

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

Starkes Neukundengeschäft und ausgeweitete Werbebudgets sorgen für Rekordgeschäftsjahr, Kursziel erneut angehoben

Branche: Ad-Tech
Fokus: Software-Applikationen
Gründung: 2011

Mitarbeiter: >800
Firmensitz: Stockholm
Vorstand: R. Westermann, C. Duss, J. Knauber, A. Stil, S. Sondhi

Verve Group SE (Verve) ist ein schnell wachsendes, profitables Unternehmen für digitale Medien, das KI-gesteuerte Werbesoftware-Lösungen anbietet. Verve bringt die Nachfrage globaler Werbetreibender mit dem Werbeangebot von Publishern in Einklang und verbessert die Ergebnisse durch First-Party-Daten aus eigenen Inhalten. Im Einklang mit unserer Mission „Let’s make media better“ konzentriert sich das Unternehmen darauf, Marken, Agenturen und Publishern mit verantwortungsvollen Werbelösungen bessere Ergebnisse zu ermöglichen, wobei der Schwerpunkt auf neuen Medienkanälen liegt. Verve ist hauptsächlich in Nordamerika und Europa tätig und ist als Societas Europaea in Schweden (Registernummer 517100-0143) eingetragen. Die Aktien des Unternehmens sind am Nasdaq First North Premier Growth Market in Stockholm und im Scale-Segment der Frankfurter Wertpapierbörse notiert. Die Gesellschaft hat zwei besicherte Anleihen, die am Nasdaq Stockholm und am Open Market der Frankfurter Wertpapierbörse notiert sind. Verve wird am Nasdaq First North Premier Growth Market von FNCA Sweden AB als zertifizierter Berater betreut.

| in Mio. € | GJ 23 | GJ 24*1 | GJ 25e | GJ 26e | GJ 27e |
|----------------------------|----------|---------|--------|--------|--------|
| Umsatz | 321,98 | 437,01 | 502,11 | 596,79 | 716,74 |
| Adj. EBITDA | 95,17 | 133,25 | 162,94 | 197,88 | 242,26 |
| EBITDA | 128,46*2 | 128,52 | 156,84 | 191,58 | 236,16 |
| Nettoergebnis (nach Mind.) | 46,73*2 | 28,80 | 43,88 | 67,97 | 98,26 |
| Gewinn je Aktie | 0,29 | 0,15 | 0,23 | 0,36 | 0,53 |
| Dividende je Aktie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| EV/Umsatz | 3,18 | 2,35 | 2,04 | 1,72 | 1,43 |
| EV/Adj. EBITDA | 10,77 | 7,69 | 6,29 | 5,18 | 4,23 |
| EV/EBITDA | 7,98 | 7,98 | 6,54 | 5,35 | 4,34 |
| KGV | 14,42 | 23,40 | 15,36 | 9,91 | 6,86 |
| KBV | | 1,49 | | | |

*gemäß vorläufigen Zahlen *2 positiv beeinflusst durch einen Neubewertungseffekt von 62,76 Mio. €

Investment Case

- Die Verve Group betreibt eine digitale Werbesoftwareplattform und ist Marktführer bei der wachstumsstarken mobilen In-App-Werbung im digitalen Werbehauptmarkt USA.
- Eine dynamische Wachstumsserie (Umsatz CAGR₂₀₋₂₄: +33,0%) wurde in der bisherigen Unternehmenshistorie erzielt, basierend auf organischen und anorganischen Wachstumseffekten mit einem deutlich positiven M&A-Track-Rekord.
- Starke Positionierung mit innovativen Werbelösungen (z.B. ATOM oder Moments.AI) in etablierten (In-App, mobile Web etc.) und aufstrebenden Werbekanälen (CTV, DOOH etc.) im wachstumsstarken programmatischen (digitalen) Werbemarkt.
- Vielversprechender Unternehmensausblick auf das GJ 2025 und eine starke mittelfristige Guidance wurde herausgegeben, die ein erwartetes zukünftiges Umsatz-CAGR von 25-30,0% und ein Adj. EBITDA-CAGR von 30,0-35,0% beinhalten.
- Attraktive Bewertung mit Kurspotenzial:** Mit einem erwarteten prozentual-zweistelligen Umsatz- und Adj. EBITDA-Wachstum auf 716,74 Mio. € bzw. 242,26 Mio. € bis 2027 und einem abgeleiteten Kursziel von 8,30 € vergeben wir das Rating „Kaufen“ und sehen weiterhin ein deutliches Wertsteigerungspotenzial in der Verve-Aktie.

