

net digital AG ^{*5a, 7, 11}

GJ 2025 mit starker Performance abgeschlossen, vielversprechender Ausblick mit erwartetem dynamischem Wachstum

Branche: Digital & Mobile Payment / KI-Software / Telekommunikations- und E-Commerce-Dienste
Mitarbeiter: >40 (zum 30.06.2026)
Firmensitz / Gründung: Düsseldorf / 2016
Fokus: KI-gestützte Payment- und hierzu ergänzende Dienste für den E-Commerce und Telekommunikationssektor
Vorstand: T. Niehues, D. Plassmann

Die net digital AG bietet Internet-, Mobilfunk- und Festnetzkunden innovative Abrechnungs-, Kommunikations- und Vermarktungsdienste auf Basis modernster KI- & Cloud-Technologien an. Über enge Geschäftsbeziehungen zu großen Multiplikatoren aus dem Telekommunikationssektor erreicht die Gesellschaft allein im mobilen Geschäftsfeld über 100,0 Mio. Endkunden, v.a. im DACH-Bereich. 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. Durch die von der BaFin erhaltene Zahlungsdienstleisterlizenz, das breite Abrechnungsangebot und KI-gestützten Diensten, grenzt sich net digital deutlich vom Wettbewerb ab. Seit Ende 2024 agiert die bedeutende MBE-Tochtergesellschaft als sog. PayFac bzw. Quasi-Acquiring-Bank, was das Wachstumspotenzial, die Kundenattraktivität und das Margenprofil der Paymentgesellschaft deutlich erhöht.

in Mio. €	GJ 23	GJ 24	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e
Umsatz	9,80	10,96	38,00*	49,24	59,44
EBITDA	0,23	0,19	4,20*	4,96	6,66
EBIT	-0,78	-1,21	3,57	4,39	6,11
Nettoergebnis	-1,08	-1,98	2,39	2,94	4,09
Gewinn je Aktie	-0,76	-0,93	1,12	1,37	1,91
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/Umsatz	2,91	2,60	0,75	0,58	0,48
EV/EBITDA	123,99	150,09	6,79	5,75	4,28
EV/EBIT	neg.	neg.	7,99	6,50	4,67
KGV	neg.	neg.	12,83	10,43	7,50
KBV		15,52			

* gemäß vorläufigen Zahlen

Investment Case

- Als digitaler Paymentspezialist mit Zahlungs-, Kommunikations- und Digital-Enabling-Diensten mit dem Fokus auf E-Commerce und internetnahe Branchen (Telko-Branche etc.) agiert net digital weltweit in strukturell wachsenden Sektoren.
- Mit seinen KI-Produkten für verschiedene Endmärkte und den plattformbasierten Kundenlösungen (Zahlungs- & Kommunikationsdienste etc.) für Mobilfunk- und Festnetzanbieter eröffnet sich net digital zusätzliche umfangreiche Wachstumspotenziale.
- Durch sein breites Leistungsangebot, engen Kundenbeziehungen zu allen vier deutschen Telko-Netzbetreibern 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, überproportional zur Branchenentwicklung zu wachsen.
- Das hochgradig skalierbare Geschäftsmodell der net digital ermöglicht es, dynamisch zu wachsen und hierbei deutlich überproportionale Ergebniszuwächse zu erzielen.
- Dank eines stark diversifizierten Kundenstamms aus über 300 Telekommunikations-/Medienunternehmen und Internetfirmen erreicht net digital allein in der DACH-Region im mobilen Content-Bereich über 100 Mio. Endkunden.
- Attraktive Bewertung mit Kurspotenzial:** Basierend auf unseren angepassten Schätzungen und einem daraus abgeleiteten Kursziel von 36,55 € vergeben wir weiterhin das Rating „Kaufen“ und sehen ein deutliches Kurspotenzial in der net digital-Aktie.

