

Novogenia AG ^{*5a,11}

Kerngeschäft wächst – operative Verbesserung trotz Belastungen im Handelssegment

Branche: Consumer Healthcare
Fokus: DNA-Testungen, personalisierte Nahrungsergänzungsmittel, Kosmetika
Gründung: 2009 (Novogenia GmbH)

Mitarbeiter: ca. 200 (31.12.2025)
Firmensitz: München
Vorstand: Dr. Daniel Wallerstorfer, Felix Bausch

Die Novogenia AG (d.h. Novogenia AG inklusive der Tochter- und Enkelgesellschaften) mit Hauptsitz in München (Deutschland) ist ein europäisches Healthcare- und Biotechnologieunternehmen insbesondere im Bereich Humangenetik. Die im eigenen Labor durchgeführten Genanalysen finden Anwendung in der Diagnostik, Therapie und Prävention von Krankheiten sowie in der Herstellung von individuell konzipierten Nahrungsergänzungsmitteln und Kosmetika. Novogenia agiert dabei auch als Partner für Ärzte, Therapeuten, Apotheker, Ernährungsberater oder Fitnesstrainer und hilft durch die Analyse der jeweiligen genetischen Prädisposition des Patienten oder Kunden, eine für dessen Bedürfnisse möglichst optimale Behandlung bzw. Betreuung zu gewährleisten. Darüber hinaus investiert Novogenia in innovative Unternehmen im Bereich Biotech, Healthcare und Life Sciences.

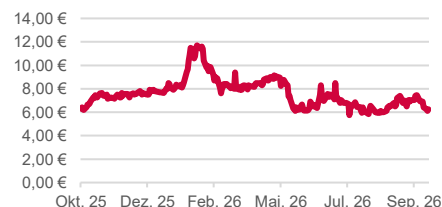
in Mio. €	GJ 25	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e
Umsatz	54,30	56,51	70,95	104,58	159,78
EBITDA	-6,88	-2,95	5,36	14,71	37,03
EBIT	-10,78	-5,15	1,26	7,33	29,41
Jahresüberschuss	0,55	-1,52	0,01	4,27	20,99
Gewinn je Aktie	0,05	-0,13	0,00	0,36	1,75
Dividende je Aktie	0,00	0,56	0,56	1,00	1,00
EV/Umsatz	0,32	0,31	0,24	0,16	0,11
EV/EBITDA	neg.	neg.	3,22	1,17	0,47
EV/EBIT	neg.	neg.	13,66	2,35	0,59
KGV	138,60	-49,66	5209,84	17,69	3,60
KBV	0,76				

Investment Case

- **Fokussiertes Kerngeschäft mit strukturellem Wachstum:** Klare Positionierung auf DNA-basierte Analysen und personalisierte Gesundheits- und Lifestyle-Produkte als zentraler Werttreiber; Handelsgeschäft bewusst als ergänzender Stabilitätsbaustein.
- **Vertikal integriertes und skalierbares Geschäftsmodell:** Eigene genetische Analyse, proprietäre Software/KI, Produktion und Vertrieb ermöglichen hohe Wertschöpfungstiefe, Differenzierung und internationale Skalierbarkeit.
- **Außergewöhnlich starke Bilanz als strategischer Vorteil:** Hoher Liquiditätsbestand aus der operativen Entwicklung der Vorjahre schafft finanziellen Spielraum für Wachstum, Kapazitätsausbau und Partnerschaften ohne Finanzierungsdruck.
- **Internationale Wachstumsstrategie über starke Partnerschaften:** Skalierung des Kerngeschäfts primär über B2B-Kooperationen mit hohem Marktzugang und begrenztem Vertriebsrisiko.
- **Operative Fortschritte trotz Umsatzrückgang im H1 2026:** Während der Konzernumsatz um 7,1 % auf 25,66 Mio. € sank, legte das Kerngeschäft mit genetischen Analysen deutlich zu. Gleichzeitig führten Kostensenkungen zu einer spürbaren Verbesserung der bereinigten operativen Ergebnisentwicklung.
- Prognosen und Kursziel auf 20,00 € reduziert; Rating „KAUFEN“ bestätigt

Rating: KAUFEN
Kursziel: 20,00 € (bisher: 24,75 €)

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs vom 07.10.26: 6,30 EUR
Börsenplatz: XETRA
ISIN: DE000A3C35W0
WKN: A3C35W
Aktienzahl (in Mio.): 12,00
MCap (in Mio. EUR): 75,60
Enterprise Value (in Mio.): 17,24

Transparenzlevel: Freiverkehr
Marktsegment: m:access
GJ-Ende: 31.12.
Rechnungslegung: HGB

Aktionärsstruktur

Dr. Daniel Wallerstorfer: 47,0%
Christian Dreyer-Salzman: 10,5%
Free Float: 42,5%

Finanztermine

Analysten

Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)
Matthias Greiffenberger (greiffenberger@gbc-ag.de)

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
21.05.2026: RS / 24,75 / KAUFEN
04.02.2026: RS / 30,00 / KAUFEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen werden

Fertigstellung: 08.10.2026 (08:43 Uhr)
Erste Weitergabe: 08.10.2026 (10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2027

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 12

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 10.

Hinweis gemäß MiFID-II-Regulierung für Research „Geringfügige nichtmonetäre Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt nach Einschätzung der GBC AG die Voraussetzungen für die Einstufung als „geringfügige nichtmonetäre Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu finden Sie in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“.

Hinweis zu Issuer-Sponsored Research: Vorliegende Researchstudie ist Issuer-Sponsored Research und wurde in Übereinstimmung mit dem EU-Verhaltenskodex (EU Code of Conduct) für Issuer-Sponsored Research erstellt.

GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2026

GuV in Mio. €	1.HJ 2025	1.HJ 2026
Umsatz	27,62	25,66
Gesamtleistung	27,81	26,52
EBITDA	-3,54	-3,54
EBIT	-4,88	-4,68
Nachsteuerergebnis	2,08	-1,90

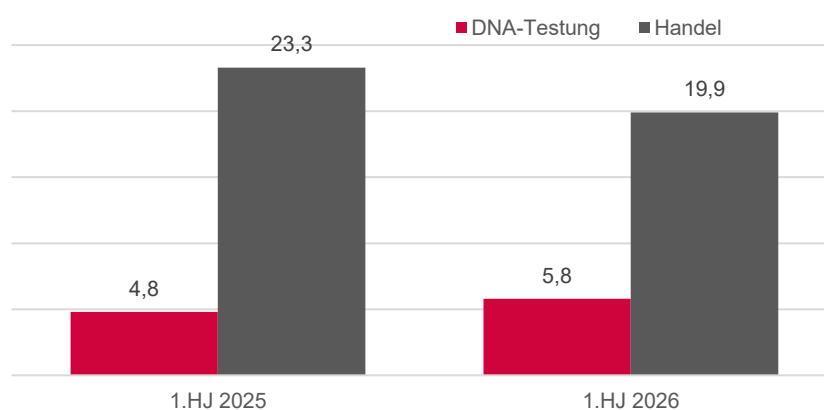
Quelle: Novogenia AG; GBC AG

Umsatz- und Ergebnisentwicklung 1.HJ 2026

In den ersten sechs Monaten des Jahres 2026 musste die Novogenia AG (ehemals DARWIN AG) einen Rückgang der Konzernumsätze um 7,1 % auf 25,66 Mio. € (VJ: 27,62 Mio. €) hinnehmen. Verantwortlich hierfür war insbesondere das Handelssegment, in dem der Pharma- und Medizinproduktehandel von regulatorisch bedingten Absatzrückgängen betroffen war. Dies führte laut Unternehmensangaben zu einer Umsatzreduktion in Höhe von 14,6 % auf rund 19,9 Mio. € (VJ: 23,3 Mio. €). Die regulatorischen Änderungen betrafen insbesondere die Arzneimittelgattung Biologika, wodurch sich ein erhöhter Preisdruck für die Importeure ergab.

Erfreulich entwickelte sich hingegen das Kerngeschäft mit genetischen Analysen und darauf basierenden personalisierten Produkten. Hier stiegen die Umsatzerlöse nach Angaben des Vorstands um rund 20 % auf etwa 5,8 Mio. € (VJ: 4,8 Mio. €). Diese Entwicklung ist insbesondere vor dem Hintergrund der Belastungen im Onlinevertrieb bemerkenswert. Dort führten Veränderungen des Meta-Werbealgorithmus zu niedrigeren Konversionsraten und damit zu rückläufigen Umsätzen. Dies konnte durch die positive Entwicklung der übrigen Vertriebskanäle kompensiert werden, insbesondere der Apotheken- und Handelskooperationen sowie des Vertriebs über individuelle Partner wie Ernährungsberater und Fitnesstrainer. Insgesamt konnte das rückläufige Handelsgeschäft jedoch nicht kompensiert werden.

Segmentierung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



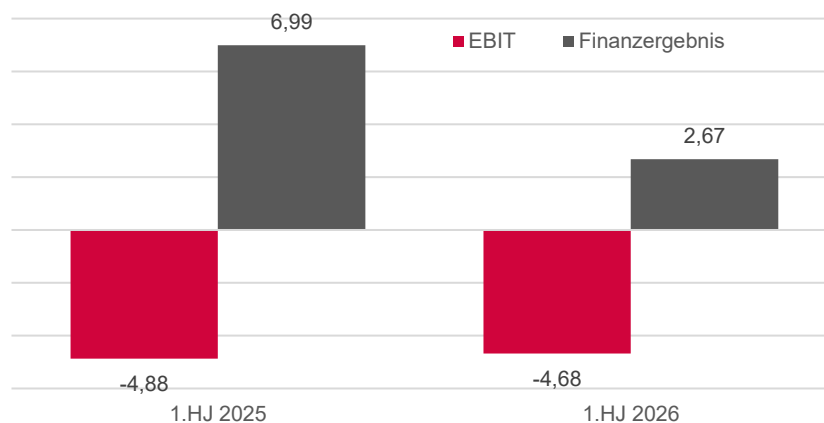
Quelle: Novogenia AG; GBC AG

Trotz der rückläufigen Umsatzentwicklung verzeichnete die Novogenia AG eine leichte Verbesserung des EBIT auf -4,68 Mio. € (VJ: -4,88 Mio. €). Erwartungsgemäß blieb das EBIT dabei weiterhin im negativen Bereich. Einerseits profitierte das operative Ergebnis von einer Verbesserung des Umsatzmixes, der im ersten Halbjahr 2026 einen höheren Anteil margenstarker DNA-Umsätze enthielt. Dies führte

zu einem Rückgang des Materialaufwands um 3,12 Mio. € auf 17,33 Mio. € (VJ: 20,45 Mio. €). Andererseits werden in der operativen Ergebnisentwicklung auch realisierte Kosteneinsparungen sichtbar. Diese hängen mit der weitgehend abgeschlossenen Investitionsphase in die IT-Infrastruktur zusammen. Dadurch konnten sowohl der Einsatz externer Dienstleister als auch die internen Personalkapazitäten reduziert werden.

Dank der erzielten Kosteneinsparungen und der allgemein höheren Ergebnis-Marge im Umsatzmix konnten sogar die fehlenden Sondereffekte aus der Auflösung von Rückstellungen ausgeglichen werden. In der Vorjahresperiode hatten diese noch mit 2,5 Mio. € zu den sonstigen betrieblichen Erträgen in Höhe von 3,57 Mio. € beigetragen. In den ersten sechs Monaten des Jahres 2026 reduzierten sich die sonstigen Erträge auf 0,21 Mio. €. Insgesamt ist die Ergebnisqualität damit trotz des noch negativen Ergebnisniveaus deutlich verbessert und auf eine nachhaltig reduzierte Kostenbasis zurückzuführen.

EBIT und Finanzergebnis (in Mio. €)



Quelle: Novogenia AG; GBC AG

In den vergangenen Berichtsperioden war das Finanzergebnis neben der Rückstellungsauflösung ein wesentlicher Ergebnistreiber der Novogenia AG. Die signifikanten Liquiditätszuflüsse aus der Zeit der Corona-PCR-Testungen führten zu einem starken Anstieg des Finanzvermögens, welches zum Teil in Wertpapiere des Anlage- und Umlaufvermögens investiert wurde. Das Finanzergebnis belief sich im ersten Halbjahr 2026 auf 2,67 Mio. € (VJ: 6,99 Mio. €). Der Vorjahreswert profitierte insbesondere von einem höheren Bestand an Wertpapieren des Anlage- und Umlaufvermögens. Daher weist die Novogenia AG in der Regel ein höheres Nachsteuerergebnis als das EBIT aus. In der abgelaufenen Berichtsperiode lag dieses mit -1,90 Mio. € (VJ: 2,11 Mio. €) aufgrund der niedrigeren Finanzerträge unter dem Vorjahreswert.