Rating: KAUFEN
Kursziel: 8,30 EUR

Aktie und Stammdaten



| | |
|--------------------------------|----------------------------|
| Schlusskurs vom Vortag | 3,60 EUR |
| Börsenplatz | XETRA |
| ISIN | SE0018538068 |
| WKN | A3D3A1 |
| Aktienzahl (in Mio.) | 187,17 |
| MCap (in Mio. EUR) | 673,80 |
| Enterprise Value (in Mio. EUR) | 1.025,00 |
| Transparenzlevel | Nasdaq First North Premier |
| Marktsegment | Freiverkehr |
| Rechnungslegung / GJ-Ende | IFRS / 31.12. |

Aktionärsstruktur

| | |
|---------------|--------|
| Bodhivas GmbH | 24,38% |
| Oaktree | 20,33% |
| Nordnet | 5,29% |
| Freefloat | 50,00% |

Finanztermine

| | |
|----------|--------------------------|
| 28.05.25 | Geschäftsbericht Q1 2025 |
| 11.06.25 | Hauptversammlung |
| 19.08.25 | Geschäftsbericht Q2 2025 |
| 18.11.25 | Geschäftsbericht Q3 2025 |

Analysten

Marcel Goldmann (goldmann@gbc-ag.de)
Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
05/12/2024: RS / 6,70 / Kaufen
09/09/2024: RS / 6,60 / Kaufen

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen werden

Fertigstellung: 06.03.2025 (8:21 Uhr)
Erste Weitergabe: 06.03.2025 (10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2025

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 8



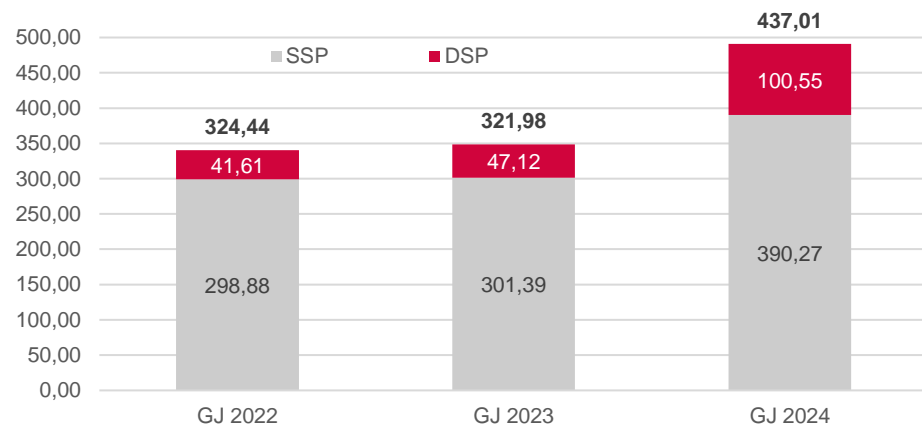
GESCHÄFTSENTWICKLUNG GJ 2024

| GuV in Mio. € | GJ 2022 | GJ 2023 | GJ 2024*1 |
|-------------------------------|----------|----------|-----------|
| Umsatz | 324,44 | 321,98 | 437,01 |
| Adj. EBITDA | 93,20 | 95,17 | 133,25 |
| EBITDA | 84,75 | 128,46*3 | 128,52 |
| Nettoergebnis (nach Minderh.) | -20,32*2 | 46,73*3 | 28,80 |

Quelle: Verve Group SE; GBC AG *1 gemäß vorläufigen Zahlen; *2 Negativ beeinflusst durch einmaligen Abschreibungseffekt von 23,6 Mio. €; *3 positiv beeinflusst durch einen Neubewertungseffekt von 62,76 Mio. €

Am 27.02.2025 hat Verve seine vorläufigen Geschäftszahlen 2024 veröffentlicht. Hiernach hat der Betreiber einer vollintegrierten Werbesoftwareplattform (sog. Ad-Tech-Plattform) dank eines starken organischen Wachstums mit einem deutlichen Umsatzanstieg um 35,7% auf 437,01 Mio. € (VJ: 321,98 Mio. €) ein Rekordjahr verzeichnet und konnte damit signifikant von der voranschreitenden Werbemarkterholung profitieren. Insbesondere das dynamische Wachstum im vierten Quartal um 46,0% (davon 24,0% organisches Wachstum, ohne Jun-M&A und Währungseffekte) auf 144,20 Mio. € (Q4 2023: 98,7 Mio. €) hat hierzu wesentlich beigetragen, wobei das Schlussquartal ebenfalls mit neuen Bestwerten auf Umsatz- und Ergebnisebene abgeschlossen wurde.