Rating: KAUFEN
Kursziel: 36,55 € (bisher: 33,50 €)

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs vom Vortag	14,30 EUR
Börsenplatz	XETRA
ISIN	DE000A2BPK34
WKN	A2BPK3
Aktienzahl (Mio.)	2,14
MCap (Mio. EUR)	30,66
Enterprise Value (Mio. EUR)	28,52
Transparenzlevel	Primärmarkt
Marktsegment	Open Market
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	HGB

Aktionärsstruktur

Management u. Aufsichtsrat	19,0%
Kernaktionär (Internolix)	49,0%
Free Float	32,0%

Finanztermine

Juni 2026	Geschäftsbericht GJ 2025
Aug. 2026	Hauptversammlung
Okt. 2026	Halbjahresbericht GJ 2026
Nov. 2026	Münchner Kapitalmarkt Konferenz

Analysten

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

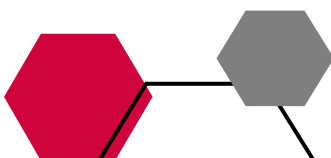
Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
 17.11.2025 / RS / 33,50 € / Kaufen
 27.05.2025 / RS / 15,50 € / Kaufen
 11.11.2024 / RS / 13,30 € / Kaufen
 ** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen werden

Fertigstellung: 27.04.2026 (7:46 Uhr)
 Erste Weitergabe: 27.04.2026 (9:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2026

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 9



VORLÄUFIGE ZAHLEN GJ 2025

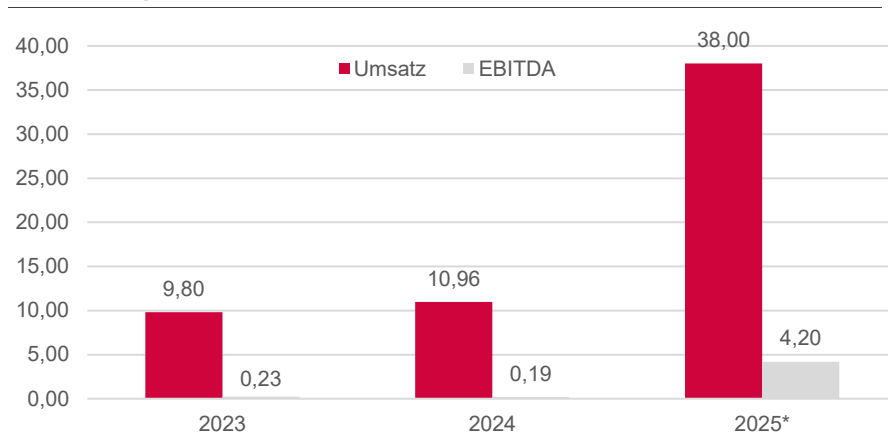
GuV in Mio. €	GJ 2023	GJ 2024	GJ 2025*
Umsatz	9,80	10,96	ca. 38,00
EBITDA	0,23	0,19	4,20
EBIT	-0,78	-1,21	k.A.
Nettoergebnis	-1,08	-1,98	k.A.

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

Vorläufige Umsatz- und Ergebnisentwicklung

Anfang Februar 2026 hat der net digital-Konzern seine vorläufigen Geschäftszahlen für das vergangene Geschäftsjahr 2025 bekannt gegeben. Hiernach hat die Gesellschaft im abgelaufenen Geschäftsjahr einen Umsatzsprung auf rund 38,0 Mio. € erzielt, was einer mehr als Verdreifachung der Erlöse im Vergleich zum Vorjahr (VJ: 10,96 Mio. €) gleichkommt. Zur äußerst positiven Entwicklung haben laut Unternehmensangaben v.a. Abrechnungsdienstleistungen, Kommunikationsdienste und das Serviceaggregationsbusiness beigetragen. Damit hat der net digital-Konzern seine zuvor angehobene Umsatzguidance (Umsatz von 33,0 Mio. € bis 35,0 Mio. €) nochmals übertroffen. Auch unsere Umsatzschätzung (GBCe: 34,12 Mio. €) wurde deutlich übererfüllt.

