GBC AG
Investment Research

net digital AG[*5a,5b,7,11]

GJ 2024 mit Umsatzzuwächsen und einer soliden operativen Ergebnisentwicklung abgeschlossen, Kursziel angehoben

Branche: Digital & Mobile Payment / KI-Software / Telekommunikations- und E-Commerce-Dienste
Fokus: KI-gestützte Payment- und hierzu ergänzende Dienste für den E-Commerce und Telekommunikationssektor

Mitarbeiter / Gründung: >35 / 2016
Firmensitz: Düsseldorf
Vorstand: T. Niehues, D. Plassmann

Die net digital AG (net digital) ist Partner vieler mittelständischer und großer Unternehmen aus den Bereichen Telekommunikation, Medien und Entertainment und entwickelt über die eigene Technologieplattform digitale KI-gestützte Zahlungslösungen mit Fokus auf digitale Content-Distribution. Daneben bietet net digital seinen internationalen Businesskunden auch ergänzende Dienstleistungen im Bereich des Abo- und Kundenmanagements und Inhaltsdistributionslösungen an. Zu den rund 300 internationalen Kunden des weltweit agierenden Unternehmens zählen unter anderem große Telekommunikations-/Medienkonzerne, Internetunternehmen sowie öffentliche Verkehrsbetriebe. Über die KI-Tochter irisnet werden KI-Technologien für die eigenen digitalen Paymentdienste und auch verstärkt für externe Kunden außerhalb des Paymentsektors entwickelt und vermarktet. Über ihre digitale Plattform erreicht net digital allein schon im mobilen Content-Bereich weit mehr als 100 Millionen Verbraucher.

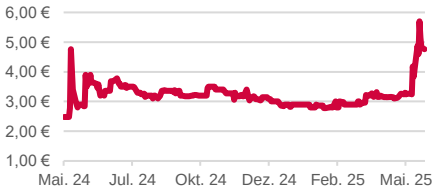
in Mio. €	GJ 22	GJ 23	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e
Umsatz	10,70	9,80	11,02	18,01	22,29
EBITDA	0,87	0,23	0,18	1,49	2,52
EBIT	-0,05	-0,78	-0,93	1,04	2,00
Nettoergebnis	-0,40	-1,08	-1,09	0,72	1,39
Gewinn je Aktie	-0,28	-0,76	-0,51	0,34	0,65
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/Umsatz	0,80	0,87	0,77	0,47	0,38
EV/EBITDA	9,81	37,12	47,43	5,73	3,39
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	8,21	4,27
KGV	neg.	neg.	neg.	14,18	7,34
KBV		4,15			

Investment Case

- Als digitaler Paymentspezialist mit dem Fokus auf E-Commerce und internetnahe Branchen (Mobilfunkanbieter, Netzbetreiber etc.) agiert net digital weltweit in strukturell wachsenden Sektoren.
- Mit seinen KI-Produkten für verschiedene Endmärkte und den plattformbasierten Kundenlösungen (Payment- & Abrechnungsdienste etc.) für Mobilfunk- und Festnetzanbieter eröffnet sich net digital zusätzliche umfangreiche Wachstumspotenziale.
- Durch sein breites Leistungsangebot und hohe Wertschöpfungstiefe (u.a. Status einer “Quasi-Acquiring-Bank“) grenzt sich net digital deutlich von Wettbewerbern ab und ist so auch in der Lage deutlich überproportional zur Branchenentwicklung zu wachsen.
- Das hochgradig skalierbare digitale Geschäftsmodell der Technologiegesellschaft ermöglicht es, äußerst dynamisch zu wachsen und hierbei deutlich überproportionale Ergebniszuwächse zu erzielen.
- Dank eines stark diversifizierten Kundenstamms aus über 300 Telekommunikations-/Medienkonzernen und Internetfirmen erreicht net digital weltweit allein schon im mobilen Content-Bereich über 100 Mio. Endkunden.
- **Attraktive Bewertung mit Kurspotenzial**: Basierend auf unseren angepassten Schätzungen und einem hieraus abgeleiteten Kursziel von 15,50 € vergeben wir weiterhin das Rating „Kaufen“ und sehen ein deutliches Kurspotenzial in der net digital-Aktie.

