

## United Labels AG \*5a, 6a, 11

### 1.HJ 25: Auftragsverschiebungen belasten operative Performance, Onlinebusiness weiterhin im Aufwind; Kursziel angepasst

**Branche:** Handel / E-Commerce

**Fokus:** Vertrieb von Markenprodukten, v.a. aus den Bereichen Medien/Entertainment  
**Gründung:** 1987

**Mitarbeiter:** >50 (zum 30.06.25)

**Firmensitz:** Münster (NRW)  
**Vorstand:** Peter Boder (CEO)

Die United Labels AG (United Labels) ist einer der führenden Hersteller und Vermarkter von Comic-Lizenz-Markenprodukten in Europa. Das Unternehmen nimmt eine Schlüsselposition zwischen Markengebern und dem Handel ein, denn mit dem umfangreichen Produktsortiment (>4.500 Artikel) und einem attraktiven Markenportfolio (Peanuts, Spongebob, Paw Patrol, Hello Kitty, Harry Potter u.v.m.) ist das Unternehmen im Bereich Comicware für beide Seiten ein kompetenter Ansprechpartner. Zum einen bietet die Gesellschaft dem Handel starke und erfolgreiche Comic-Marken in allen verkaufsstarken Produktbereichen aus einer Hand an. Zum anderen zeichnet sich das Unternehmen aufgrund seiner langjährigen Erfahrung im Markengeschäft und seiner europaweiten Vertriebsdichte bei Markengebern als bevorzugter Partner aus. Lizenzpartner des Unternehmens wie z.B. Paramount, Warner Bros., Mattel oder Hasbro haben zudem direkten Anteil am Verkaufserfolg des Markenspezialisten.

in Mio. €	GJ 23	GJ 24	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e
Umsatz	24,82	22,45	22,68	25,78	29,61
EBITDA	1,33	1,42	1,62	2,12	2,68
EBIT	1,01	1,14	1,29	1,77	2,31
Nettoergebnis (EAT)	0,63	0,16	0,48	0,92	1,44
Gewinn je Aktie	0,09	0,02	0,07	0,13	0,21
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/Umsatz	0,60	0,66	0,66	0,58	0,50
EV/EBITDA	11,21	10,50	9,20	7,03	5,56
EV/EBIT	14,76	13,08	11,55	8,42	6,45
KGV	11,55	45,48	15,16	7,91	5,05
KBV		2,63			

#### Investment Case

- Der United Labels-Konzern ist ein bevorzugter und langjähriger Partner namhafter Medien-/Entertainment-Unternehmen (z.B. Peanuts, Warner Bros. oder Hasbro) bei der Entwicklung, Vermarktung und dem Vertrieb von lizenzierten Markenprodukten.
- Um ihr Geschäft auszubauen, kann die Gesellschaft auf ein breites Markenportfolio (über 30 Brands und 150 Charaktere) eine hohe Vertriebsdichte sowie auf einen breiten Kundenstamm (über 1.000 Kunden) in Europa bzw. Deutschland zurückgreifen.
- Die dynamischen Umsatzzuwächse im Onlinegeschäft (Wachstum in 2024: 91,0%) eröffnet ein enormes Wachstumspotenzial für den Markenartikelspezialisten.
- Durch den „Asset-light-Ansatz“ des Geschäftsmodells in Verbindung mit dem traditionell margenstarken Commerce-Business sind bei einer deutlichen Ausweitung der onlinebasierten Umsatzerlöse deutlich überproportionale Ergebniszuwächse erzielbar.
- Die eigenen Logistikstrukturen ermöglichen eine wesentlich breitere Anbindung der Vermarktungsaktivitäten an verschiedene digitale Plattformen und sorgen neben Kostenvorteilen für ein stärkeres Expansionspotenzial im Onlinehandel.
- Attraktive Bewertung und Kurspotenzial:** Basierend auf unseren angepassten Schätzungen und einem Kursziel von 4,00 € vergeben wir das Rating „KAUFEN“ und sehen unverändert ein deutliches Kurspotenzial in der Aktie.