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



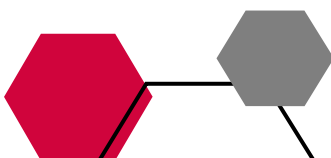
Quelle: net digital AG; GBC AG; *gemäß vorläufigen Geschäftszahlen

In Bezug auf die Umsatzzusammensetzung nach Kundengruppen sollten unserer Einschätzung nach insbesondere die umfangreichen Geschäftsaktivitäten mit den marktführenden inländischen Mobilfunk- bzw. Telekommunikationsgesellschaften, wie bspw. 1&1, Telefónica/O₂ oder Vodafone, das Wachstum dynamisch vorangetrieben haben. Durch die verstärkte Vermarktung von Payment-, Kommunikations-/Messaging-Diensten und Serviceaggregation an diese Branchenschwergewichte gehen wir davon aus, dass die Umsatzerlöse mit der Telkobranche bzw. dem Telkounfeld sprunghaft auf geschätzte 19,57 Mio. € (Vorjahres-Telko-Umsatz GBCe: 3,32 Mio. €) zugelegt haben. Insbesondere die erfolgreiche Migration der rund 12,0 Mio. 1&1-Mobilfunkkunden im vergangenen Jahr auf das 1&1-5G-Mobilfunknetz, für das die net digital-Tochter MBE eine sog. „Carrier-Grade-Plattform“ (für die Handyabrechnung digitaler Dienste & Produkte) betreibt, sollte die Umsatzerlöse des Telko-Geschäftsbereichs (Carrier & Reseller-Segment) stark vorangetrieben haben. Gleichzeitig dürfte der Telko- bzw. Telkounfeld-Anteil an den Konzernumsätzen deutlich auf geschätzte rund 52,0% angestiegen sein (Vorjahres Telko-Umsatzanteil GBCe: 30,3%).

Daneben gehen wir ebenfalls davon aus, dass das Kerngeschäft mit digitalen Zahlungsdiensten für den Onlinesektor ebenfalls dynamisch ausgebaut werden konnte. Konkret schätzen wir, dass die Umsatzerlöse mit E-Commerce-Kunden im vergangenen Geschäftsjahr rasant um 142,4% auf 16,92 Mio. € (VJ: 6,98 Mio. €) gesteigert werden konnten. Entsprechend sollte sich der E-Commerce-Anteil an den Konzernumsatzerlöse des Unternehmens auf geschätzte 44,5% (VJ: 63,3%) belaufen haben.

Damit konnte net digital auch im abgelaufenen Geschäftsjahr die kundenseitige und leistungsangebotsseitige Diversifikation weiter vorantreiben bzw. erhöhen. Vor allem durch die umfangreichen angebotenen Dienstleistungen im Telkobereich und den ausgebauten Kundenstamm, der unter anderem auch alle vier führenden Telekommunikations- bzw. Mobilfunkkonzerne Deutschlands umfasst, hat sich die Technologiegesellschaft nun deutlich breiter aufgestellt.

Dank ihres plattformgetriebenen digitalen Geschäftsmodells haben sich die erzielten dynamischen Umsatzzuwächse auch in deutlich überproportionalen Ergebniszuwächsen niedergeschlagen. So konnten aufgrund von stark einsetzenden Skaleneffekten das EBITDA sprunghaft auf 4,20 Mio. € (VJ: 0,19 Mio. €) gesteigert werden. Gleichzeitig erhöhte sich auch die EBITDA-Marge im Vergleich zum Vorjahreszeitraum rasant auf 11,0% (VJ: 1,7%). Hiermit hat der net digital-Konzern ebenso seine zuvor erhöhte Ergebnisguidance (EBITDA von 3,60 Mio. € bis 4,00 Mio. €) übertroffen. Gleichzeitig wurde auch unsere EBITDA-Schätzung (GBCe: 3,72 Mio. €) deutlich "geschlagen".



