



**Researchstudie (Anno)**



**GJ 2019/20 mit deutlichem Umsatz- und Ergebnis-  
zuwachs abgeschlossen**

-

**Rekorddividende für das vergangene  
Geschäftsjahr in Aussicht**

-

**Fortsetzung des profitablen Wachstumskurses erwartet**

**Kursziel: 45,50 €**

**Rating: Kaufen**

**WICHTIGER HINWEIS:**

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

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 31.03.2021 (17:31 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 01.04.2021 (09:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 30.09.2022

## tick Trading Software AG <sup>\*5a, 7,11</sup>

**Rating: Kaufen**  
**Kursziel: 45,50 €**  
**(bisher: 30,75 €)**

aktueller Kurs: 38,20 €  
 31.03.2021 / Stuttgart  
 (16:45 Uhr)  
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0LA304  
 WKN: AOLA30  
 Börsenkürzel: TBX  
 Aktienanzahl<sup>3</sup>: 1,01  
 Marketcap<sup>3</sup>: 39,59  
 EnterpriseValue<sup>3</sup>: 36,55  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
 Freefloat: 64,3%

Marktsegment:  
 Freiverkehr

Transparenzlevel:  
 Primärmarkt Düsseldorf

Rechnungslegung:  
 HGB

Geschäftsjahresende: 30.09.

**Analysten:**

Marcel Goldmann  
 goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker  
 filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 21

### Unternehmensprofil

Branche: Software

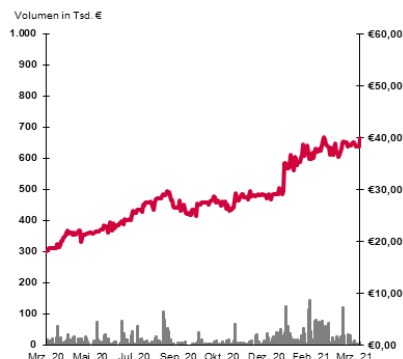
Fokus: Börsenzugangssysteme

Mitarbeiter: 23 (Stand: 30.09.2020)

Gründung: 2002

Firmensitz: Düsseldorf

Vorstand: Gerd Goetz, Carsten Schölzki



Mit der Gründung der tick Trading Software AG im Jahre 2002 setzten sich Oliver Wagner, Matthias Hocke und weitere Unternehmer aus der Finanzindustrie die Entwicklung einer der professionellsten und fortschrittlichsten Handelsplattformen zum Ziel. Mit der TradeBase MX Plattform stellt die tick TS AG diese nun weltweit erfolgreich ihren Kunden zur Verfügung. Seit einigen Jahren komplettieren neben der TBMX Plattform direkte Anbindungen an nationale und internationale Marktplätze und Broker, eine eigene Hosting- und Housing-Infrastruktur und eine TBMX White Label App sowie ein e-Trading Compliance Monitor (ECM) zur Einhaltung von ESMA-Vorschriften das Portfolio des Unternehmens.

Die Unternehmenssatzung der Gesellschaft sieht vor, dass stets der gesamte ausschüttungsfähige Bilanzgewinn zur Gewinnausschüttung an die Aktionäre verwendet wird. Somit beteiligt tick TS seine Aktionäre besonders stark am Erfolg des Unternehmens. Aufgrund dessen weist die tick TS-Aktie auch traditionell eine hohe Dividendenrendite auf.

in Mio. EUR	GJ 2018/19	GJ 2019/20	GJ 2020/21e	GJ 2021/22e	GJ 2022/23e
Umsatz	6,71	7,32	7,62	7,96	8,36
EBITDA	2,59	3,16	3,60	3,29	3,58
EBIT	2,37	2,94	3,38	3,08	3,38
Jahresüberschuss	1,65	2,01	2,33	2,13	2,33

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie (EPS)	1,64	2,00	2,31	2,10	2,31
Dividende je Aktie	1,61	2,01*	2,26	2,05	2,26

\*Erwarteter Ausschüttungsbetrag (GBCe)

### Kennzahlen

EV/Umsatz	5,45	4,99	4,80	4,59	4,37
EV/EBITDA	14,11	11,57	10,15	11,11	10,21
EV/EBIT	15,42	12,43	10,81	11,87	10,81
KGV	24,00	19,70	16,99	18,59	16,99
KBV		12,38			