Entwicklung der Bilanzkennzahlen zum 30.06.2026

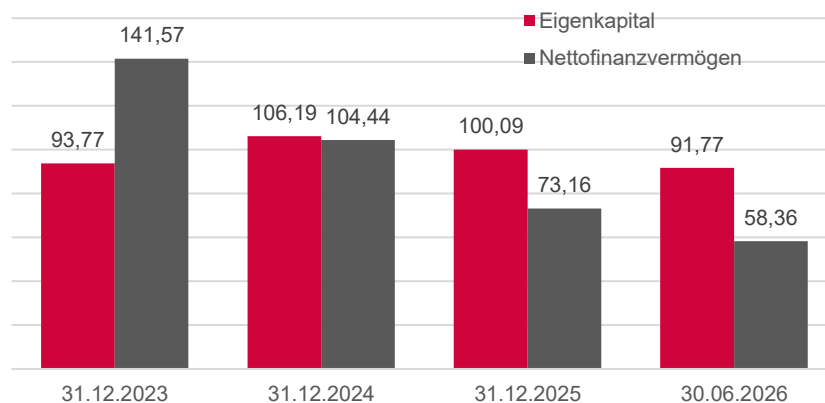
in Mio. €	31.12.23	31.12.24	31.12.25	30.06.26
Eigenkapital	93,77	106,19	100,09	91,77
EK-Quote	52,4%	69,4%	83,8%	80,5%
Liquide Mittel	18,45	20,66	12,53	11,97
Wertpapiere – kurzfr.	89,50	57,88	40,49	27,80
Finanzanlagen – langfr.	35,91	29,11	26,30	24,30
sonst. Rückstellungen	58,90	8,94	2,91	2,05
Operatives Anlagevermögen	6,54	8,33	11,96	17,28

Quelle: Novogenia AG; GBC AG

In den ersten sechs Monaten des Jahres 2026 setzte sich der Trend der rückläufigen Liquiditäts- und Wertpapierposition weiter fort. So reduzierte sich die kurzfristige Liquidität gegenüber dem 31.12.2025 auf insgesamt 39,77 Mio. € (31.12.2025: 53,02 Mio. €). Diese Entwicklung hängt unserer Ansicht nach in erster Linie mit den Investitionen in die neue Firmenzentrale in Hallwang zusammen. Zwar erfolgte der Spatenstich erst nach dem Bilanzstichtag, jedoch stiegen der Erwerb der Grundstücke sowie Vorabinvestitionen in den ersten sechs Monaten 2026 auf 9,00 Mio. € (31.12.2025: 4,65 Mio. €) deutlich an und führten zu einem entsprechenden Anstieg des Sachanlagevermögens. Die bisherigen Investitionen wurden zunächst aus Eigenmitteln finanziert; im weiteren Bauverlauf sollen dagegen bereits zugesagte Bankfinanzierungen verstärkt in Anspruch genommen werden.

Neben den Investitionen in den Neubau wurde im ersten Halbjahr zusätzliche Liquidität im Working Capital gebunden. Darüber hinaus hatte die Dividendenausschüttung in Höhe von 6,72 Mio. € im ersten Halbjahr 2026 einen liquiditätsmindernden Effekt. Schließlich dürfte auch die noch negative Ergebnissituation zum Liquiditätsrückgang beigetragen haben.

Eigenkapital und Nettofinanzvermögen (in Mio. €)



Quelle: Novogenia AG; GBC AG

Zum 30.06.2026 reduzierte sich das Eigenkapital auf 91,77 Mio. € (31.12.2025: 100,09 Mio. €). Ursächlich hierfür waren neben dem negativen Periodenergebnis insbesondere die im ersten Halbjahr erfolgte Dividendenausschüttung von 0,56 € je Aktie bzw. insgesamt 6,72 Mio. €. Mit einer Eigenkapitalquote von 80,5 % verfügt Novogenia jedoch weiterhin über eine sehr solide Kapitalausstattung. Aufgrund der geplanten stärkeren Inanspruchnahme bereits zugesagter Bankfinanzierungen dürfte sich die Eigenkapitalquote im weiteren Bauverlauf jedoch sukzessive etwas reduzieren.

PROGNOSEN UND MODELLANNAHMEN

GuV in Mio. €	GJ 26 (alt)	GJ 26e (neu)	GJ 27e	GJ 28e (alt)	GJ 28e (neu)	GJ 29e (alt)	GJ 29e (neu)
Umsatz	58,60	56,51	70,95	114,28	104,58	176,97	159,78
EBITDA	-0,87	-2,95	5,36	17,95	14,71	46,22	37,03
EBIT	-3,07	-5,15	1,26	10,57	7,33	38,60	29,41
Jahresüberschuss	-3,21	-1,52	0,01	6,07	4,27	25,41	20,99
EPS in €	-0,27	-0,13	0,00	0,51	0,36	2,12	1,75

Quelle: GBC AG

Die Umsatz- und Ergebnisentwicklung des ersten Halbjahres 2026 lag insbesondere aufgrund der dargestellten Schwäche im Handelssegment unter unseren Erwartungen. Nichtsdestotrotz gilt die mit der Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2025 ausgegebene Unternehmens-Guidance, wonach für das laufende Geschäftsjahr 2026 ein moderat steigender Umsatz erwartet wird. Um eine leichte Umsatzsteigerung zu erreichen, muss die Gesellschaft im zweiten Halbjahr Umsatzerlöse in Höhe von mindestens rund 29 Mio. € (2. HJ 2025: 26,69 Mio. €) erwirtschaften.