PROGNOSEN UND MODELLANNAHMEN

GuV in Mio. €	GJ 24	GJ 25e	GJ 26e (neu)	GJ 26e (alt)	GJ 27e (neu)	GJ 27e (alt)
Umsatz	10,96	38,00	49,24	41,52	59,44	50,20
EBITDA	0,19	4,20	4,96	4,69	6,66	5,97
EBIT	-1,21	3,57	4,39	4,12	6,11	5,42
Nettoergebnis	-1,98	2,39	2,94	2,67	4,09	3,52

Quelle: net digital AG; GBC AG

Ende März hat der net digital-Konzern seine Guidance für das aktuelle Geschäftsjahr 2026 veröffentlicht. Die Technologiegesellschaft peilt für das laufende Geschäftsjahr erneut einen deutlichen Umsatzanstieg auf 48,0 Mio. € bis 53,0 Mio. € an. Parallel hierzu soll das EBITDA, trotz signifikanter Investitionen und Aufwendungen für die Fortsetzung der Geschäftsexpansion, weiter auf 4,70 Mio. € bis 5,20 Mio. € zulegen, was einer erwarteten EBITDA-Marge von ca. 10,0% entsprechen würde. Wir stufen diese Guidance als eher konservativ ein, v.a. ergebnisseitig.

Auf mittelfristige Sicht rechnet net digital laut eigenen Angaben unverändert mit einem durchschnittlichen Umsatzwachstum in einer Bandbreite von 20,0% bis 25,0% und mit einer EBITDA-Marge in einer Spanne von 10,0% bis 15,0%.

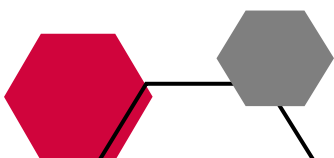
Vor dem Hintergrund der äußerst positiven Jahresperformance, dem vielversprechenden Ausblick und der stark greifenden Wachstumsstrategie, haben wir unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisschätzungen angehoben. Für das aktuelle Geschäftsjahr 2026 rechnen wir nun mit deutlich höheren Konzernumsätzen in Höhe von 49,24 Mio. € (zuvor: 41,52 Mio. €) und einem EBITDA-Anstieg auf 4,96 Mio. € (zuvor: 4,69 Mio. €). Entsprechend rechnen wir konservativ mit dem Erreichen der mittleren Bandbreite der kommunizierten Unternehmensguidance und zugleich mit einer EBITDA-Marge von 10,1%.

Für das darauffolgende Geschäftsjahr 2027 gehen wir, im Einklang mit der mittelfristigen Unternehmensguidance, von einem weiteren dynamischen Umsatzanstieg auf 59,44 Mio. € (zuvor: 50,20 Mio. €) und einem deutlichen EBITDA-Zuwachs auf dann 6,66 Mio. € (zuvor: 5,97 Mio. €) aus. Gleichzeitig sollte die prognostizierte EBITDA-Marge in dieser Periode weiter auf 11,2% zulegen können.

Als kurz- und mittelfristiger Wachstumstreiber sollte sich der weitere dynamische Ausbau der Geschäftsaktivitäten mit insbesondere E-Commerce-Kunden und Businesskunden aus dem inländischen Telekommunikations- bzw. Mobilfunksektor erweisen.

Für die weitere erwartete deutliche Expansion im traditionellen Kerngeschäft (Payment-Dienste für Onlinekunden) sollte der neue PayFac-Status der MBE-Tochtergesellschaft eine zentrale Rolle einnehmen, da durch die hierdurch verbreiterte Wertschöpfungstiefe (eigene KYC-Prozesse und Riskmanagement etc.) der Payment-Unit sich die Kundenattraktivität, das Margenprofil (geschätzte 30,0% geringere abrechnungsbezogene Gesamtkosten) und das Wachstumspotenzial des net digital-Konzerns deutlich erhöht.