**Rating:** KAUFEN  
**Kursziel:** 4,00 EUR

#### Aktie und Stammdaten



Schlusskurs (vom Vortag)	1,05 EUR
Börsenplatz	XETRA
ISIN	DE0005489561
WKN	548956
Aktienzahl (in Mio.)	6,93
MCap (in Mio. EUR)	7,28
Enterprise Value (in Mio. EUR)	14,91
Transparenzlevel	Regulierter Markt
Marktsegment	Prime Standard
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	IFRS

#### Aktionärsstruktur

Management	35,9%
Free Float	64,1%

#### Finanztermine

Nov. 2025	9-Monatsbericht GJ 2025
-----------	-------------------------

#### Analysten

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

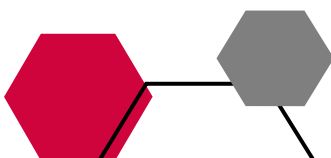
#### Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
03.07.2025: RS / 5,05 / KAUFEN  
18.12.2024: RS / 4,35 / KAUFEN  
17.09.2024: RS / 4,35 / KAUFEN  
22.08.2024: RS / 4,35 / KAUFEN  
\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen werden

Fertigstellung: 11.11.2025 (9:20 Uhr)  
Erste Weitergabe: 11.11.2025 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2026

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 8



## GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2025

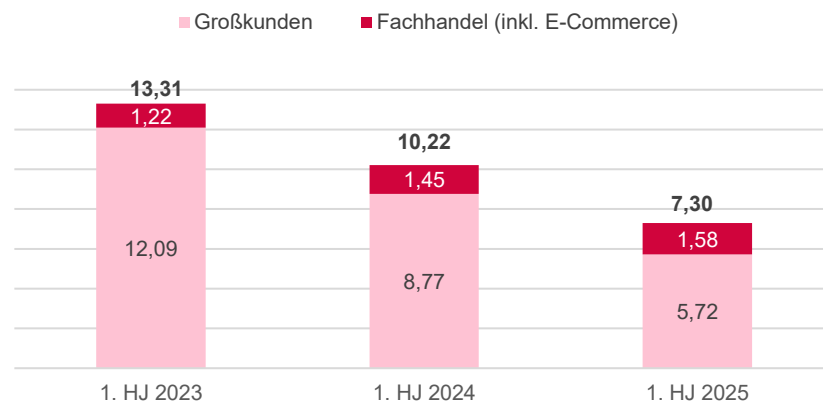
GuV in Mio. €	1. HJ 2023	1. HJ 2024	1. HJ 2025
Umsatz	13,31	10,22	7,30
EBITDA*	1,11	1,20	0,58
EBIT	0,95	1,08	0,43
Nettoergebnis	0,63	0,61	0,14

Quelle: United Labels AG; GBC AG; \*inkl. Abschreibungen auf Nutzungsrechte

Ende September 2025 hat der United Labels-Konzern seine Halbjahreszahlen für das aktuelle Geschäftsjahr 2025 veröffentlicht. Hiernach hat die Gesellschaft in den ersten sechs Monaten Konzernumsatzerlöse in Höhe von 7,30 Mio. € erwirtschaftet und damit aufgrund von Auftragsverschiebungen im Großkundenbereich einen Erlösrückgang im Vergleich zum Vorjahreszeitraum (1. HJ 2024: 10,22 Mio. €) hinnehmen müssen.

Die erwirtschafteten Konzernumsatzerlöse wurden dabei hauptsächlich vom Großkundengeschäftsbereich (Konzernumsatzanteil: ca. 78,0%) getragen. In diesem Geschäftsfeld wurden Segmenterlöse in Höhe von 5,72 Mio. € erzielt, welche sich unterhalb des Vorjahresniveaus (1. HJ 2024: 8,77 Mio. €) bewegt haben.

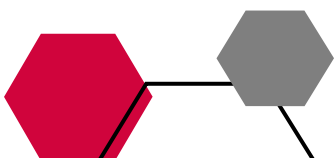
### Entwicklung der Konzern- und Segmentumsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: United Labels AG; GBC AG