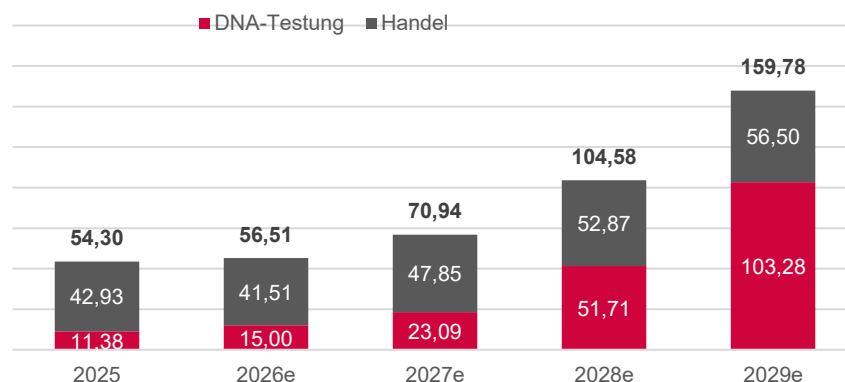
Die gegenüber dem ersten Halbjahr erforderliche Umsatzsteigerung sollte zum einen durch eine spürbare Belebung im Handelssegment erreicht werden. Nach dem regulatorisch bedingten Rückgang im ersten Halbjahr zeigen die bis August vorliegenden Umsatzzahlen laut Unternehmensangaben wieder einen deutlich freundlicheren Trend. Unterstützend sollen die bereits eingeleiteten Gegenmaßnahmen wirken, darunter die Erweiterung des Produktangebots und die Erschließung neuer Geschäftsfelder. Der Vorstand geht daher für das zweite Halbjahr von einer deutlich stabileren Entwicklung des Handelsgeschäfts aus. Parallel dazu sollte sich die positive Entwicklung im Kerngeschäft fortsetzen. Unterstützend wirken dabei insbesondere die gut laufenden, weniger onlineabhängigen Vertriebskanäle wie Apotheken- und Handels Kooperationen sowie der Vertrieb über einzelne Partner. Belastend bleibt dagegen weiterhin die Entwicklung im Onlinevertrieb. Zwar bilden sich die durch Änderungen des Meta-Werbealgorithmus verursachten Einschränkungen sukzessive zurück, die Erholung verläuft nach Unternehmensangaben jedoch langsamer als ursprünglich erhofft.

Laut Unternehmensangaben sind die mittelfristigen Aussichten weiterhin intakt, wenngleich hierzu keine konkreten Prognosen vorliegen. Einen wesentlichen Faktor für die mittelfristige Geschäftsentwicklung stellt der Hochlauf größerer Projekte dar. Diese werden vom Vorstand weiterhin als werthaltig eingeschätzt, wobei insbesondere der Zeitpunkt und die Geschwindigkeit der Skalierung nur eingeschränkt prognostizierbar sind. Ein Beispiel hierfür ist die Kooperation mit G42 in Abu Dhabi. Laut dem Vorstand laufen die Vorbereitungen planmäßig. Hierzu zählen insbesondere die Halal-Zertifizierung der Produktion, die sprachliche und kulturelle Anpassung der Berichte sowie weitere Test- und Anwendungsphasen. Für das Jahr 2027 wird unverändert der Übergang in die Wachstumsphase angestrebt. Größere projektseitige Verzögerungen sind derzeit nicht erkennbar, wenngleich die geopolitische Lage in der Region weiterhin ein Unsicherheitsfaktor darstellt.

Auf dieser Grundlage haben wir zunächst die Umsatzprognose für das laufende Geschäftsjahr leicht auf 56,51 Mio. € (bisherige Prognose: 58,60 Mio. €) reduziert. Dies beruht insbesondere auf Anpassungen unserer Schätzungen bei den Umsätzen des Handelssegments. Während wir die Prognosen für das kommende Geschäftsjahr in Höhe von 70,95 Mio. € unverändert lassen, nehmen wir bei den mittelfristigen Umsatzprognosen der Geschäftsjahre 2028 und 2029 etwas „die Luft“

heraus. Laut unseren Schätzungen soll das Kerngeschäft DNA-Testungen weiterhin eine höhere Wachstumsdynamik aufweisen.

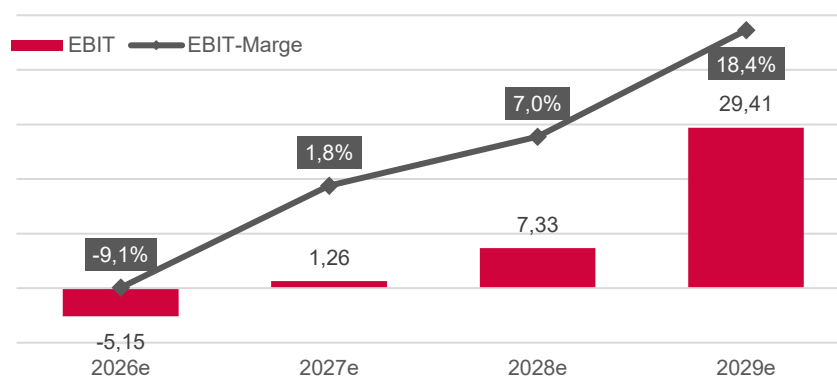
Umsatzprognosen nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

In der zweiten Hälfte des Geschäftsjahres 2026 sollte sich die Ergebnisentwicklung von einer anhaltenden Reduzierung der operativen Kosten positiv beeinflussen lassen. Nach Abschluss wesentlicher IT-Investitionsprojekte wurden sowohl externe Dienstleister als auch interne IT-Kapazitäten reduziert, wodurch die Personal- und sonstigen betrieblichen Aufwendungen bereits im ersten Halbjahr gesunken sind. Dieser Trend soll sich im weiteren Jahresverlauf fortsetzen, sodass zusätzliche Kosteneinsparungen zur Ergebnisverbesserung beitragen dürften. Für das zweite Halbjahr erwarten wir somit eine sichtbare operative Ergebnisverbesserung, allerdings weiterhin ein negatives EBIT. Aufgrund der schwierigen Prognostizierbarkeit hatten wir bislang keine Finanzerträge unterstellt. Nach den Finanzerträgen des ersten Halbjahres in Höhe von 3,16 Mio. € unterstellen wir nun auch auf Gesamtjahresebene ein positives Finanzergebnis. Dies hat zu einer Anhebung der EAT-Prognose auf -1,52 Mio. € (bisherige Prognose: -3,21 Mio. €) geführt.

