 121,86 Mio. € (31.12.2022: 70,77 Mio. €) zugelegt. Abzüglich der latenten Steuerschulden in Höhe von 30,96 Mio. € (31.12.2022: 16,35 Mio. €) lagen somit die Netto-Krypto-Eigenbestände bei 90,90 Mio. € (31.12.2022: 54,42 Mio. €).

Prognose und Bewertung

GuV (in Mio. €)	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatzerlöse	8,34	7,03	13,57
EBITDA	1,37	-0,08	5,31
EBITDA-Marge	16,4%	-1,1%	39,2%
EBIT	-3,76	-0,22	5,18
EBIT-Marge	-45,0%	-3,1%	38,1%
Jahresüberschuss	-2,41	-0,20	3,37
EPS in €	-0,48	-0,04	0,67

Quelle: GBC AG

Umsatzprognose

Im Zuge der Halbjahreszahlen 2023 hat die Gesellschaft ihre Guidance bestätigt. Das Management der Bitcoin Group prognostiziert für das Geschäftsjahr 2023 einen Anstieg der registrierten Nutzer auf 1.065.000, erwartet jedoch einen leichten Umsatzrückgang. Der Vorstand sieht aufgrund der aktuellen geopolitischen und regulatorischen Unsicherheiten ein herausforderndes Umfeld, bleibt jedoch zuversichtlich für die weitere Entwicklung. Die Sicherheits- und Transparenzstandards des Unternehmens tragen zur wachsenden Kundenbasis bei und es wird eine EU-weite einheitliche Regulierung angestrebt, um die Expansion voranzutreiben. Die Bitcoin Group plant Maßnahmen zur Verbesserung der Usability und Kundenerfahrung, um das Potenzial des gewachsenen Kundenstamms besser zu nutzen.

Das Bitcoin Stock-to-Flow-Modell, welches die Knappheit von Bitcoin misst, deutet auf eine mögliche positive Preisentwicklung hin, insbesondere im Zusammenhang mit dem bevorstehenden Bitcoin-Halbierungsevent im Jahr 2024. Bei einer Bitcoin-Halbierung wird die Belohnung für das Minen neuer Bitcoin-Blöcke halbiert, wodurch das tägliche Angebot an neuen Bitcoins reduziert wird. Historisch gesehen, führten Halbierungen oft zu einem Anstieg des Bitcoin-Preises, da das reduzierte Angebot bei gleichbleibender oder steigender Nachfrage den Wert steigen lassen kann.

Die verlorene Partnerschaft mit der Fidor Bank könnte sich demgegenüber negativ auf die Umsätze im Jahr 2023 auswirken. Die Bitcoin Group ist jedoch proaktiv auf der Suche nach einem neuen Partner für den Expresshandel und befindet sich diesbezüglich in vielversprechenden Gesprächen.

Wir bestätigen unsere Prognosen und für das Geschäftsjahr 2023 und erwarten unverändert Umsatzerlöse in Höhe von 7,03 Mio. €, gefolgt von 13,57 Mio. € für das Jahr 2024.

Ergebnisprognose

Die Bitcoin Group hat im Mai 2023 entschieden, die Übernahme des Bankhauses „von der Heydt“ nicht fortzusetzen, da sie keinen Mehrwert für das Unternehmen und seine Aktionäre sieht. Dieser Schritt verursachte zusätzliche Kosten, die das Jahresergebnis 2023 beeinflussen werden. Basierend auf dem niedrigen Umsatzniveau gehen wir davon aus, dass das EBITDA im Jahr 2023 auf -0,08 Mio. € zurückgehen und erst im Geschäftsjahr 2024 mit einem von uns prognostizierten EBITDA in Höhe von 5,31 Mio. € wieder positiv ausfallen wird. Die Entwicklung des EBITDA spiegelt sich fast vollständig im Nettoergebnis wider. Für das laufende Geschäftsjahr 2023 erwarten wir ein Nettoergebnis von -0,20 Mio. € und für das Jahr 2024 in Höhe von 3,37 Mio. €. Es besteht die Möglichkeit, dass das Unternehmen einen Teil seiner Krypto-Eigenbestände verkauft, um das Nettoergebnis zu verbessern. In unserem Prognosemodell haben wir jedoch keine Veräußerung berücksichtigt.

Bewertung

Modellannahmen

Die Bitcoin Group SE wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2023 - 2024 in Phase 1 erfolgt von 2025 bis 2030 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 72,6% 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. Der von uns verwendete risikolose Zinssatz liegt bei 2,00% (bisher: 2,00%)

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 1,39.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,70% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,70%.

