

Verve Group SE*5a,5b,7,11

Rating: KAUFEN
Kursziel: 6,70 €
(bisher: 6,60 €)

Aktueller Kurs: 3,76
04.12.2024 / Xetra
(Schlusskurs)

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: SE0018538068
WKN: A3D3A1

Börsenkürzel: VER / M8G
Aktienanzahl³: 186,36
Marketcap³: 700,71
Enterprise Value³: 1.004,26
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 54,6%

Transparenzlevel:
Nasdaq First North Premier

Marktsegment:
Freiverkehr
(Open Market)

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Kepler Cheuvreux
mwb fairtrade
Wertpapierhandelsbank AG

Analysten:

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 8

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 05.12.2024 (9:01 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 05.12.2024 (10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2025

Unternehmensprofil

Branche: Ad-Tech und Mobile-/Online Games

Fokus: Software Application

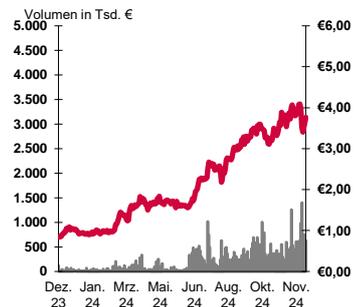
Mitarbeiter: >800

Gründung: 2011

Firmensitz: Stockholm (Schweden)

Vorstände: Remco Westermann (CEO), Paul Echt (CFO), Jens Knauber (COO), Alex Stil (COO), 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 und der Integration in über 65.000 Apps, die Werbeergebnisse verbessert. Verve generiert 80,0% seiner Umsätze in den USA. Durch Investitionen in organisches Wachstum und Innovation sowie gezielte Übernahmen hat Verve einen One-Stop-Shop für programmatische Werbung aufgebaut, der es Unternehmen ermöglicht, Werbepplätze über alle schnell wachsenden emerging media channels (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	410,02	502,11	596,79
Bereinigtes EBITDA (Adj. EBITDA)	95,20	128,11	162,94	197,88
EBITDA	128,46* ¹	121,51	156,84	191,58
Nettoergebnis (nach Minderheiten)	46,73* ¹	23,22	43,88	67,97

*¹ positiv beeinflusst durch einen Neubewertungseffekt i.H.v. 62,76 Mio. €

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie (EPS)	0,29	0,13	0,24	0,37
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	3,12	2,45	2,00	1,68
EV/Adj. EBITDA	10,55	7,84	6,16	5,08
EV/EBITDA	7,82	8,26	6,40	5,24
KGV (nach Minderheiten)	14,99	30,18	15,97	10,31
KBV	1,99			

Finanztermine	**letzter Research von GBC:
	Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
	09.09.2024: RS / 6,60 / KAUFEN
	24.06.2024: RS / 6,00 / KAUFEN
	04.03.2024: RS / 4,50 / KAUFEN
	07.12.2023: RS / 4,05 / KAUFEN
	11.09.2023: RS / 4,05 / 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“

9-Monate 2024: Dynamische Umsatz- und Ergebnisentwicklung; Mobile In-App-Werbung und ID-lose Werbelösungen sorgen für starkes organisches Wachstum; GBC-Schätzungen & Kursziel erhöht

GuV (in Mio. €)	9M 2022	9M 2023	9M 2024
Umsatzerlöse	231,55	223,27	292,78
EBITDA (EBITDA-Marge)	58,28 (25,2%)	101,15* ¹ (45,3%)	84,45 (28,8%)
Bereinigtes EBITDA (Adj. EBITDA-Marge)	61,70 (26,6%)	63,50 (28,4%)	84,80 (29,0%)
Nettoergebnis (nach Minderheiten)	8,77	41,83* ¹	14,49
EPS in €	0,06	0,23	0,07