### Finanztermine

April 2021: Ordentliche Hauptversammlung

Juni 2021: Voraussichtliche Veröffentlichung des Ergebnisses für das erste Halbjahr des GJ 2020/2021

November 2021: Voraussichtliche Veröffentlichung des vorläufigen Ergebnisses für das Geschäftsjahr 2020/2021

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

29.06.2020: RS / 30,75 / KAUFEN

17.03.2020: RS / 28,46 / KAUFEN

03.07.2019: RS / 27,00 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Die tick Trading Software AG (tick TS) hat auch im vergangenen Geschäftsjahr 2019/2020 „neue Bestwerte“ bei Umsatz- und Ertrag erzielen können und blickt auf ein weiteres Rekordgeschäftsjahr zurück. So hat das Unternehmen im Vergleich zum Vorjahr einen deutlichen Umsatzanstieg um 9,10% auf 7,32 Mio. € (VJ: 6,71 Mio. €) erzielt. Als einen wesentlichen Wachstumstreiber erwiesen sich hierbei die Erlöse aus lastabhängigen Gebühren. Diese sind im Vergleich zum Vorjahr sprunghaft um 80,5% auf 2,22 Mio. € (VJ: 1,23 Mio. €) angestiegen. Daneben hat ein relativ solider Verlauf im Bereich „Umsatzerlöse aus Lizenzen und Betrieb“ mit erwirtschafteten Erlösen in Höhe von 4,67 Mio. € (VJ: 4,82 Mio. €) ebenfalls den Umsatzanstieg begünstigt. Darüber hinaus waren die erneut angewachsenen wiederkehrenden Erlöse ein wichtiger Umsatztreiber, die jedes Jahr den Umsatzsockel weiter ansteigen lassen. So erhöhte sich der Anteil der wiederkehrenden Umsatzerlöse weiter auf 6,91 Mio. € (VJ: 5,80 Mio. €) bzw. auf 94,3% (VJ: 86,5%).
- Die sehr positive Umsatzentwicklung schlug sich überproportional auf die Ergebnisentwicklung nieder. So konnte das EBIT im Vergleich zum Vorjahr um 24,1% auf 2,94 Mio. € (VJ: 2,37 Mio. €) deutlich zulegen. Dieser deutliche Zuwachs wurde auch von einem deutlichen Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge um rund 0,28 Mio. € auf 0,41 Mio. € (VJ: 0,13 Mio. €) beflügelt. Zudem wurde die positive Ertragsentwicklung durch die relativ schlanke Kostenstruktur und die hohe Kostendisziplin des Unternehmens begünstigt. Bedingt durch die Tatsache, dass die Gesellschaft keine Finanzaufwendungen ausweist, konnte das Nettoergebnis mit einem Zuwachs um 21,8% auf 2,01 Mio. € (VJ: 1,65 Mio. €) deutlich gesteigert werden.
- In Anbetracht des erzielten Rekordgeschäftsjahres in Verbindung mit dem Vollausschüttungsgebot der Gesellschaft schlägt das Management des Unternehmens der anstehenden Hauptversammlung eine Rekorddividende in Höhe von 2,01 € je Aktie vor. Basierend auf dem aktuellen Kursniveau (39,20 €, Stuttgart, 30.03.2021) ergibt sich hieraus eine attraktive Dividendenrendite von rund 5,10%.
- Vor dem Hintergrund der vorsichtig optimistischen Unternehmensguidance (Jahresergebnis von 2,10 bis 2,50 Mio. €), der überzeugenden vergangenen Unternehmensperformance und einer erwarteten Fortsetzung der erfolgreichen Wachstumsstrategie, haben wir unsere bisherigen Schätzungen nach oben korrigiert und zudem erstmals konkrete Schätzungen für die Geschäftsjahre 2021/22 und 2022/23 aufgestellt.
- Wir erwarten für das laufende Geschäftsjahr 2020/21 Umsatzerlöse in Höhe von 7,62 Mio. € (zuvor: 7,49 Mio. €) und ein Jahresergebnis in Höhe von 2,33 Mio. € (zuvor: 1,91 Mio. €). Hierbei haben wir ebenfalls den von der tick TS zu Beginn des Jahres bekannt gegebenen erwarteten Einmalerlös in Höhe von 0,55 Mio. € in unserer Ergebnisschätzung berücksichtigt. Für das darauffolgende Geschäftsjahr 2021/22 kalkulieren wir mit einem Umsatzanstieg auf 7,96 Mio. € und mit einem Jahresergebnis von 2,13 Mio. €. Im Folgejahr sollten die Umsatzerlöse und das Jahresergebnis erneut zulegen können auf dann 8,36 Mio. € bzw. 2,33 Mio. €
- Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 45,50 € (bisher: 30,75 €) ermittelt. Neben den deutlich angehobenen Prognosen und der Ausweitung der detaillierten Schätzperiode, hatte ebenfalls die Reduktion unseres WACC auf 8,03% (zuvor: 9,35%) einen kurszielsteigernden Effekt. Diese Reduktion steht im Zusammenhang mit der allgemeinen Sen-