Rating: KAUFEN
Kursziel: 15,50 EUR

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs vom Vortag	4,76 EUR
Börsenplatz	XETRA
ISIN	DE000A2BPK34
WKN	A2BPK3
Aktienzahl (in Mio.)	2,14
MCap (in Mio. EUR)	10,21
Enterprise Value (in Mio.	8,54
Transparenzlevel	Primärmarkt
Marktsegment	Open Market
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	HGB

Aktionärsstruktur

Management u. Aufsichtsrat	16,0%
Kernaktionär (Internolix)	62,0%
Free Float	22,0%

Finanztermine

Juni 2025	Geschäftsbericht GJ 2024
Aug. 2025	Hauptversammlung
Okt. 2025	Halbjahresbericht GJ 2025
Nov. 2025	Münchner Kapitalmarkt Konferenz

Analysten

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

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
11.11.2024 / RS / 13,30 € / Kaufen
07.09.2023 / RS / 14,45 € / Kaufen
14.11.2022 / RS / 18,20 € / Kaufen
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen werden

Fertigstellung: 27.05.2025 (10:53 Uhr)
Erste Weitergabe: 27.05.2025 (11:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2025

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 9

VORLÄUFIGE ZAHLEN GJ 2024

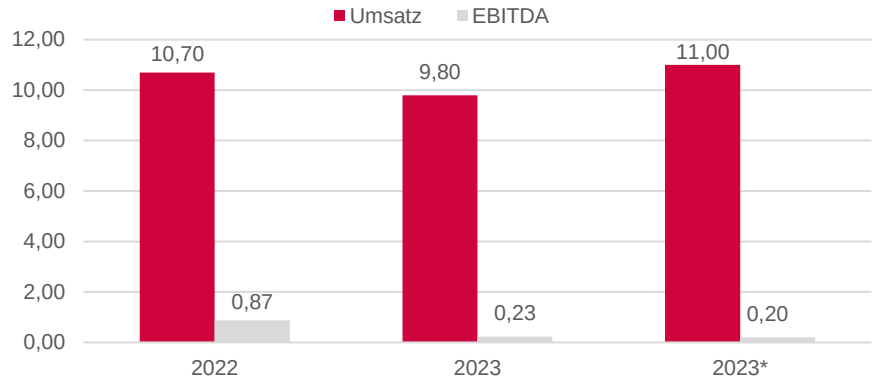
GuV in Mio. €	GJ 2022	GJ 2023	GJ 2024*
Umsatz	10,70	9,80	ca. 11,00
EBITDA	0,87	0,23	ca. 0,20
EBIT	-0,05	-0,78	k.A.
Nettoergebnis	-0,40	-1,08	k.A.

*Quelle: net digital AG; GBC AG; *gemäß vorläufigen Geschäftszahlen*

Vorläufige Umsatz- und Ergebnisentwicklung

Ende März 2025 hat der net digital-Konzern seine vorläufigen Geschäftszahlen für das vergangene Geschäftsjahr 2024 bekannt gegeben. Hiernach konnte die Technologiegesellschaft einen deutlichen Umsatzanstieg um 12,2% auf rund 11,0 Mio. € (VJ: 9,8 Mio. €) erzielen. Angetrieben wurde das Wachstum v.a. durch eine signifikante Erweiterung des internationalen Acquirer-Netzwerks (Schlüsselpartner für Ausbau des Paymentbusiness) und dem starken Wachstum im Bereich Mobilfunkanbieter und Netzbetreiber. Gerade in letzterem Segment „Mobilfunk- und Festnetzdienste“ für Telekommunikationsfirmen sollten die geschätzten Umsatzerlöse erstmals die Marke von 2,50 Mio. € (VJ: 1,62 Mio. €) deutlich überschritten und damit einen signifikanten Umsatz- und Ergebnisbeitrag zur Konzernperformance geleistet bzw. beigesteuert haben.