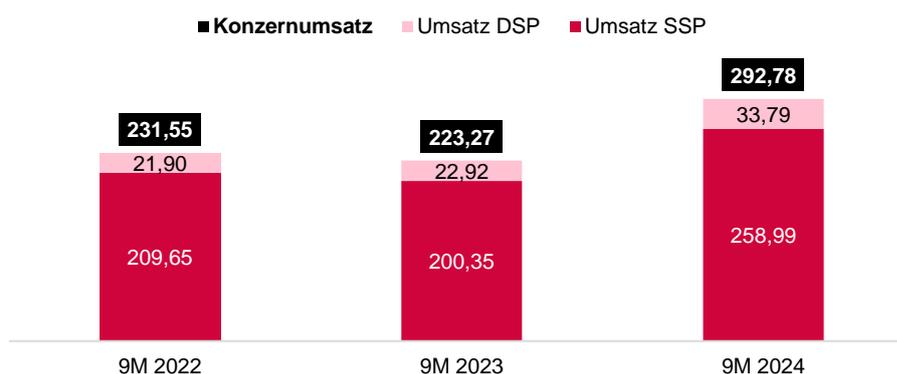
Quelle: Verve Group SE; GBC AG *¹ positiv beeinflusst von einer Neubewertung der AxesIn-Motion earn-out Zahlungsverbindlichkeit (Sondereffekt von 62,76 Mio. €)

Geschäftsentwicklung 9M 2024

Am 28.11.2024 hat die Verve Group (SE) ihre 9-Monats- bzw. Q3-Zahlen für das aktuelle Geschäftsjahr veröffentlicht. Hiernach konnte der Ad-Tech-Konzern in den vergangenen neun Monaten dank seiner starken Marktpositionierung, v.a. mit innovativen Kundenlösungen (z.B. ATOM oder Moments.AI) im mobilen Werbesegment, deutlich von der Werbekampanie profitieren und hierbei einen dynamischen Anstieg der digitalen Konzernumsatzerlöse um 31,1% auf 292,78 Mio. € (9M 2023: 223,27 Mio. €) erzielen.

Angetrieben wurde das Wachstum hauptsächlich von einer verstärkten Nachfrage nach ID-less-Targeting-Lösungen von neuen Werbekunden und angestiegenen Budgets von Bestandskunden (Net-\$-Expansion-Rate Ende Q3 2024: 108% vs. 93,0% Ende Q3 2023) sowie verstärkten Umsätzen mit mobilen Vollbild- und Video-Werbeformaten. Entsprechend konnte die Anzahl der großen Softwarekunden (jährlicher Bruttoumsatz >100.000 USD) zum Ende des dritten Quartals deutlich um 55,9% auf 1.076 (inkl. Jun-Akquisition; Ende Q3 2023: 690) gesteigert werden. Gleichzeitig wurde das ausgelieferte digitale Werbevolumen zum Ende des dritten Quartals signifikant um 31,2% auf 244 Mrd. (Werbeanzeigen zum Ende Q3 2023: 186 Mrd.) gesteigert.

Entwicklung der Konzern- und Segmentumsatzerlöse über 9M 2024 (in Mio. €)



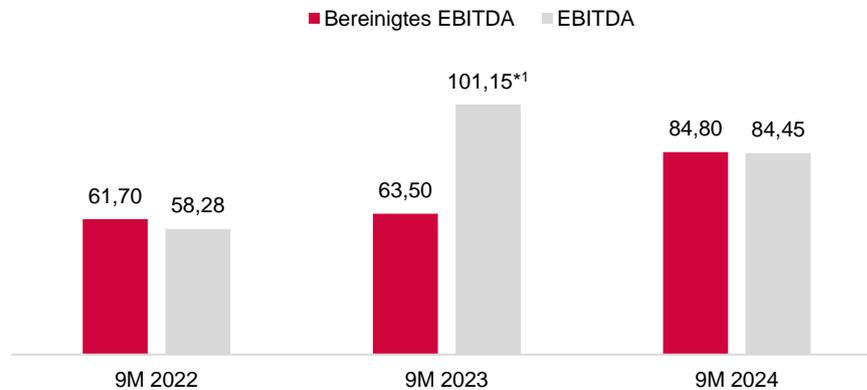
Quelle: GBC AG; Verve Group SE

Getragen wurden hierbei die erzielten Umsatzerlöse, die insbesondere aus dem US-Markt resultierten (US-Umsatzanteil Ende Q3: ca. 80,0%), hauptsächlich vom traditionell größten Werbesegment „Supply Side Plattform“ mit erwirtschafteten digitalen Erlösen in Höhe von 258,99 Mio. € (9M 2023: 200,35 Mio. €). Auf dieses Hauptgeschäftsfeld entfielen zuletzt rund 88,5% der Konzernumsatzerlöse.