kung des risikofreien Zinssatzes in unseren Bewertungsmodellen seit dem 01.01.2021 auf die neue Untergrenze von 0,25% (zuvor: 1,00%). Daneben hat sich der einsetzende sogenannte „Roll-Over-Effekt“ (Kursziel bezogen auf das darauffolgende Geschäftsjahr) und die Kapitalkostensenkung (WACC) aufgrund der Reduktion des risikofreien Zinssatzes sowie des Beta's kurszielsteigernd ausgewirkt. Die Senkung des GBC-Beta's erfolgte hauptsächlich aufgrund des deutlichen Anstiegs der wiederkehrenden Erlöse und der Verbreiterung des Kundenstamms. Basierend auf dem aktuellen Kursniveau vergeben wir damit weiterhin das Rating Kaufen und sehen ein deutliches Kurspotenzial.

**Insgesamt sehen wir tick TS mit ihrer guten Marktposition und der erwarteten Fortsetzung des guten Marktumfelds (hohe Handelsaktivität an Finanzmärkten, stetige Zunahme neuer Kapitalmarktinteressierter etc.) in einer guten Ausgangslage, den profitablen Wachstumskurs weiter fortzusetzen und die Profitabilität überproportional zu steigern. Im Rahmen der verfolgten Wachstumsstrategie sollte es dem Unternehmen gelingen, mit den bestehenden und erwarteten neuen Kunden weiter zu wachsen. Daneben rechnen wir mit zusätzlichen erfolgreichen Wachstumsimpulsen durch die schrittweise Einführung neuer Produkte (z.B. White Label App) und Produktpdates bzw.-erweiterungen.**

## INHALTSVERZEICHNIS

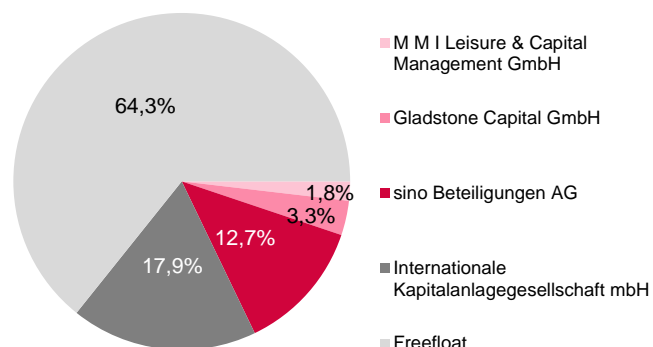
<b>Executive Summary</b> .....	<b>2</b>
<b>Unternehmen</b> .....	<b>5</b>
Aktionärsstruktur .....	5
Ausgewählte Services der tick TS.....	5
Bedeutende Kunden des Unternehmens (Auszug).....	5
<b>Markt und Marktumfeld</b> .....	<b>6</b>
Digitalisierung im Banken- beziehungsweise Finanzsektor .....	6
Handelsaktivitäten.....	6
Regulierung der Finanzbranche.....	7
Fintech-Boom.....	7
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose</b> .....	<b>9</b>
Geschäftsentwicklung 2019/20 .....	9
Umsatzentwicklung .....	9
Ergebnisentwicklung .....	10
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	12
SWOT-Analyse .....	13
Prognosen und Modellannahmen .....	14
Umsatzprognosen .....	14
Ergebnisprognosen .....	15
<b>Bewertung</b> .....	<b>18</b>
Modellannahmen .....	18
Bestimmung der Kapitalkosten .....	18
Bewertungsergebnis .....	18
DCF-Modell.....	19
<b>Anhang</b> .....	<b>20</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	02.03.2020*
M M I Leisure & Capital Management GmbH	1,8%
Gladstone Capital GmbH	3,3%
sino Beteiligungen AG	12,7%
Internationale Kapitalanlagegesellschaft mbH	17,9%
Freefloat	64,3%

Quelle: tick Trading Software AG, GBC AG \*Hinweis: neuere Angaben waren zum derzeitigen Zeitpunkt nicht verfügbar, daher der Stand von Anfang März 2020.