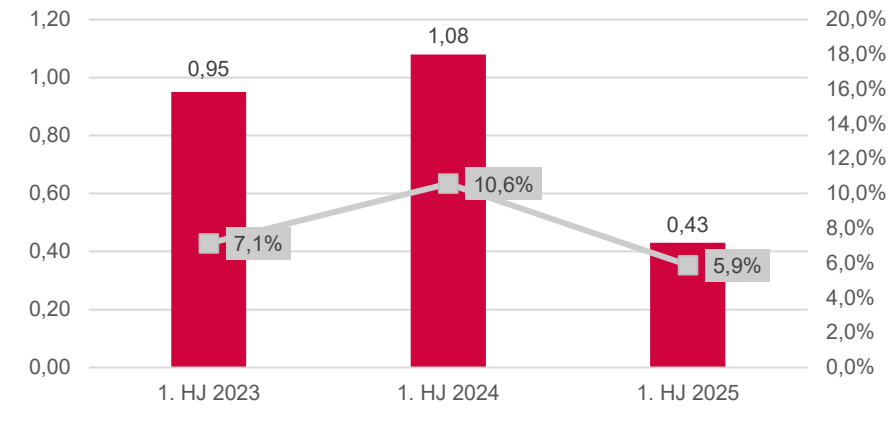
Flankierend hierzu hat der Fachhandels- bzw. E-Commerce-Geschäftsbereich mit einem deutlichen Umsatzanstieg um 9,0% auf 1,58 Mio. € (1. HJ 2024: 1,45 Mio. €) ebenfalls einen spürbaren Beitrag zum Gesamtumsatz geleistet. Die erwirtschafteten Segmenterlöse wurden dabei v.a. vom Onlinebusiness der Tochtergesellschaft Elfen Service GmbH getragen. Die Online-Umsätze dieser Tochter konnten im Halbjahr signifikant um 6,0% auf rund 1,27 Mio. € (1. HJ 2024: 1,20 Mio. €) gesteigert werden. Damit konnte gleichzeitig der Konzernumsatzanteil der Onlineerlöse zum Ende des ersten Halbjahres deutlich auf 17,4% (1. HJ 2024: 11,7%) erhöht werden.

Parallel zur rückläufigen Umsatzentwicklung hat die Gesellschaft auch auf allen Ergebnisebenen bedingt durch geringere erzielte Skalen- bzw. Volumeneffekte Ertragsrückgänge verzeichnet. So ist das EBIT signifikant auf 0,43 Mio. € (1. HJ 2024: 1,08 Mio. €) gesunken. Gleichzeitig reduzierte sich infolgedessen auch die EBIT-Marge deutlich auf 5,9% (1. HJ 2024: 10,6%). Die operative Ergebnisentwicklung wurde dabei insbesondere durch ein stabiles Segmentergebnis aus dem Fachhandels- bzw. E-Commerce-Business in Höhe von 1,14 Mio. €



(Rohergebnis 1. HJ 2024: 1,26 Mio. €) gestützt. Das Großkundengeschäftsfeld steuerte ein Segmentrohergebnis in Höhe von 2,48 Mio. € (Rohergebnis 1. HJ 2024: 2,84 Mio. €) zum Konzernrohergebnis bei.

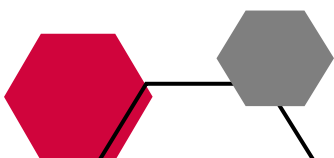
**Entwicklung des EBIT bzw. der EBIT-Marge auf Halbjahresbasis (Mio. € / %)**



Quelle: United Labels AG; GBC AG

Auf Nettoebene wurde trotz der gesunkenen operativen Ertragskraft ein positives Nachsteuerergebnis in Höhe von 0,14 Mio. € erzielt, welches unterhalb des Vorjahresniveaus lag (1. HJ 2024: 0,61 Mio. €). Das Nachsteuerergebnis konnte hierbei auch von deutlich gesunkenen Zinsaufwendungen (Zinslast 1. HJ 2025: -0,30 Mio. € vs. Zinslast 1. HJ 2024: -0,41 Mio. €) profitieren.

Hinsichtlich der Auftragslage wurde Ende Juni 2025 ein Auftragsbestand in Höhe von 14,70 Mio. € verzeichnet, der damit deutlich um 21,0% oberhalb des Auftragsniveaus des Vorjahresstichtags (Auftragsbestand 30.06.2024: 12,20 Mio. €) lag. Laut Unternehmensangaben entfallen hiervon 10,90 Mio. € auf die zweite Jahreshälfte des aktuellen Geschäftsjahres. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass im Auftragsbestand keine zusätzlichen Umsätze aus dem E-Commerce-Business im traditionell umsatzstarken Weihnachtsgeschäft sowie nachlaufenden Aufträgen mit kurzen Lieferterminen enthalten sind.