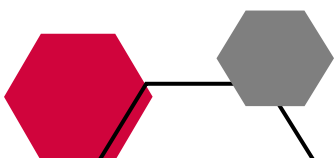
Entwicklung der Konzern- und Segmentumsatzerlöse (in Mio. €)*



Quelle: Verve Group SE; GBC AG *Segmenterlöse vor Konsolidierungseffekten

Neben den deutlichen organischen Wachstumsimpulsen (erzieltes organisches Wachstum: ca. 24,0%) hat auch die im Sommer 2024 durchgeführte Jun Group-Übernahme das Wachstumstempo nochmals erhöht.

Laut Unternehmensangaben verläuft die Konzernintegration dieser erworbenen Technologiegesellschaft planmäßig. So schreitet die technologische und personelle Integration gut voran, wobei bereits die ersten Erfolge hieraus sichtbar werden in Form einer deutlich erhöhten organischen Wachstumsrate des Jun-Geschäfts in Höhe von 10,0% im vergangenen Geschäftsjahr 2024 (VJ: 1,0%). Verve rechnet damit, dass im aktuellen Geschäftsjahr weitere Umsatzsynergien gehoben werden und sieht sich auf einem sehr guten Weg, mindestens die ursprünglich kommunizierten 9,0 Mio. € an Synergien im Geschäftsjahr 2025 zu erreichen. Auf mittelfristige Sicht sieht das Unternehmen sogar weiteres Potenzial für jährliche Umsatzsynergien im Umfang von 30,0 Mio. € bis 40,0 Mio. €.

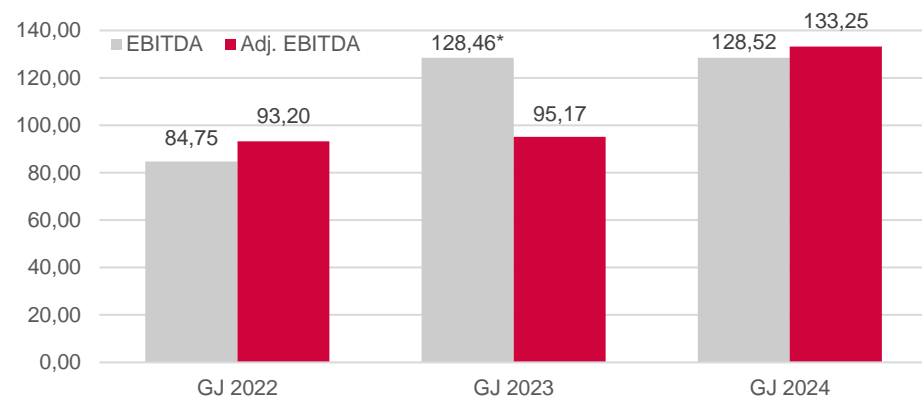


In Bezug auf die Erlösverteilung entfiel der überwiegende Teil der Umsatzerlöse auf das traditionell größte Werbesegment „Supply Side Platform“ (Umsatzanteil SSP: 89,3%) mit Umsätzen in Höhe von 390,27 Mio. € (VJ: 301,39 Mio. €). Bedingt durch die Stärkung der „Demand Side Platform“ durch die Jun-Akquisition sind die Umsatzerlöse in diesem Segment sprunghaft auf 100,55 Mio. € (VJ: 47,12 Mio. €) angestiegen und haben dadurch für einen etwas ausgewogeneren Segmentmix als bisher gesorgt.