Durch das erzielte überproportionale Wachstum konnte die Verve Group ihre führende Marktposition behaupten und sogar Marktanteile hinzugewinnen. Die starke Marktposition

im US-Markt und die positive Kundenresonanz der Technologiesgesellschaft spiegelt sich ebenfalls im aktuellen Top Mobile SSP-Index (Seller Trust Index) von Picalate wider, wo Verve zuletzt mit 99,0 Indexpunkten (SPO Score) eine Spitzenplatzierung erzielte.

Entwicklung des EBITDA bzw. bereinigten EBITDAs auf 9-Monatsbasis (in Mio. €)



Quelle: GBC AG; Verve GroupSE *1 positiv beeinflusst von einer Neubewertung der AxesInMotion earn-out Zahlungsverbindlichkeit (Sondereffekt von 62,76 Mio. €)

Parallel zur positiven Umsatzentwicklung hat Verve ebenfalls auf operativer Ergebnisebene mit einem erwirtschafteten EBITDA von 84,45 Mio. € ein erfreuliches Resultat erzielt. Im Vergleich zum EBITDA des Vorjahreszeitraums (9M 2023: 101,15 Mio. €), das durch eine eingetretene Neubewertung der AxesInMotion earn-out Zahlungsverbindlichkeit (positiver Sondereffekt von 62,76 Mio. €) deutlich positiv beeinflusst war, ergab sich damit ein signifikanter Ergebnisrückgang. Korrigiert um solche Sondereffekte (z.B. M&A- und Restrukturierungskosten oder Neubewertungen von Bilanzposten) wurde jedoch ein bereinigtes EBITDA (Adj. EBITDA) von 84,80 Mio. € erwirtschaftet, welches somit deutlich über dem Niveau des Vorjahreszeitraums (9M 2023: 63,50 Mio. €) lag.

In Bezug auf die operative Rentabilität wurde auf Basis der bereinigten EBITDA-Marge (Adj. EBITDA-Marge) trotz hoher Investitionen in das Vertriebsteam und Plattformstrukturen ein leichter Profitabilitätsanstieg auf 29,0% (9M 2022: 28,4%) erzielt. Daneben haben die derzeit noch eher geringen CPMs (Cost-Per-Mile) in der Werbebranche einer stärkeren Profitabilitätserhöhung entgegengestanden.

Der deutliche Ergebniszuwachs und die hohe Profitabilität spiegelte sich ebenfalls in einem nochmals stärkeren Anstieg des operativen Cashflows um 152,5% auf 81,46 Mio. € (9M 2023: 32,26 Mio. €) wider. In der Folge verbesserte sich ebenso der Verschuldungsgrad (Net Debt/Adj. EBITDA) zum Ende des dritten Quartals auf 2,6x (Net leverage GJ 2023: 3,1x). Bis zum Jahresende stellt die Gesellschaft eine weitere Verbesserung auf 2,4x in Aussicht.

Auf Nettoebene wurde nach den ersten neun Monaten ein Konzernergebnis (nach Minderheiten) in Höhe von 14,49 Mio. € erwirtschaftet, welches aufgrund des zuvor dargestellten signifikanten Sondereffekts im vorherigen Geschäftsjahr unterhalb des Vorjahresniveaus (9M 2023: 41,83 Mio. €) lag.