Entwicklung der Konzernumsatzerlöse und des EBITDAs (in Mio. €)



*Quelle: net digital AG; GBC AG; *gemäß vorläufigen Geschäftszahlen*

Ergebnisseitig wurde bedingt durch verstärkte Wachstumsinvestitionen in Marketing und Vertrieb und in den (technischen) Ausbau der Plattformen lediglich eine stabile Entwicklung verzeichnet. So bewegte sich das EBITDA mit rund 0,20 Mio. € (VJ: 0,23 Mio. €) nahezu auf Vorjahresniveau. Zudem haben sich laut Unternehmensangaben auch erhöhte Investitionen in das KI- und Carrier-Business ebenfalls ergebnismindernd ausgewirkt.

Parallel zur Bekanntgabe der vorläufigen Geschäftszahlen hat das net digital-Management einen konkreten Ausblick auf das aktuelle Geschäftsjahr herausgegeben. Hiernach erwartet die Technologiegesellschaft eine Fortsetzung des eingeschlagenen Wachstumskurses und stellt einen erneuten deutlichen Umsatzanstieg auf 14,0 Mio. € bis 15,50 Mio. € in Aussicht, wobei das EBITDA gleichzeitig auf 0,70 Mio. € bis 1,0 Mio. € zulegen soll.

Am 28. April 2025 hat net digital die strategische Weiterentwicklung der mbe-Tochtergesellschaft (mobile business engine GmbH) zu einem sog. „Payment Facilitator“ (geplanter “PayFac-Status“ ab Sommer 2025) bekannt gegeben. Hiermit nutzt die Technologiegesellschaft die bestehende BaFin-Lizenz, um die eigene Wertschöpfungskette im Payment-Bereich erheblich zu erweitern und gleichzeitig neue Umsatz- und Margenpotenziale zu erschließen. Durch die gestärkte Marktposition kann mbe nun künftig als „Quasi-Acquiring-Bank“ agieren und macht sich damit deutlich unabhängiger von bisher genutzten dritten Partnergesellschaften (externen PayFac-Gesellschaften) im Paymentsektor.

Als Payment Facilitator bietet die mbe-Tochtergesellschaft zukünftig eine schnelle und effiziente Möglichkeit an, die gleichen Funktionalitäten wie bei einer klassischen Acquiring-Bank zu nutzen, jedoch ohne als solche selbst aufzutreten. Im Wesentlichen erfolgt die Abwicklung über die bestehende Mitgliedschaft der Acquiring-Bank bei den Kreditkartenorganisationen (Visa, Mastercard etc.). Diese Struktur ermöglicht es, (Online-)Händler unmittelbar aufzuschalten und den gesamten Zahlungsprozess zentral zu steuern und dies inklusive Risikomanagement, KYC-Prozessen und der Führung entsprechender sog. Master-Händlerkonten.

Durch den angestoßenen neuen Status der mbe und der damit verbundenen deutlich höheren Wertschöpfungstiefe erwartet der net digital zukünftig v.a. deutliche Kosteneinsparungen, da unter anderem bisher eingekaufte Fremdleistungen von externen Paymentpartnern nun konzernintern deutlich kostengünstiger “abgewickelt“ werden können. Zudem rechnen wir damit, dass net digital durch die mbe-Transformation bestimmte notwendige Leistungen auch künftig wesentlich preiswerter einkaufen kann.

Ebenso erwartet net digital deutliche Wachstumsimpulse aus diesem strategischen Schritt, da man nun als umfassender Payment-Anbieter für Onlinehändler im Rahmen eines 360-Grad-Ansatzes nochmals deutlich attraktiver ist für Bestands- und Neukunden. So profitieren E-Commerce-Unternehmen (Onlinehändler etc.) von einer “One-Stop-Shop“-Lösung für verschiedene Zahlungsdienstleistungen, was nicht nur den administrativen Aufwand, sondern auch die technische und regulatorische Komplexität spürbar reduzieren soll, insbesondere bei mobilen Diensten und Kreditkartentransaktionen.