Der Kryptobestand des Unternehmens betrug zum 30.06.2023 121,86 Mio. €. Nach Abzug der latenten Steuerschulden in Höhe von 30,96 Mio. € ergibt sich ein Netto-Kryptobestand von 90,90 Mio. €. Aufgrund des leichten Rückgangs vieler Kryptowährungen zum 30.06.2023 schätzen wir den Kryptobestand auf rund 115 Mio. €. Unter Berücksichtigung der ebenfalls gesunkenen latenten Steuerschulden prognostizieren wir einen aktuellen Netto-Kryptobestand von 85 Mio. €. Wir addieren den Netto-Kryptobestand zum Netto-Cash.

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 55,00 € (bisher: 58,00 €) ermittelt. Unsere G&V-Prognosen blieben unverändert, jedoch gehen wir davon aus, dass sich der Netto-Kryptobestand von etwa 100 Mio. € auf rund 85 Mio. € reduziert hat. Entsprechend kam es zu einer leichten Kursziel-Reduktion.

Bitcoin Group SE - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	15,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	72,6%	ewige EBITA - Marge	72,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	8,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	-15,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final End- wert
	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	
Umsatz (US)	7,03	13,57	15,61	17,95	20,64	23,73	27,29	31,39	2,0%
<i>US Veränderung</i>	-15,7%	93,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	4,77	8,94	10,08	11,37	12,83	14,48	16,36	18,48	
EBITDA	-0,08	5,31	11,34	13,04	14,99	17,24	19,83	22,80	
<i>EBITDA-Marge</i>	-1,1%	39,2%	72,6%	72,6%	72,6%	72,6%	72,6%	72,6%	
EBITA	-0,22	5,18	11,21	12,91	14,87	17,11	19,70	22,67	
<i>EBITA-Marge</i>	-3,1%	38,1%	71,9%	72,0%	72,0%	72,1%	72,2%	72,2%	
Steuern auf EBITA	0,07	-1,75	-3,36	-3,87	-4,46	-5,13	-5,91	-6,80	
<i>zu EBITA</i>	32,2%	33,9%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
EBI (NOPLAT)	-0,15	3,42	7,85	9,04	10,41	11,98	13,79	15,87	
Kapitalrendite	-74,2%	780,7%	-1631,4%	-1141,0%	934,7%	805,5%	717,5%	654,2%	537,8%
Working Capital (WC)	-1,04	-2,00	-2,34	-2,69	-3,10	-3,56	-4,09	-4,71	
<i>WC zu Umsatz</i>	-14,7%	-14,7%	-15,0%	-15,0%	-15,0%	-15,0%	-15,0%	-15,0%	
<i>Investitionen in WC</i>	-0,19	0,96	0,34	0,35	0,40	0,46	0,53	0,61	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	1,47	1,52	1,55	1,58	1,61	1,64	1,67	1,70	
<i>AFA auf OAV</i>	-0,14	-0,14	-0,12	-0,12	-0,13	-0,13	-0,13	-0,13	
<i>AFA zu OAV</i>	9,5%	9,1%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,18	-0,18	-0,15	-0,15	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16	
Investiertes Kapital	0,44	-0,48	-0,79	-1,11	-1,49	-1,92	-2,43	-3,01	
EBITDA	-0,08	5,31	11,34	13,04	14,99	17,24	19,83	22,80	
Steuern auf EBITA	0,07	-1,75	-3,36	-3,87	-4,46	-5,13	-5,91	-6,80	
Investitionen gesamt	-0,38	0,78	0,19	0,20	0,25	0,31	0,37	0,45	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,18	-0,18	-0,15	-0,15	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16	
<i>Investitionen in WC</i>	-0,19	0,96	0,34	0,35	0,40	0,46	0,53	0,61	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-0,39	4,34	8,16	9,36	10,78	12,41	14,29	16,45	212,06

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	161,17	172,40
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	49,97	50,46
<i>Barwert des Continuing Value</i>	111,20	121,94
Nettoschulden (Net debt)	-98,83	-102,60
Wert des Eigenkapitals	260,00	275,00
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	260,00	275,00
Ausstehende Aktien in Mio.	5,00	5,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	52,00	55,00

Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	2,0%
<i>Markttrisikoprämie</i>	5,5%
Beta	1,39
Eigenkapitalkosten	9,7%
<i>Zielgewichtung</i>	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
<i>Zielgewichtung</i>	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	9,7%

Kapitalrendite	WACC				
	9,1%	9,4%	9,7%	10,0%	10,3%
-538,3%	57,98	56,44	55,02	53,72	52,52
-538,0%	57,97	56,43	55,01	53,71	52,51
-537,8%	57,96	56,41	55,00	53,70	52,50
-537,5%	57,94	56,40	54,99	53,69	52,49
-537,3%	57,93	56,39	54,98	53,68	52,48

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



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