Geschäftsentwicklung Q3 2024

Vor allem im vergangenen dritten Quartal kam die erzielte Wachstumsdynamik besonders zum Tragen, da es mit deutlichem Abstand das wachstumsstärkste Quartal von allen bisherigen im aktuellen Geschäftsjahr war. So konnte Verve im dritten Quartal ein dynamisches Umsatzwachstum im Vergleich zum Vorjahresquartal von 45,2% auf 113,74 Mio. €

erzielen, wovon 31,0% auf organische Wachstumseffekte (exkl. Währungseffekte und Jun Group-Akquisition) entfallen sind. Die deutlichen (organischen) Umsatzzuwächse resultierten primär aus einer verstärkten Neukundengewinnung und ausgeweiteten Werbebudgets von bestehenden Softwarekunden. Hierbei haben insbesondere die ID-losen Werbelösungen das Wachstum bei den Neu- und Bestandskunden befeuert.

Die verzeichneten anorganischen Wachstumseffekte im dritten Quartal resultierten aus der im Sommer durchgeführten Jun Group-Akquisition (Closing Ende Juli 2024). Laut Unternehmensangaben startete im dritten Quartal die Jun Group-Integration planmäßig und die geschätzten positiven Synergieeffekte hieraus werden hauptsächlich für das Geschäftsjahr 2025 erwartet. Bereits im abgelaufenen dritten Quartal 2024 hat die Jun Group ein Umsatzwachstum gegenüber dem Vorjahresquartal von 7,0% erreicht und damit auch deutlich mehr als im Vergleich zum vorherigen zweiten Quartal (YoY-Growth: 2,0%). Im Oktober konnte das Unternehmen eine nochmalige deutliche Wachstumsbeschleunigung gegenüber dem dritten Quartal mit einer verzeichneten Wachstumsrate von 13,0% erreichen und hierbei eine hohe EBITDA-Marge von 49,0% erwirtschaften.

Parallel hierzu wurde auf operativer Ergebnisebene ein deutlicher Anstieg des bereinigten EBITDA (Adj. EBITDA) um 45,5% auf 33,60 Mio. € (Q3 2023: 23,10 Mio. €) erzielt. Gleichzeitig konnte die bereinigte EBITDA-Marge dank einsetzender Skaleneffekte leicht auf 30,0% (Q3 2023: 29,0%) verbessert werden.

Prognose und Kursziel

Angesichts der äußerst positiven Unternehmensperformance in den ersten neun Monaten und dem erwarteten starken profitablen Wachstum für das vierte Quartal und für die nachfolgenden Geschäftsjahre, hat das Management seine zuvor angehobene Guidance (Umsatz von 400,0 bis 420,0 Mio. € und ein Adj. EBITDA von 125,0 bis 135,0 Mio. €) für das aktuelle Geschäftsjahr 2024 und seine mittelfristige Guidance (Umsatz CAGR: 25,0-30,0%; Adj. EBITDA-Marge: 30,0-35,0%) erneut bekräftigt. Entsprechend rechnet Verve auch zukünftig auf Basis einer sich weiter fortsetzenden Werbemarkterholung mit einer anhaltend hohen Wachstumsdynamik in Form von zweistelligen profitablen Wachstumsraten.

GuV in Mio. €	GJ 2023	GJ 2024e (Neu)	GJ 2024e (Alt)	GJ 2025e	GJ 2026e
Umsatzerlöse	321,98	410,02	401,24	502,11	596,79
Bereinigtes EBITDA (Adj. EBITDA)	95,20	128,11	125,89	162,94	197,88
EBITDA	128,46 ^{*1}	121,51	119,29	156,84	191,58
Nettoergebnis (nach Minderheiten)	46,73 ^{*1}	23,22	21,52	43,88	67,97

Quelle: Verve Group SE; Schätzungen GBC AG ^{*1}positiv beeinflusst von einem Neubewertungs-sondereffekt i.H.V. 62,76 Mio. €

Vor dem Hintergrund der starken Unternehmensergebnisse und dem bestätigten Ausblick, haben wir unsere Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr 2024 nach oben angepasst. Entsprechend erwarten wir für die aktuelle Geschäftsperiode nun Umsatzerlöse in Höhe von 410,02 Mio. € (zuvor: 401,24 Mio. €) und ein EBITDA von 121,51 Mio. € (zuvor: 119,29 Mio. €). Unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen für die nachfolgenden Geschäftsjahre behalten wir unverändert bei.