## PROGNOSEN UND BEWERTUNG

in Mio. €	GJ 24	GJ 25e (Neu)	GJ 25e (Alt)	GJ 26e (Neu)	GJ 26e (Alt)	GJ 27e (Neu)	GJ 27e (Alt)
Umsatz	22,45	22,68	25,97	25,78	30,88	29,61	35,77
EBITDA	1,42	1,62	1,86	2,12	2,56	2,68	3,31
EBIT	1,14	1,29	1,51	1,77	2,19	2,31	2,92
Nettoergebnis	0,16	0,48	0,41	0,92	0,88	1,44	1,57

Quelle: United Labels AG; GBC AG

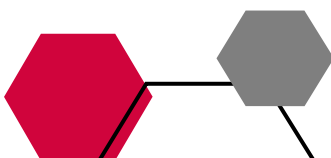
Im Rahmen der Veröffentlichung seiner Halbjahreszahlen hat der United Labels-Konzern ebenfalls seine bisherige Unternehmensguidance (Umsatz- und Ergebnissteigerung gegenüber dem Vorjahr) bekräftigt. Folglich erwartet das Unternehmen für das aktuelle Geschäftsjahr 2025 weiterhin ein Wachstum bei Umsatz und Ergebnis.

Vor dem Hintergrund der Halbjahresperformance, die v.a. umsatzseitig unter unseren Erwartungen lag, haben wir unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisschätzungen moderat nach unten angepasst. Für das aktuelle Geschäftsjahr rechnen wir nun mit Konzernumsatzerlösen in Höhe von 22,68 Mio. € (zuvor: 25,97 Mio. €) und einem EBIT von 1,29 Mio. € (zuvor: 1,51 Mio. €). Hinsichtlich des Folgejahres 2026 erwarten wir einen signifikanten Umsatz- und EBIT-Anstieg auf 25,78 Mio. € (zuvor: 30,88 Mio. €) bzw. 1,77 Mio. € (zuvor: 2,19 Mio. €). Im darauffolgenden Geschäftsjahr 2027 sollte ein weiterer Umsatz- und EBIT-Zuwachs auf dann 29,61 Mio. € (zuvor: 35,77 Mio. €) bzw. 2,31 Mio. € (zuvor: 2,92 Mio. €) gelingen können.

Entgegengesetzt zur Senkung unserer operativen Kennzahlen haben wir unsere bisherigen Nettoprognosen für die Geschäftsjahre 2025 und 2026 moderat angehoben, da wir künftig von deutlich geringeren Finanzaufwendungen ausgehen resultierend aus erwarteten signifikant verbesserten Refinanzierungskonditionen. So sank bereits zum Ende des ersten Halbjahres 2025 die Zinslast im Vergleich zum Vorjahreszeitraum deutlich auf -0,30 Mio. € (Zinslast 1. HJ 2024: -0,41 Mio. €).

Als zentralen Wachstumsfaktor für die weitere Geschäftsentwicklung sehen wir unverändert die wachstumsstarken E-Commerce-Geschäftsaktivitäten des United Labels-Konzerns, die stetig ausgebaut werden. Durch den erwarteten sukzessiven höheren Konzernumsatzanteil dieses margenträchtigen Segments, rechnen wir künftig auch parallel zur expansiven Umsatzentwicklung mit deutlich überproportionalen Ergebnisverbesserungen.

**Vor dem Hintergrund unserer angepassten Umsatz- und (operativen) Ergebnisschätzungen haben wir basierend auf unserem DCF-Modell ein neues Kursziel in Höhe von 4,00 € je Aktie ermittelt und damit unser bisheriges Kursziel (bisher: 5,05 €) gesenkt. Angesichts des aktuellen Kursniveaus vergeben wir weiterhin das Rating „Kaufen“ und sehen ein deutliches Kurspotenzial in der United Labels-Aktie.**



## BEWERTUNG

---

### Modellannahmen

Die United Labels 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 11,0% (zuvor: 11,0%). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir für diesen Zeitraum ein Margenniveau in einer Bandbreite von 9,74% bis 13,44% (zuvor: 9,64% bis 13,70%) angenommen.

Die Steuerquote haben wir bedingt durch die vorhandenen Verlustvorträge und die damit verbundenen geringere Steuerbelastung mit 2,2% bis 14,0% in Phase 1 und mit 30,0% in Phase 2 (Normalisierungsphase) berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt und eine nachhaltige Steuerquote von 30,0% unterstellt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0% (zuvor: 2,0%).

### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der United Labels 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 2,50%.