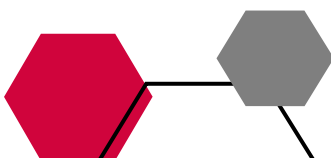
Durch den Wandel der bedeutenden Tochtergesellschaft zur PayFac-Gesellschaft sollte v.a. das künftige Neukundengeschäft mit digitalen Zahlungsdiensten und damit das Kerngeschäftssegment „E-Commerce“ deutlich ausgebaut werden



können. Zudem sollte hierdurch auch die internationale Skalierung des Stammgeschäfts und die Erweiterung des Leistungsportfolios weiter vorangetrieben werden können und somit weitere Wachstumsimpulse für das E-Commerce-Business liefern.

Auch hinsichtlich des Telkobusiness (Geschäftssegment Carrier und Reseller) sollte es net digital gelingen, basierend auf dem guten Zugang und langjährigen Beziehungen zu den marktführenden Telekommunikations- bzw. Mobilfunkanbietern (im DACH-Raum), die Umsatzerlöse in diesem Geschäftsfeld auch künftig deutlich zu steigern. Das Wachstum im Telekommunikationsumfeld sollte weiterhin befeuert werden können durch den sukzessiven Rollout von bestehenden und neuen Kommunikations-/Messaging- und Abrechnungsdiensten des Unternehmens bei diesen Mobilfunkern bzw. Netzbetreibern. Zusätzliches signifikantes Wachstumspotenzial eröffnet sich v.a. aus der geplanten Einführung des künftigen mobilen Abrechnens von traditionell physischen Gütern über die private Handyrechnung und die schrittweise Etablierung von RCS (Rich Communication Services) im Mobilfunksektor als neuen modernen SMS/MMS-Nachfolger.

Basierend auf unseren signifikant angehobenen Umsatz- und Ergebnisschätzungen haben wir ebenfalls unser bisheriges Kursziel auf 36,55 € (zuvor: 33,50 € je Aktie) je Aktie erhöht. Kurszielmindernd wirkten hingegen unsere angehobenen Kapitalkosten (WACC) infolge der Erhöhung des risikofreien Zinses (von zuvor 2,5% auf derzeit 3,0%). In Bezug auf das aktuelle Kursniveau vergeben wir damit weiterhin das Rating „Kaufen“ und sehen ein deutliches Kurspotenzial in der net digital-Aktie.



BEWERTUNG

Modellannahmen

Die net digital AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2025, 2026 und 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 7,5% (zuvor: 7,5%). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 11,2% (zuvor: 11,9%) 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. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 3,0% (zuvor: 2,5%).

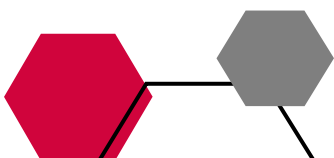
Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5% an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,09 (zuvor: 1,09).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,0% (zuvor: 8,5%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,0% (zuvor: 8,5%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,0% (zuvor: 8,5%) errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2026 entspricht als Kursziel 36,55 € (zuvor: 33,50 €). Unsere Kurszielerhöhung basiert auf den deutlich angehobenen Schätzungen für das aktuelle Geschäftsjahr 2026 und auch für die Folgejahre. Entgegengesetzt wirkte die moderate Anhebung unserer Kapitalkosten (WACC) infolge der Erhöhung des risikofreien Zinses (von zuvor 2,5% auf derzeit 3,0%).