Laut Unternehmensangaben signalisieren bereits aktuell eine Vielzahl potenzieller Handelspartner ein konkretes Interesse an der Nutzung des neuen Serviceangebots. Die Technologiegesellschaft rechnet entsprechend kurzfristig mit Vertragsabschlüssen und erwartet bei zügiger Adaption durch die Händler bereits erste positive Ergebniseffekte noch im laufenden Geschäftsjahr.

PROGNOSEN UND MODELLANNAHMEN

GuV in Mio. €	GJ 2023	GJ 2024e	GJ 2025e	GJ 2026e
Umsatz	9,80	11,02	18,01	22,29
EBITDA	0,23	0,18	1,49	2,52
EBIT	-0,78	-0,93	1,04	2,00
Nettoergebnis	-1,08	-1,09	0,72	1,39

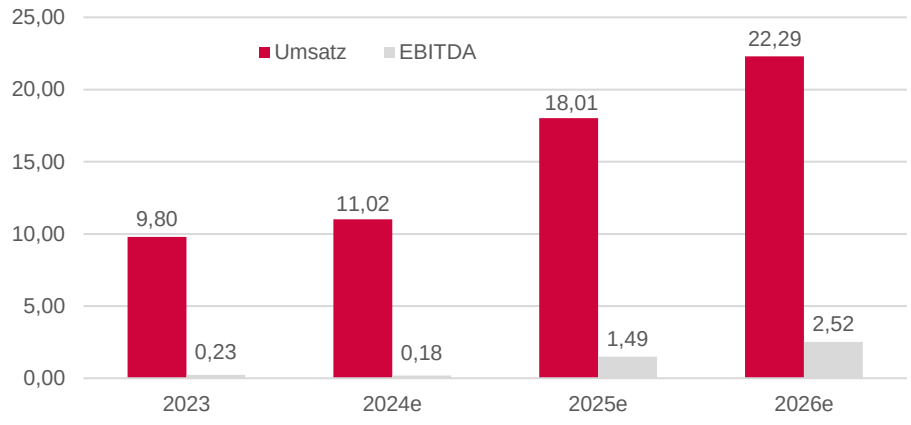
Quelle: net digital AG; GBC AG

Kürzlich hat der net digital-Konzern seine bisher herausgegebene Unternehmensguidance (Umsatz von 14,0 Mio. € bis 15,5 Mio. €, und ein EBITDA von 0,70 Mio. € bis 1,0 Mio. €) aufgrund einer äußerst positiven Geschäftsentwicklung in den ersten Monaten des laufenden Jahres, v.a. im Bereich Kommunikation (Mobilfunk- und Festnetzdienste) und Serviceaggregation, für das aktuelle Geschäftsjahr deutlich erhöht. Der Vorstand der Gesellschaft rechnet nun mit einem Konzernumsatz in einer Bandbreite von 18,0 Mio. € bis 20,0 Mio. € und einem EBITDA von 1,20 Mio. € bis 1,60 Mio. €. Wir stufen diese Guidance insbesondere ergebnisseitig als eher konservativ ein, da das digitale Geschäftsmodell der Technologiegesellschaft traditionell hochgradig skalierbar ist und entsprechend bei diesem erwarteten dynamischen Wachstum auch deutlich stärkere Ergebniszuwächse realisierbar sind.

Angesichts der signifikanten Guidance-Anhebung passen auch wir unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisschätzungen entsprechend an. Für das aktuelle Geschäftsjahr 2025 kalkulieren wir nun mit deutlich höheren Umsatzerlösen in Höhe von 18,01 Mio. € (zuvor: 13,82 Mio. €) und gehen damit konservativ vom Erreichen der unteren Umsatzguidance-Bandbreite aus. Ergebnisseitig rechnen wir jedoch aufgrund von höher als bisher erwartet anfallenden Wachstumsinvestitionen (v.a. Marketing/Vertrieb und Ausbau der Plattformen) und umfangreicheren Compliance-Kosten (wegen mbe-Transformation zum PayFac) mit einem zunächst reduzierten EBITDA von 1,49 Mio. € (zuvor: 1,89 Mio. €).