Prognose EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Mit einem zunehmenden Umsatzniveau, das insbesondere durch einen dynamischen Anstieg der DNA-Umsätze geprägt sein sollte, rechnen wir im kommenden Geschäftsjahr damit, den EBIT-Break-Even zu übertreffen. In unserer letzten Schätzperiode prognostizieren wir eine EBIT-Marge in Höhe von 18,4 %.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die Novogenia AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2026 bis 2029 in Phase 1, erfolgt für die Jahre 2030 bis 2033 die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 10,0 %. In der konkreten Schätzperiode rechnen wir mit einem Anstieg der EBITDA-Marge auf bis zu 23,2 % (bisher: 26,1 %). Diesen Wert nehmen wir als Ziel-EBITDA-Marge für die Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells an. Die von uns angenommene Steuerquote von 23,2 % (Endwert: 23,2 %) orientiert sich an dem Körperschaftsteuersatz in Österreich, dem Unternehmenssitz der operativen Gesellschaft Novogenia GmbH. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0%.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Novogenia 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 zwölf Monate verwendet und das Ergebnis auf 25 Basispunkte gerundet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes ist 3,50 % (bisher: 3,00 %).

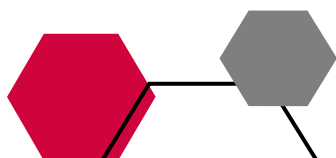
Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,54.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,99 % (bisher: 11,49 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 11,99 % (bisher: 11,49 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir einen fairen Unternehmenswert von 20,00 € (bisher: 24,75 €) je Aktie ermittelt. Die Kurszielreduktion ist einerseits eine Folge der erfolgten Prognoseanpassungen. Andererseits hatten die als Resultat des angehobenen risikolosen Zinssatzes erhöhten Kapitalkosten ebenfalls einen kurszielmindernden Effekt. Wir vergeben weiterhin das Rating „KAUFEN“.



DCF Modell

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	GJ 32e	GJ 33e	
Umsatz	56,51	70,95	104,58	159,78	175,76	193,33	212,67	233,93	
Umsatzwachstum	4,1%	25,5%	47,4%	52,8%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
EBITDA	-2,95	5,36	14,71	37,03	40,73	44,80	49,28	54,21	
EBITDA-Marge	-5,2%	7,5%	14,1%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	
EBIT	-5,15	1,26	7,33	29,41	33,26	36,59	40,25	44,27	
EBIT-Marge	-9,1%	1,8%	7,0%	18,4%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%	19,0%
NOPLAT	-4,64	1,03	5,64	22,65	25,54	28,10	30,91	34,00	34,82
Working Capital (WC)	16,15	18,91	27,87	42,58	46,83	51,52	56,67	62,34	
Anlagevermögen (OAV)	28,23	44,14	41,75	42,24	46,46	51,11	56,22	61,84	
Investiertes Kapital	44,38	63,04	69,62	84,81	93,29	102,62	112,89	124,17	
Kapitalrendite	-15,3%	2,3%	9,0%	32,5%	30,1%	30,1%	30,1%	30,1%	28,0%
EBITDA	-2,95	5,36	14,71	37,03	40,73	44,80	49,28	54,21	
Steuern auf EBITA	0,52	-0,23	-1,69	-6,76	-7,72	-8,49	-9,34	-10,27	
Veränderung OAV	-13,18	-20,00	-5,00	-8,10	-11,69	-12,86	-14,15	-15,56	
Veränderung WC	-3,13	-2,76	-8,96	-14,71	-4,26	-4,68	-5,15	-5,67	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	-18,75	-17,64	-0,93	7,45	17,06	18,77	20,65	22,71	323,81

Entwicklung Kapitalkosten

risikolose Rendite	3,50%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	1,54
Eigenkapitalkosten	11,99%
Zielgewichtung	100,00%
Fremdkapitalkosten	4,00%
Zielgewichtung	0,00%
Taxshield	23,15%
WACC	11,99%

Ermittlung fairer Wert

	GJ 26e	GJ 27e
Wert operatives Geschäft	177,68	216,61
Barwert expliziter FCFs	31,07	52,43
Barwert Continuing Value	146,61	164,18
Nettoschulden	-47,66	-23,28
Wert des Eigenkapitals	225,34	239,89
Fremde Gewinnanteile	0,08	0,08
Wert des Aktienkapitals	225,42	239,97
Ausstehende Aktien in Mio.	12,00	12,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	18,78	20,00

Sensitivitätsanalyse

		WACC				
		10,0%	11,0%	12,0%	13,0%	14,0%
Kapitalrendite	20,0%	19,52	17,43	15,79	14,48	13,42
	24,0%	22,45	19,90	17,90	16,29	14,99
	28,0%	25,38	22,36	20,00	18,11	16,57
	32,0%	28,31	24,83	22,10	19,92	18,14
	36,0%	31,23	27,29	24,20	21,73	19,71

ANHANG

§1 Research unter MiFID II – geringfügige nichtmonetäre Zuwendung

- I. Zwischen der GBC AG als Researchanbieter und dem Emittenten besteht eine Vereinbarung über die unabhängige Erstellung, Veröffentlichung und Verbreitung von Research über den jeweiligen Emittenten. Die GBC AG wird hierfür vom Emittenten vergütet. Die bestehende Vertrags- und Vergütungsbeziehung wird in der jeweiligen Researchstudie offengelegt.
- II. Die Researchstudie wird nicht exklusiv einzelnen Wertpapierfirmen, Kunden oder Investoren zur Verfügung gestellt, sondern interessierten Wertpapierfirmen bzw. der Allgemeinheit zugänglich gemacht.
- III. Vollständig vom Emittenten vergütetes Issuer-Sponsored Research wird öffentlich und kostenfrei verfügbar gemacht.
- IV. Schriftliches Researchmaterial, das von einem Emittenten beauftragt und bezahlt wird, kann unter den Voraussetzungen des Art. 12 Abs. 3 Buchst. b der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/593 als zulässige geringfügige nichtmonetäre Zuwendung eingestuft werden, sofern die Vertragsbeziehung klar offengelegt wird und das Material interessierten Wertpapierfirmen oder der Allgemeinheit zugänglich gemacht wird.
- V. Vorliegendes Research erfüllt nach Einschätzung der GBC AG diese Voraussetzungen. Die abschließende regulatorische Beurteilung der Annahme und Verwendung der Researchstudie obliegt der jeweils empfangenden Wertpapierfirma unter Berücksichtigung ihrer eigenen regulatorischen Verpflichtungen und Kundenbeziehungen.
- VI. Soweit die Researchstudie nicht durch einen Emittenten oder einen sonstigen Auftraggeber beauftragt wird, erfolgt die Erstellung auftragsunabhängig und ohne Beeinflussung durch Dritte.