DCF MODELL

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	GJ 32e	
Umsatz	38,00	49,24	59,44	63,90	68,69	73,84	79,38	85,33	
Umsatzwachstum	246,8%	29,6%	20,7%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	2,0%
EBITDA	4,20	4,96	6,66	7,16	7,70	8,27	8,89	9,56	
EBITDA-Marge	11,1%	10,1%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	
EBIT	3,57	4,39	6,11	6,61	7,02	7,50	8,03	8,63	
EBIT-Marge	9,4%	8,9%	10,3%	10,3%	10,2%	10,2%	10,1%	10,1%	10,4%
NOPLAT	2,39	2,94	4,09	4,43	4,71	5,03	5,38	5,78	6,36
Working Capital (WC)	0,67	0,86	1,04	0,96	1,03	1,11	1,19	1,28	
Anlagevermögen (OAV)	1,49	1,91	2,40	2,92	3,36	3,74	4,07	4,36	
Investiertes Kapital	2,16	2,77	3,44	3,88	4,39	4,84	5,26	5,64	
Kapitalrendite	210,5%	136,3%	147,6%	128,6%	121,4%	114,5%	111,1%	109,9%	112,8%
EBITDA	4,20	4,96	6,66	7,16	7,70	8,27	8,89	9,56	
Steuern auf EBITA	-1,18	-1,45	-2,02	-2,18	-2,32	-2,48	-2,65	-2,85	
Veränderung OAV	-0,94	-0,99	-1,04	-1,07	-1,11	-1,15	-1,19	-1,23	
Veränderung WC	-0,71	-0,20	-0,18	0,08	-0,07	-0,08	-0,08	-0,09	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	1,37	2,32	3,42	3,99	4,20	4,57	4,97	5,40	89,12

Entwicklung Kapitalkosten	
risikolose Rendite	3,00%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	1,09
Eigenkapitalkosten	9,01%
Zielgewichtung	100,00%
Fremdkapitalkosten	4,50%
Zielgewichtung	0,00%
Taxshield	28,66%
WACC	9,01%

Ermittlung fairer Wert	GJ 25e	GJ 26e
Wert operatives Geschäft	68,67	72,53
Barwert expliziter FCFs	19,95	19,42
Barwert Continuing Value	48,72	53,11
Nettoschulden	-3,51	-5,84
Wert des Eigenkapitals	72,18	78,36
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	72,18	78,36
Ausstehende Aktien in Mio.	2,14	2,14
Fairer Wert der Aktie in EUR	33,66	36,55

		Sensitivitätsanalyse				
		WACC				
		8,4%	8,7%	9,0%	9,3%	9,6%
Kapitalrendite	112,3%	39,65	37,97	36,43	35,04	33,75
	112,5%	39,71	38,02	36,49	35,09	33,80
	112,8%	39,78	38,08	36,55	35,14	33,85
	113,0%	39,84	38,14	36,60	35,19	33,90
	113,3%	39,90	38,20	36,66	35,25	33,95

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 MiFID II 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 Vereinigten Königreich verbreitet wird, ausschließlich solchen Personen zugänglich gemacht werden, die (i) als authorised persons oder exempt persons im Sinne des **Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA)** gelten oder (ii) als relevant persons im Sinne der **Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005**, in der jeweils gültigen Fassung, anzusehen sind.

Diese Publikation richtet sich **nicht an Privatkunden (retail clients)** im Sinne der Regeln der **Financial Conduct Authority (FCA)** und darf weder direkt noch indirekt an solche Personen weitergegeben oder von ihnen genutzt werden.

Diese Publikation stellt **kein Angebot, keine Aufforderung und keine Empfehlung** zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten im Sinne des FSMA dar.

Kein anderer Personenkreis als die vorgenannten *relevant persons* ist berechtigt, sich auf diese Publikation zu stützen oder Handlungen auf deren Grundlage vorzunehmen.

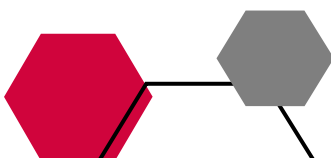
Die Verbreitung dieser Publikation kann in weiteren Rechtsordnungen gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sind verpflichtet, sich über etwaige einschlägige Beschränkungen zu informieren und diese einzuhalten. Ein Verstoß gegen diese Beschränkungen kann eine Verletzung der geltenden Wertpapier- und Finanzmarktgesetze darstellen.

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.

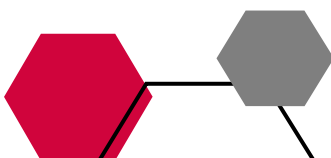
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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, 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

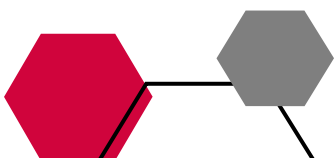
D 86150 Augsburg

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