Die verzeichneten rasanten Umsatzzuwächse resultierten primär aus einem Anstieg der Softwarekundenbasis und der Ausweitung der Werbedudgets bei bestehenden Softwarekunden. So konnte die Großkundenanzahl (Umsatzvolumen >100T€) auf Verve's Ad-Tech-Plattform zum Ende des vierten Quartals im Vergleich zum Vorjahresquartal deutlich um 56,8% auf 1.140 (Großkundenanzahl Ende Q4 2023: 727) zulegen. Auch ohne Berücksichtigung des Jun-Zukaufs wurde laut Unternehmensangaben auf bereinigter Ebene ebenfalls ein starker (organischer) Kundenzuwachs um 39,5% auf 1.014 Softwarekunden erzielt. Gleichzeitig haben die bestehenden Softwarekunden ihre Werbedudgets zum Ende des vierten Quartals deutlich um 15,0% auf eine Quote von 110,0% (Net-\$-Expansion-Rate Q4 2023: 95,0%) erhöht. Parallel hierzu ist das ausgelieferte bzw. platzierte digitale Werbevolumen zum Ende des vierten Quartals deutlich um 33,0% auf 274 Mrd. (Werbeanzeigen Ende Q4 2023: 206 Mrd.) angewachsen.

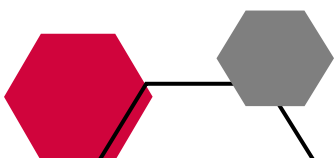
Produktseitig wurde das Wachstum unter anderem auch durch die verstärkte Kundennachfrage nach Verve's innovativen ID-losen Werbelösungen (z.B. in Form von ATOM 3.0 oder Moments.AI) deutlich vorangetrieben. Durch das im Vergleich zum Werbebranchendurchschnitt deutlich überproportionale Umsatzwachstum ist es Verve gelungen, signifikant Marktanteile hinzuzugewinnen und damit seine führende Marktposition, v.a. im mobilen Marktsegment, weiter auszubauen.

Entwicklung des EBITDA bzw. bereinigten EBITDA (in Mio. €)



Quelle: Verve Group SE; GBC AG *positiv beeinflusst durch einen Neubewertungseffekt in Höhe von 62,76 Mio. €

Die äußerst positive Geschäftsentwicklung spiegelte sich auch auf allen Ergebnisebenen wider. So konnte mit einem erzielten EBITDA in Höhe von 128,52 Mio. € das starke Vorjahresniveau (VJ: 128,46 Mio. €) sogar leicht übertroffen werden. An dieser Stelle ist jedoch anzumerken, dass der Vorjahreswert durch eine eingetretene Neubewertung der AxesInMotion earn-out Zahlungsverbindlichkeit (positiver Sondereffekt von 62,76 Mio. €) erheblich positiv beeinflusst wurde. Korrigiert um Sondereffekte (z.B. M&A- und Restrukturierungskosten oder Neubewertung von Bilanzposten) ergab sich ein deutlicher Anstieg des bereinigten EBITDA (Adj. EBITDA) um 40,0% auf 133,25 Mio. € (VJ: 95,17 Mio. €). Hieraus ergab sich ein



moderater Anstieg der bereinigten EBITDA-Marge (Adj. EBITDA-Marge) auf 30,5% (VJ: 29,6%).

In Bezug auf die Nettoperformance wurde ein deutlich positives Konzernergebnis (nach Minderheiten) in Höhe von 28,80 Mio. € erwirtschaftet, welches damit unterhalb des Vorjahresniveaus (VJ: 46,73 Mio. €) lag. Dieser signifikante Rückgang resultiert jedoch hauptsächlich aus dem zuvor dargestellten positiven Sondereffekt aus der Neubewertung einer M&A-bezogenen Zahlungsverpflichtung.

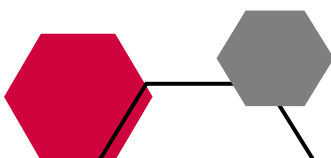
Die vom Verve-Management Ende August 2024 nochmals angehobene Unternehmensguidance (Umsatz von 400-420 Mio. € und ein Adj. EBITDA von 125-135 Mio. €) wurde damit umsatzseitig signifikant übertroffen und lag ergebnisseitig am oberen Ende der Bandbreite der kommunizierten Ergebnisguidance. Auch unsere Umsatz- und Ergebnisschätzung (Umsatz von 410,02 Mio. € und Adj. EBITDA von 128,11 Mio. €) wurde übererfüllt.