§2 Issuer-Sponsored Research gemäß EU-Verhaltenskodex

I. Einordnung und Vergütung

Diese Researchstudie ist Issuer-Sponsored Research und wurde von der GBC AG in Übereinstimmung mit dem jeweils anwendbaren EU-Verhaltenskodex für Issuer-Sponsored Research erstellt.

Der Emittent hat die GBC AG vollständig für die Erstellung, Veröffentlichung und laufende Aktualisierung dieser Researchstudie vergütet. Die vereinbarte Vergütung ist fix. Sie ist weder direkt noch indirekt an den Inhalt der Researchstudie, die Empfehlung, das Rating, das Kursziel, die Bewertung, die Kursentwicklung, die Investorennachfrage, die Kapitalmarktreaktion oder die Zufriedenheit des Emittenten gekoppelt.

II. Öffentliche Verfügbarkeit

Diese Researchstudie ist als „öffentlich“ klassifiziert und wird der Allgemeinheit öffentlich und kostenfrei zur Verfügung gestellt. Die Studie kann über die Website der GBC AG, Researchportale, E-Mail-Verteiler, Finanzdatenplattformen, Börsenveröffentlichungssysteme, Medien, Datenanbieter und sonstige geeignete Verbreitungskanäle veröffentlicht und verbreitet werden.

III. Unabhängigkeit und Verantwortung

Analyse, Methodik, Bewertungsansatz, Annahmen, Empfehlung, Rating, Kursziel, Investment Case und Schlussfolgerungen liegen ausschließlich in der Verantwortung der GBC AG und der verantwortlichen Analysten.

Die entgeltliche oder gesponserte Natur der Researchstudie darf die Unabhängigkeit und Objektivität der Analyse nicht beeinträchtigen. Die GBC AG, ihre Analysten und sonstigen relevanten Personen versprechen dem Emittenten keine positive Coverage, keine günstige Empfehlung, kein bestimmtes Rating, kein bestimmtes Kursziel und keine bestimmte Kapitalmarktreaktion.

IV. Interessenkonflikte

Die GBC AG unterhält eine Interessenkonflikt-Policy sowie ein Interessenkonfliktregister oder eine vergleichbare dokumentierte Aufzeichnung. Relevante bestehende oder potenzielle Interessenkonflikte werden in dieser Researchstudie, im Offenlegungsregister der GBC AG oder auf andere geeignete Weise offengelegt.

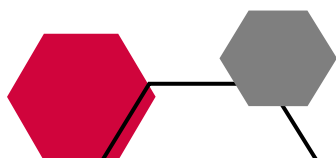
Die Interessenkonflikt-Policy und weitere Offenlegungen können auf der Website der GBC AG unter der Rubrik „Offenlegung“ eingesehen werden.

V. 5%-Umsatzschwelle

Die aus der Geschäftsbeziehung mit dem Emittenten erzielten Erlöse, einschließlich der Vergütung für Issuer-Sponsored Research und sonstiger emittentenbezogener Erlöse, überschritten im vorherigen Geschäftsjahr nicht 5 % der konsolidierten Bruttoerlöse der GBC AG.

VI. Vertrags- und Kundenbeziehung

Der Emittent ist Auftraggeber und Kunde der GBC AG. Innerhalb der letzten zwölf Monate vor Veröffentlichung dieser Researchstudie bestand eine vertragliche Beziehung zur entgeltlichen Erstellung, Veröffentlichung und Verbreitung von Research. Zudem hat der Emittent in den vergangenen 12 Monaten kostenpflichtig an Investorenkonferenzen von GBC AG teilgenommen und nimmt voraussichtlich auch im laufenden Jahr an kostenpflichtigen Investorenkonferenzen und Roadshows teil.



VII. Externe Researchanalysten

An der Erstellung dieser Researchstudie hat kein externer bzw. dritter Researchanalyst wesentlich mitgewirkt.

VIII. Draft Review

Soweit dem Emittenten vor Veröffentlichung ein Entwurf der Researchstudie zur Verfügung gestellt wurde, erfolgte dies ausschließlich zur Prüfung der sachlichen Richtigkeit und/oder rechtlicher oder regulatorischer Verpflichtungen. Ein solcher Entwurf enthielt keine finale oder indikative Empfehlung, kein Rating, kein Kursziel, keinen Bewertungsteil, keinen Investment Case und keine Investment Conclusion. Der Emittent hatte kein Recht, die Researchstudie freizugeben, zu ändern, zu blockieren, zu verzögern oder ihre Veröffentlichung zu verhindern. Die GBC AG entschied unabhängig, ob und in welchem Umfang sachlich oder rechtlich begründete Hinweise berücksichtigt wurden.

§3 Disclaimer/Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen dieser Studie stammen aus Quellen, welche die GBC AG für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt darauf verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Tatsachen und die dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind.

Trotz dieser Sorgfalt kann weder ausdrücklich noch stillschweigend eine Gewähr oder Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der enthaltenen Informationen übernommen werden. Informationen können unvollständig, verkürzt oder zusammengefasst sein. Weder die GBC AG noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, die aufgrund der Nutzung dieses Dokuments, seines Inhalts oder auf andere Weise im Zusammenhang mit diesem Dokument entstehen, soweit ein Haftungsausschluss rechtlich zulässig ist.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb, zur Zeichnung, zum Halten oder zur Veräußerung eines Wertpapiers oder sonstigen Finanzinstruments dar. Es darf weder vollständig noch teilweise als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag verwendet oder in diesem Zusammenhang als alleinige oder verlässliche Entscheidungsgrundlage herangezogen werden.

Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem öffentlichen oder privaten Angebot von Wertpapieren eines in dieser Publikation besprochenen Unternehmens sollte ausschließlich auf Grundlage der hierfür veröffentlichten und rechtlich maßgeblichen Angebotsunterlagen, Wertpapierprospekte oder sonstigen Verkaufsdokumente getroffen werden.

Die GBC AG übernimmt keine Gewähr dafür, dass dargestellte Prognosen, Renditeerwartungen, Kursziele, Bewertungen oder sonstige zukunftsgerichtete Aussagen eintreten. Änderungen der Annahmen, Marktbedingungen, Unternehmensentwicklung oder sonstiger Faktoren können einen wesentlichen Einfluss auf die dargestellten Ergebnisse, Prognosen und Kursziele haben.

Erträge aus Investitionen sowie die Kurse von Finanzinstrumenten unterliegen Schwankungen. Anleger können das eingesetzte Kapital teilweise oder vollständig verlieren. Anlageentscheidungen sollten unter Berücksichtigung der persönlichen Verhältnisse, Anlageziele und Risikotoleranz sowie gegebenenfalls nach Beratung durch einen entsprechend qualifizierten Anlageberater getroffen werden.

Die vorliegende Researchstudie stellt keine individuelle Anlageberatung, keine Rechtsberatung, keine Steuerberatung und keine auf die persönlichen Verhältnisse eines bestimmten Empfängers zugeschnittene Empfehlung dar.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland

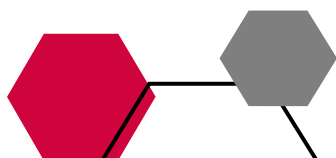
Diese Publikation darf, sofern sie im Vereinigten Königreich verbreitet wird, ausschließlich solchen Personen zugänglich gemacht werden, die (i) als authorised persons oder exempt persons im Sinne des Financial Services and Markets Act 2000 gelten oder (ii) als relevant persons im Sinne der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 in ihrer jeweils geltenden Fassung anzusehen sind.

Diese Publikation richtet sich nicht an Privatkunden im Sinne der Regeln der Financial Conduct Authority und darf weder direkt noch indirekt an solche Personen weitergegeben oder von ihnen genutzt werden, soweit dies nach den anwendbaren Vorschriften nicht zulässig ist.

Diese Publikation stellt kein Angebot, keine Aufforderung und keine individuelle Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten im Sinne des Financial Services and Markets Act 2000 dar.

Kein anderer Personenkreis als die vorgenannten relevanten Personen ist berechtigt, sich auf diese Publikation zu stützen oder Handlungen ausschließlich auf ihrer Grundlage vorzunehmen.

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



Durch die Entgegennahme dieses Dokuments werden die vorstehenden Haftungsbeschränkungen und Verbreitungsbeschränkungen anerkannt, soweit dies rechtlich zulässig ist.

§4 Rechtshinweise und Offenlegungen gemäß § 85 WpHG, Art. 20 MAR und der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958

I. Aktualisierung

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell nicht terminiert. Die GBC AG behält sich vor, die Analyse unangekündigt zu aktualisieren.

Bei Issuer-Sponsored Research bemüht sich die GBC AG während des relevanten Coverage-Zeitraums nach besten Kräften um eine zeitnahe Aktualisierung, wenn wichtige Informationen veröffentlicht werden, die voraussichtlich einen wesentlichen Einfluss auf die vom Research erfassten Finanzinstrumente haben. Die GBC AG entscheidet unabhängig, ob und in welchem Umfang ein Update erforderlich ist.

II. Empfehlungen/Einstufungen/Ratings

Die GBC AG verwendet seit dem 1. Juli 2006 ein dreistufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1. Juli 2007 beziehen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von mindestens sechs bis maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu zwölf Monaten.

Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß den nachfolgend beschriebenen Einstufungen anhand der erwarteten Rendite festgelegt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, können jedoch Anlass zu einer Überprüfung der ursprünglichen Empfehlung geben.

KAUFEN

Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel und einschließlich erwarteter Dividendenzahlungen innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts, beträgt mindestens +10 %.

HALTEN

Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel und einschließlich erwarteter Dividendenzahlungen innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts, beträgt mehr als -10 % und weniger als +10 %.

VERKAUFEN

Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel und einschließlich erwarteter Dividendenzahlungen innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts, beträgt höchstens -10 %.

Kursziele der GBC AG werden anhand des ermittelten fairen Werts je Aktie festgelegt. Dieser wird auf Grundlage allgemein anerkannter und verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse ermittelt, beispielsweise anhand eines Discounted-Cash-flow-Verfahrens, eines Peer-Group-Vergleichs und/oder eines Sum-of-the-Parts-Verfahrens.

Dabei werden, soweit relevant, fundamentale Faktoren und Kapitalmaßnahmen wie Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen, M&A-Aktivitäten oder Aktienrückkäufe berücksichtigt.

III. Historische Empfehlungen

Die historischen Empfehlungen der GBC AG zu der vorliegenden Analyse können im Offenlegungsregister auf der Website der GBC AG eingesehen werden.

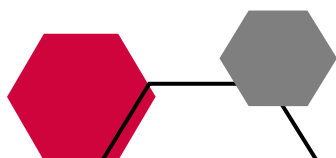
IV. Informationsbasis

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse wurden öffentlich zugängliche Informationen über den Emittenten verwendet, die die GBC AG für zuverlässig hält. Hierzu können insbesondere Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekte, Unternehmenspräsentationen sowie sonstige öffentlich verfügbare Informationen gehören. Darüber hinaus können Gespräche mit dem Management oder sonstigen Vertretern des analysierten Unternehmens geführt worden sein, um öffentlich bekannte Sachverhalte, die Geschäftsaktivitäten und die Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

Der Emittent ist verpflichtet, nicht öffentliche, vertrauliche oder potenziell als Insiderinformationen einzustufende Informationen vor ihrer Übermittlung eindeutig als solche zu kennzeichnen. Die GBC AG kann die Entgegennahme solcher Informationen ablehnen.

V. Interessenkonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR

Die GBC AG und die verantwortlichen Analysten erklären, dass zum Zeitpunkt der Veröffentlichung hinsichtlich des in der Analyse genannten Unternehmens die nachfolgend bezeichneten bestehenden oder potenziellen Interessenkonflikte vorliegen.