Basierend auf unseren angehobenen Schätzungen für das aktuelle Geschäftsjahr und unseren bestätigten Prognosen für die Folgejahre, haben wir unser bisheriges Kursziel leicht auf 6,70 € je Aktie (zuvor: 6,60 € je Aktie) angehoben. In Bezug auf das aktuelle Kursniveau vergeben wir damit weiterhin das Rating „Kauf“ und sehen ein signifikantes Kurspotenzial in der Verve-Aktie.

DCF-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: 32,1%) 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 2025 entspricht als Kursziel 6,70 € je Aktie (zuvor: 6,60 € je Aktie). Unsere Kurszielerhöhung resultiert aus unseren angehobenen Umsatz- und Ergebnisprognosen für das aktuelle Geschäftsjahr 2024.

BEWERTUNG

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	23,9%
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)	410,02	502,11	596,79	626,63	657,96	690,86	725,40	761,67	
US Veränderung	27,3%	22,5%	18,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	1,93	2,57	3,38	4,00	4,64	5,29	5,93	6,56	
EBITDA	121,51	156,84	191,58	201,16	211,22	221,78	232,87	244,51	
EBITDA-Marge	29,6%	31,2%	32,1%	32,1%	32,1%	32,1%	32,1%	32,1%	
EBITA	87,94	113,63	144,86	154,44	169,76	184,29	198,35	212,15	
EBITA-Marge	21,4%	22,6%	24,3%	24,6%	25,8%	26,7%	27,3%	27,9%	23,9%
Steuern auf EBITA	-26,38	-34,09	-43,46	-46,33	-50,93	-55,29	-59,50	-63,65	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	61,56	79,54	101,40	108,11	118,84	129,01	138,84	148,51	
Kapitalrendite	28,8%	35,8%	48,5%	55,6%	63,2%	73,9%	84,1%	93,6%	84,8%
Working Capital (WC)	9,15	13,99	17,88	31,33	32,90	34,54	36,27	38,08	
WC zu Umsatz	2,2%	2,8%	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	156,72	141,72	130,50	122,35	116,19	
AFA auf OAV	-33,57	-43,21	-46,72	-46,72	-41,45	-37,48	-34,52	-32,36	
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	-26,80	-26,45	-26,27	-26,36	-26,20	
Investiertes Kapital	222,02	209,15	194,52	188,05	174,62	165,05	158,62	154,27	
EBITDA	121,51	156,84	191,58	201,16	211,22	221,78	232,87	244,51	
Steuern auf EBITA	-26,38	-34,09	-43,46	-46,33	-50,93	-55,29	-59,50	-63,65	
Investitionen gesamt	-196,61	-96,34	-57,09	-40,25	-28,02	-27,91	-28,09	-28,01	
Investitionen in OAV	-23,90	-25,50	-28,20	-26,80	-26,45	-26,27	-26,36	-26,20	
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	-101,48	26,41	91,03	114,58	132,27	138,58	145,28	152,85	1970,70

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	1626,29	1745,36
Barwert expliziter FCFs	544,51	566,81
Barwert des Continuing Value	1081,78	1178,56
Nettoschulden (Net debt)	472,67	497,35
Wert des Eigenkapitals	1153,62	1248,02
Fremde Gewinnanteile	-0,20	-0,22
Wert des Aktienkapitals	1153,41	1247,80
Ausstehende Aktien in Mio.	186,36	186,36
Fairer Wert der Aktie in EUR	6,19	6,70

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%
84,3%	7,54	7,07	6,66	6,28	5,94
84,6%	7,56	7,09	6,68	6,30	5,95
84,8%	7,58	7,12	6,70	6,32	5,97
85,1%	7,60	7,14	6,71	6,33	5,99
85,3%	7,62	7,16	6,73	6,35	6,00

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:

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

§ 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,5b,7,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

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

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

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

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

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de