In Bezug auf das Folgejahr 2026 gehen wir aufgrund der erwarteten starken Wachstumsdynamik von einem weiteren Umsatzsprung auf 22,29 Mio. € (zuvor: 15,59 Mio. €) aus. Parallel zu diesem deutlich höheren Umsatzvolumen sollte dann durch erwartete stark einsetzende Skaleneffekte das EBITDA deutlich überproportional auf 2,52 Mio. € (zuvor: 2,46 Mio. €) zulegen können.

Erwartete Entwicklung des künftigen Umsatzes und EBITDAs (in Mio. €)



Quelle: net digital AG; GBC AG

Als kurz- und mittelfristiger Hauptwachstumstreiber sollte sich der erwartete starke Ausbau des Geschäftsbereichs Mobilfunk- und Festnetzdienste, hierbei insbesondere mit dem Großkunden 1&1, erweisen. Für das neue 1&1 5G-Mobilfunknetz hat die net digital Tochter mbe eine Payment- bzw. Abrechnungsplattform entwickelt und betreibt diese auch und erhält hierfür im Gegenzug fixe und variable Umsatzerlöse (variable Erlöse für die Transaktionsabwicklung und Abrechnungsdienste).

Nachdem zunächst im Rahmen der angelaufenen Migration (Netzumstellung auf 1&1-Netz von zuvor Telefónica/O_2-Netz) der 1&1-Kunden auf das 1&1-Mobilfunknetz im Sommer des vergangenen Jahres laut 1&1-Angaben lediglich über 2,0 Mio. Kunden der insgesamt rund 12,0 Mio. 1&1-Vertragskunden migriert worden waren, hat sich die Migrations- bzw. Transferdynamik im Q1 2025 massiv erhöht. So hat der 1&1-Konzern im März 2025 bekannt gegeben, dass nun mehr als 6 Mio. Kunden auf das 1&1-Mobilfunknetz überführt wurden. Bis Ende des aktuellen Jahres strebt 1&1 weiterhin an, die restlichen Mobilfunkkunden erfolgreich auf das eigene Mobilfunknetz zu migrieren. Parallel zum erwarteten weiteren rasanten Hochlauf der 1&1-Kundenmigration auf das konzerneigene 5G-Mobilfunknetz (inkl. National-Roaming mit Vodafone) rechnen wir ebenfalls zukünftig mit einer dynamischen Umsatz- und Ergebnisentwicklung im Geschäftsbereich Mobilfunk- und Festnetzdienste des net digital-Konzerns.

Auch in Bezug auf das Kerngeschäft digitale Zahlungsdienste sowie KI-bezogene Zahlungsdienste primär für E-Commerce-Kunden gehen wir zukünftig ebenfalls von deutlichen Umsatzzuwächsen aus. Hierbei sollte insbesondere der Wandel der net digital-Gruppe zum „Quasi-Acquirer“ ein bedeutender Faktor sein, da die Technologiegesellschaft nun ab dem zweiten Halbjahr als nahezu Rundumanbieter am Markt agieren kann und damit nochmals deutlich attraktiver wird für potenzielle Neukunden und Bestandskunden. Durch die hiermit verbundene höhere Wertschöpfungstiefe und geringere Abhängigkeit von externen Partnern (Stichwort: „Cutting the middle man“) sollte sich auch das künftige Ertragsmargenprofil in diesem Hauptgeschäftsfeld deutlich verbessern. Zusätzliche Wachstumsimpulse erwarten wir aus den verstärkt angebotenen gebündelten Plattformdiensten der net digital-Gruppe (Serviceaggregation), wodurch es net digital v.a. auf Seiten der einzelnen Bestandskunden gelingen sollte, deutlich höhere Umsatzerlöse pro Kunde zu erzielen (stärkere Nutzung von Cross-Selling- und Upselling-Potenzialen).