Mit der Veröffentlichung seiner vorläufigen Geschäftszahlen hat der Ad-Tech-Konzern ebenfalls einen groben Ausblick auf das aktuelle Geschäftsjahr 2025 gegeben und beabsichtigt diese Guidance im weiteren Jahresverlauf (voraussichtlich im Auftaktquartal) nochmals zu konkretisieren. So rechnet das Verve-Management, auch vor dem Hintergrund eines bereits guten Jahresauftaktgeschäfts für das laufende Geschäftsjahr mit einem zweistelligen organischen Wachstum, wobei diese angepeilte deutliche Geschäftsexpansion v.a. durch die verstärkte Vermarktung von ID-losen Werbelösungen und einem erwarteten starken US-Werbemarkt (Verve's Kernmarkt) erzielt werden soll.

Parallel zu der Herausgabe eines allgemeinen Ausblicks auf das laufende Geschäftsjahr hat das Verve-Management seine mittelfristige Guidance (Umsatz CAGR: 25,0-30,0%; Adj. EBITDA-Marge: 30,0-35,0%) erneut bestätigt. Entsprechend rechnet die Technologiegesellschaft auch über die aktuelle Geschäftsperiode hinaus mit einer anhaltend hohen Wachstumsdynamik in Form von zweistelligen profitablen Wachstumsraten.

Vor dem Hintergrund der starken Performance, der Verstetigung der hohen Wachstumsdynamik und des äußerst positiven Unternehmensausblicks samt Bestätigung der mittelfristigen Guidance, haben wir unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2025 und 2026 unverändert belassen. Zudem haben wir das Geschäftsjahr 2027 erstmals mit konkreten Schätzungen in unsere Detailschätzperiode aufgenommen.

Basierend auf unseren bestätigten Prognosen und dem erstmaligen Einbezug des Geschäftsjahres 2027 in unsere Detailschätzperiode, was auch zu einer höheren Ausgangsbasis für die Schätzungen der darauffolgenden Geschäftsjahre führte, haben wir unser bisheriges Kursziel deutlich auf 8,30 € je Aktie (bisher: 6,70 € je Aktie) angehoben. In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus vergeben wir damit weiterhin das Rating „Kaufen“ und sehen unverändert ein deutliches Kurspotenzial in der Verve-Aktie.



BEWERTUNG

Modellannahmen

Wir haben die Verve Group SE anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2025 bis 2027 in Phase 1, erfolgt von 2028 bis 2032 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 32,9% (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%).

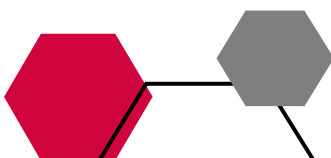
Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5% an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,36 (zuvor: 1,36).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,0% (zuvor: 10,0%) (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 9,0% (zuvor: 9,0%).

Bewertungsergebnis

Der von uns ermittelte faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2025 entspricht als Kursziel 8,30 € je Aktie (zuvor: 6,70 € je Aktie). Unsere Kurszielserhöhung resultiert primär aus dem erstmaligen Einbezug des Geschäftsjahres 2027 in unsere Detailschätzperiode und der damit verbundenen höheren Ausgangsbasis für die Schätzungen der darauffolgenden Geschäftsjahre.



DCF MODELL

| Phase | estimate | | consistency | | | | | | final |
|---------------------------|----------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| | GJ 25e | GJ 26e | GJ 27e | GJ 28e | GJ 29e | GJ 30e | GJ 31e | GJ 32e | |
| <i>In Mio. €</i> | | | | | | | | | |
| Umsatz | 502,11 | 596,79 | 716,74 | 752,58 | 790,21 | 829,72 | 871,20 | 914,76 | |
| Umsatzwachstum | 14,9% | 18,9% | 20,1% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 2,5% |
| EBITDA | 156,84 | 191,58 | 236,16 | 247,97 | 260,37 | 273,39 | 287,05 | 301,41 | |
| EBITDA-Marge | 31,2% | 32,1% | 32,9% | 32,9% | 32,9% | 32,9% | 32,9% | 32,9% | |
| EBITA | 113,63 | 144,86 | 184,63 | 196,38 | 213,04 | 229,27 | 245,41 | 261,64 | |
| EBITA-Marge | 22,6% | 24,3% | 25,8% | 26,1% | 27,0% | 27,6% | 28,2% | 28,6% | 23,9% |
| NOPLAT | 79,54 | 101,40 | 129,24 | 137,47 | 149,13 | 160,49 | 171,78 | 183,15 | |
| Working Capital (WC) | 4,15 | 11,99 | 17,88 | 37,63 | 39,51 | 41,49 | 43,56 | 45,74 | |
| Anlagevermögen (OAV) | 255,43 | 236,91 | 217,20 | 199,26 | 185,77 | 175,36 | 167,44 | 161,34 | |
| Investiertes Kapital | 259,58 | 248,90 | 235,08 | 236,89 | 225,28 | 216,84 | 211,00 | 207,08 | |
| Kapitalrendite | 30,4% | 39,1% | 51,9% | 58,5% | 63,0% | 71,2% | 79,2% | 86,8% | 75,6% |
| EBITDA | 156,84 | 191,58 | 236,16 | 247,97 | 260,37 | 273,39 | 287,05 | 301,41 | |
| Steuern auf EBITA | -34,09 | -43,46 | -55,39 | -58,92 | -63,91 | -68,78 | -73,62 | -78,49 | |
| Veränderung OAV | -25,50 | -28,20 | -31,82 | -33,65 | -33,83 | -33,71 | -33,73 | -33,67 | |
| Veränderung WC | -15,61 | -7,84 | -5,89 | -19,75 | -1,88 | -1,98 | -2,07 | -2,18 | |
| Investitionen in Goodwill | -66,00 | -25,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| Freier Cashflow | 15,64 | 87,08 | 143,06 | 135,65 | 160,74 | 168,92 | 177,63 | 187,07 | 2326,42 |