Eine Erläuterung der einzelnen Interessenkonflikte ist im nachfolgenden Katalog möglicher Interessenkonflikte unter § 4 Abschnitt VI enthalten.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente bestehen folgende mögliche Interessenkonflikte: (5a,11)

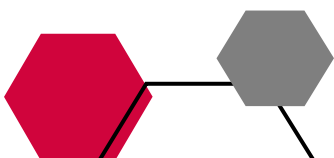
VI. Katalog möglicher Interessenkonflikte

- (1) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an dem analysierten Unternehmen oder dem analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Das analysierte Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor für Finanzinstrumente des analysierten Unternehmens.
- (4) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war innerhalb der letzten zwölf Monate bei einer öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des analysierten Unternehmens federführend oder unterstützend beteiligt.
- (5a) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat innerhalb der letzten zwölf Monate mit dem analysierten Unternehmen oder dem Emittenten des analysierten Finanzinstruments eine Vereinbarung über die entgeltliche Erstellung von Researchberichten geschlossen. Soweit dem Emittenten vor Veröffentlichung ein Entwurf der Researchstudie zur Verfügung gestellt wurde, erfolgte dies ausschließlich zur Prüfung der sachlichen Richtigkeit und/oder rechtlicher oder regulatorischer Verpflichtungen. Der Entwurf enthielt keine finale oder indikative Empfehlung, kein Rating, kein Kursziel, keinen Bewertungsteil, keinen Investment Case und keine Investment Conclusion.
- (5b) Der Entwurf der Researchstudie wurde aufgrund berechtigter sachlicher, öffentlich überprüfbarer oder rechtlicher Hinweise des Unternehmens oder Emittenten geändert. Die Entscheidung über die Berücksichtigung der Hinweise lag ausschließlich bei der GBC AG.
- (6a) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat innerhalb der letzten zwölf Monate mit einem Dritten eine Vereinbarung über die entgeltliche Erstellung von Researchberichten über das analysierte Unternehmen oder Finanzinstrument geschlossen. Soweit ein Entwurf vor Veröffentlichung dem Dritten und/oder dem Emittenten zugänglich gemacht wurde, erfolgte dies ausschließlich zur Prüfung sachlicher Angaben und/oder rechtlicher oder regulatorischer Verpflichtungen. Der Entwurf enthielt keine finale oder indikative Empfehlung, kein Rating, kein Kursziel, keinen Bewertungsteil, keinen Investment Case und keine Investment Conclusion.
- (6b) Der Entwurf der Researchstudie wurde aufgrund berechtigter sachlicher, öffentlich überprüfbarer oder rechtlicher Hinweise des Dritten und/oder Emittenten geändert. Die Entscheidung über die Berücksichtigung der Hinweise lag ausschließlich bei der GBC AG.
- (7) Der verantwortliche Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und/oder eine sonstige an der Erstellung der Researchstudie beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an dem analysierten Unternehmen.
- (8) Der verantwortliche Analyst des analysierten Unternehmens ist Mitglied eines Leitungs- oder Aufsichtsorgans dieses Unternehmens.
- (9) Der verantwortliche Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem analysierten Unternehmen vor deren öffentlicher Emission erhalten oder erworben.
- (10) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat innerhalb der letzten zwölf Monate mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen geschlossen.
- (11) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat sonstige bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen. Hierzu können insbesondere die Gewinnung oder Ausübung von Mandaten sowie die Erbringung sonstiger Dienstleistungen gehören, beispielsweise die Präsentation des Unternehmens auf Investorenkonferenzen, Roundtables oder Roadshows.
- (12) Das analysierte Unternehmen ist zum Zeitpunkt der Researchstudie Bestandteil eines von der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person betreuten oder beratenen Finanzinstruments oder Finanzprodukts, beispielsweise eines Zertifikats oder Fonds.
- (13) Die aus der Geschäftsbeziehung mit dem analysierten Unternehmen bzw. Emittenten erzielten Erlöse, einschließlich der Vergütung für Issuer-Sponsored Research und sonstiger emittentenbezogener Erlöse, überstiegen im vorherigen Geschäftsjahr 5 % der konsolidierten Bruttoerlöse der GBC AG. Der relevante Prozentsatz sowie die zur Vermeidung oder Steuerung des daraus resultierenden spezifischen Interessenkonflikts getroffenen Maßnahmen werden in der jeweiligen Researchstudie offengelegt.

VII. Compliance

Die GBC AG hat interne regulatorische und organisatorische Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte zu identifizieren, zu vermeiden oder zu steuern und bestehende oder potenzielle Interessenkonflikte angemessen offenzulegen. Die GBC AG unterhält hierzu insbesondere eine Interessenkonflikt-Policy, ein Interessenkonfliktregister oder eine vergleichbare dokumentierte Aufzeichnung, interne Compliance- und Restricted-List-Prozesse sowie Regelungen zu persönlichen Wertpapiergeschäften und Freigabeverfahren.

Verantwortlich für die Überwachung der Einhaltung der einschlägigen Compliance-Regelungen ist die Compliance-Funktion der GBC AG. Anfragen können an compliance@gbc-ag.de gerichtet werden.



VIII. Verantwortlich für die Erstellung

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg.
Die GBC AG wird durch ihre Vorstände Manuel Hölzle und Jörg Grunwald vertreten.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl.-Betriebswirt (FH), stellvertretender Chefanalyst
Matthias Greiffenberger, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§5. Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird dem Empfänger ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt.

Eine Vervielfältigung, Bearbeitung, Weitergabe oder sonstige Nutzung außerhalb der gesetzlichen Schranken des Urheberrechts bedarf grundsätzlich der vorherigen Zustimmung der GBC AG oder des jeweiligen Rechteinhabers.

Soweit dem Emittenten vertragliche Nutzungs- oder Veröffentlichungsrechte eingeräumt wurden, darf die Researchstudie nicht verfälscht, irreführend gekürzt, aus dem Zusammenhang gerissen oder in einer Weise verwendet werden, die einen irreführenden Eindruck hervorrufen kann.

Bei einer Veröffentlichung oder Verbreitung durch den Emittenten ist die GBC AG als Researchanbieter zu nennen und auf die vollständige Researchstudie zu verweisen.

GBC AG

Halderstraße 27

86150 Augsburg Deutschland

E-Mail: compliance@gbc-ag.de