Basierend auf unseren angepassten Umsatz- und Ergebnisschätzungen haben wir unser bisheriges Kursziel deutlich auf 15,50 € (zuvor: 13,30 € je Aktie) je Aktie erhöht. Unsere Kurszielerhöhung resultiert primär aus den angehobenen Prognosen für das Geschäftsjahr 2026, was auch zu einer höheren Ausgangsbasis für die Schätzungen der darauffolgenden Geschäftsjahre geführt hat.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die net digital AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2024, 2025 und 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 7,5% (zuvor: 10,0%). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 12,3% bis 14,2% (zuvor: 15,8%) angenommen. Die Steuerquote haben wir in Höhe von 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% (zuvor: 2,0 %).

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der net digital 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 2,50% (zuvor: 2,50%).

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 1,09 (zuvor: 1,09).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,51% (zuvor: 8,51%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,51% (zuvor: 8,51%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,51% (zuvor: 8,51%) errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2025 entspricht als Kursziel 15,50 € (zuvor: 13,30 €). Unsere Kurszielerhöhung resultiert primär aus den deutlich angehobenen Schätzungen für das GJ 2026, was auch zu einer höheren Ausgangsbasis für die Prognosen der darauffolgenden Geschäftsjahre führte.

DCF MODELL

Phase	estimate			consistency					final
	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	
Umsatz	11,02	18,01	22,29	23,96	25,75	27,69	29,76	31,99	
Umsatzwachstum	12,4%	63,5%	23,7%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	2,0%
EBITDA	0,18	1,49	2,52	2,95	3,39	3,78	4,17	4,55	
EBITDA-Marge	1,6%	8,3%	11,3%	12,3%	13,1%	13,7%	14,0%	14,2%	
EBIT	-0,93	1,04	2,00	2,50	2,82	3,12	3,41	3,71	
EBIT-Marge	-8,4%	5,8%	9,0%	10,4%	11,0%	11,3%	11,5%	11,6%	11,6%
NOPLAT	-1,02	0,73	1,40	1,75	1,98	2,18	2,39	2,60	2,66
Working Capital (WC)	0,19	0,32	0,39	0,36	0,39	0,42	0,45	0,48	
Anlagevermögen (OAV)	1,47	1,76	2,18	2,75	3,24	3,69	4,11	4,53	
Investiertes Kapital	1,67	2,08	2,57	3,10	3,63	4,10	4,56	5,01	
Kapitalrendite	-63,7%	43,6%	67,3%	68,0%	63,6%	60,1%	58,3%	56,9%	53,1%
EBITDA	0,18	1,49	2,52	2,95	3,39	3,78	4,17	4,55	
Steuern auf EBITA	-0,09	-0,31	-0,60	-0,75	-0,85	-0,93	-1,02	-1,11	
Veränderung OAV	-0,63	-0,74	-0,94	-1,01	-1,06	-1,11	-1,18	-1,26	
Veränderung WC	-0,54	-0,12	-0,07	0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	-1,08	0,31	0,90	1,22	1,45	1,71	1,94	2,15	39,30

Entwicklung Kapitalkosten	
risikolose Rendite	2,50%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	1,09
Eigenkapitalkosten	8,51%
Zielgewichtung	100,00%
Fremdkapitalkosten	4,50%
Zielgewichtung	0,00%
Taxshield	28,66%
WACC	**8,51%**

Ermittlung fairer Wert	GJ 24e	GJ 25e
Wert operatives Geschäft	28,78	30,91
Barwert expliziter FCFs	6,59	6,83
Barwert Continuing Value	22,19	24,08
Nettoschulden	-2,02	-2,32
Wert des Eigenkapitals	30,80	33,23
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	30,80	33,23
Ausstehende Aktien in Mio.	2,14	2,14
Fairer Wert der Aktie in EUR	**14,36**	**15,50**

Sensitivitätsanalyse

Kapitalrendite \ WACC	7,9%	8,2%	8,5%	8,8%	9,1%
52,6%	16,93	16,12	15,39	14,72	14,12
52,8%	16,99	16,18	15,44	14,78	14,17
53,1%	17,06	16,24	**15,50**	14,83	14,22
53,3%	17,12	16,30	15,55	14,88	14,27
53,6%	17,18	16,36	15,61	14,93	14,31

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 MfFiDII 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 automatischen 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 >= + 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 <= - 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. Aktiensplitts, 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 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 Studienerstellung 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