Entwicklung Kapitalkosten

| | |
|--------------------|--------------|
| risikolose Rendite | 2,50% |
| Marktrisikoprämie | 5,50% |
| Beta | 1,36 |
| Eigenkapitalkosten | 9,96% |
| Zielgewichtung | 80,00% |
| Fremdkapitalkosten | 6,50% |
| Zielgewichtung | 20,00% |
| Taxshield | 20,18% |
| WACC | 9,01% |

Ermittlung fairer Wert

| | GJ 25e | GJ 26e |
|-------------------------------------|-------------|---------|
| Wert operatives Geschäft | 2008,60 | 2102,47 |
| Barwert expliziter FCFs | 736,71 | 716,00 |
| Barwert Continuing Value | 1271,89 | 1386,47 |
| Nettoschulden | 455,15 | 415,98 |
| Wert des Eigenkapitals | 1553,45 | 1686,50 |
| Fremde Gewinnanteile | -0,22 | -0,23 |
| Wert des Aktienkapitals | 1553,23 | 1686,26 |
| Ausstehende Aktien in Mio. | 187,17 | 187,17 |
| Fairer Wert der Aktie in EUR | 8,30 | 9,01 |

Sensitivitätsanalyse

| | | WACC | | | | |
|----------------|-------|------|------|-------------|------|------|
| | | 8,4% | 8,7% | 9,0% | 9,3% | 9,6% |
| Kapitalrendite | 75,1% | 9,23 | 8,72 | 8,25 | 7,83 | 7,45 |
| | 75,3% | 9,26 | 8,74 | 8,28 | 7,85 | 7,47 |
| | 75,6% | 9,28 | 8,77 | 8,30 | 7,88 | 7,49 |
| | 75,8% | 9,31 | 8,79 | 8,32 | 7,90 | 7,51 |
| | 76,1% | 9,34 | 8,82 | 8,35 | 7,92 | 7,53 |

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 jeweilige Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet. Ist dies der Fall, so ist dies bei der jeweiligen Studie entsprechend der Notationen angegeben.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.
oder
3. Werden die Studien nicht durch die Emittentin beauftragt, erfolgt die Erstellung der Studien auftragsunabhängig. Die Erstellung erfolgt ebenfalls ohne Beeinflussung durch Dritte.
4. Der Researchreport wird weitreichend verfügbar gemacht und allgemein zugänglich veröffentlicht und nicht nur exklusiv an bestimmte Kunden und Investoren verteilt. Somit ist die Researchstudie ebenfalls als „geringfügige Nicht-Monetäre Zuwendung“ einzustufen und somit MiFIDII compliant.

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

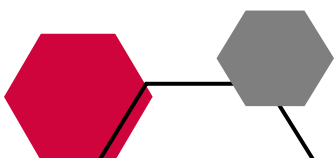
Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 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.

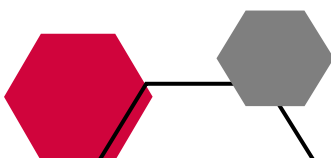
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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,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, 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), 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 der 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 & INVESTMENTANALYSEN -

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