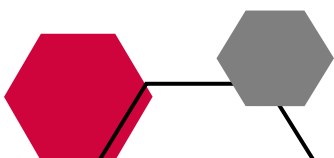
Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50% an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,70 (zuvor: 1,70).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,83% (zuvor: 11,83%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 70,0% (zuvor: 70,0%) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,10% (zuvor: 10,10%).

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,10% (zuvor: 10,10%) errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2026 entspricht als Kursziel 4,00 € (zuvor: 5,05 €).



## DCF MODELL

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 2025e	GJ 2026e	GJ 2027e	GJ 2028e	GJ 2029e	GJ 2030e	GJ 2031e	GJ 2032e	
<i>in Mio. €</i>									
Umsatz	22,68	25,78	29,61	32,87	36,48	40,50	44,95	49,89	
Umsatzwachstum	1,0%	13,7%	14,9%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	2,0%
EBITDA	1,62	2,12	2,68	3,20	3,95	4,84	5,72	6,71	
EBITDA-Marge	7,1%	8,2%	9,1%	9,7%	10,8%	11,9%	12,7%	13,4%	
EBITA	1,29	1,77	2,31	2,81	3,55	4,42	5,29	6,26	
EBITA-Marge	5,7%	6,9%	7,8%	8,6%	9,7%	10,9%	11,8%	12,5%	12,9%
NOPLAT	1,11	1,66	2,26	1,97	2,48	3,09	3,70	4,38	
Working Capital (WC)	2,72	3,35	4,44	4,93	5,47	6,07	6,74	7,48	
Anlagevermögen (OAV)	7,94	8,18	8,43	8,71	9,02	9,35	9,72	10,12	
Investiertes Kapital	10,66	11,53	12,87	13,64	14,49	15,43	16,47	17,60	
Kapitalrendite	13,8%	15,6%	19,6%	15,3%	18,2%	21,4%	24,0%	26,6%	26,2%
EBITDA	1,62	2,12	2,68	3,20	3,95	4,84	5,72	6,71	
Steuern auf EBITA	-0,18	-0,11	-0,05	-0,84	-1,06	-1,33	-1,59	-1,88	
Veränderung OAV	-0,52	-0,59	-0,62	-0,67	-0,71	-0,75	-0,80	-0,84	
Veränderung WC	-2,41	-0,63	-1,09	-0,49	-0,54	-0,60	-0,67	-0,74	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	-1,49	0,79	0,92	1,20	1,63	2,16	2,66	3,25	52,52

Entwicklung Kapitalkosten	
risikolose Rendite	2,50%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	1,70
Eigenkapitalkosten	11,83%
Zielgewichtung	70,00%
Fremdkapitalkosten	8,50%
Zielgewichtung	30,00%
Taxshield	28,66%
<b>WACC</b>	<b>10,10%</b>

Ermittlung fairer Wert	GJ 2025e	GJ 2026e
Wert operatives Geschäft	34,75	37,47
Barwert expliziter FCFs	7,97	7,98
Barwert Continuing Value	26,78	29,48
Nettoschulden	9,75	9,70
Wert des Eigenkapitals	25,00	27,77
Fremde Gewinnanteile	-0,02	-0,02
Wert des Aktienkapitals	24,98	27,75
Ausstehende Aktien in Mio.	6,93	6,93
<b>Fairer Wert der Aktie in EUR</b>	<b>3,60</b>	<b>4,00</b>

Sensitivitätsanalyse		WACC				
		9,5%	9,8%	10,1%	10,4%	10,7%
Kapitalrendite	25,7%	4,40	4,15	3,92	3,70	3,50
	25,9%	4,45	4,19	3,96	3,74	3,54
	26,2%	4,50	4,24	<b>4,00</b>	3,79	3,58
	26,4%	4,55	4,29	4,05	3,83	3,62
	26,7%	4,60	4,33	4,09	3,87	3,66

## 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 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

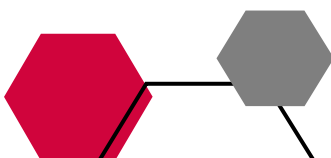
Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

#### § 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 den 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, 6a, 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:

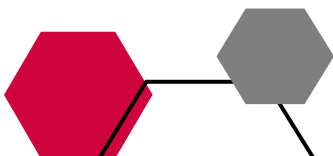
Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

### § 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](mailto: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](mailto:office@gbc-ag.de)**