### Ausgewählte Services der tick TS

<b>HSBCfast</b>	<b>TBMX White Label App</b>	<b>Reportinglösungen</b>
Anschluss an den Fondssupermarkt der HSBC	<ul style="list-style-type: none"> <li>Institutspezifisches Branding</li> <li>iOS &amp; Android</li> </ul>	Frei konfigurierbar und Standardreports verfügbar
<b>Settlement Monitor</b>	<b>TBMX Handelsplattform</b>	<b>e-Trading – Compliance Monitor</b>
Realtime Settlement-Informationen	<ul style="list-style-type: none"> <li>Serverbasierte Interfaces</li> <li>GUI</li> </ul>	System zur Überwachung von MAD II / MAR
<b>Kursversorgung</b>	<b>Trading Venues</b>	<b>TBMX Risksystem</b>
Kursdatenvendor für zahlreiche Börsenplätze	Anbindung an Börsenplätze und Broker	Individuell konfigurierbares Risikosystem

Quelle: tick Trading Software AG

### Bedeutende Kunden des Unternehmens (Auszug)



Quelle: tick Trading Software AG; GBC AG

## MARKT UND MARKTUMFELD

Zu den wesentlichen Treibern, die den Markt und die Geschäftsaktivitäten der tick TS beeinflussen, zählen u.E. die zunehmende Digitalisierung innerhalb des Finanzsektors, eine steigende Frequenz und Volumen beim Börsenhandel, insbesondere an den deutschen Handelsplätzen sowie eine ansteigende Finanzregulierung, welche oftmals mittels Softwarelösungen umgesetzt wird. Daneben sorgt auch der Aufstieg der Fintechs dafür, dass der traditionelle Finanzsektor verstärkt in die Digitalisierung investiert und zudem klassische Banken ihre bisherigen Geschäftsmodelle anpassen und verstärkt digitalisieren.

Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung hat in der Regel keinen nennenswerten Einfluss auf die Geschäftsentwicklung der tick TS, da die genannten externen Faktoren mittels langfristiger Vertragslaufzeiten in Verbindung mit einem hohen Anteil an wiederkehrenden fixen Erlösen kompensiert werden können.

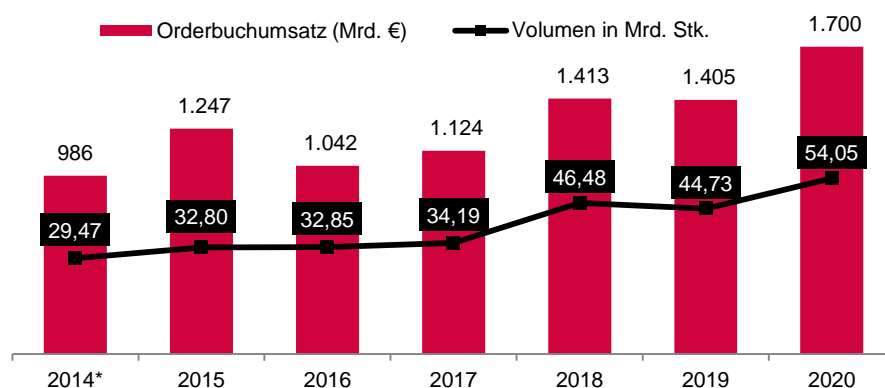
### Digitalisierung im Banken- beziehungsweise Finanzsektor

Insbesondere im Finanzsektor können mittels Nutzung von Informationstechnologie beträchtliche Effizienzverbesserungen, Kostenoptimierungen und Umsatzsteigerungen erzielt werden. Die Implementierung von digitalen Technologien ermöglicht es dem Finanzsektor flexibler und transparenter auf Kunden- und Marktanforderungen zu reagieren und zugleich regulatorische Anforderungen umzusetzen. Gerade bei Banken und Finanzdienstleistern werden täglich unzählige verschiedene Geschäftsprozesse „abgewickelt“, teilweise noch sehr stark analog geprägt. So dass viele Banken und Finanzdienstleister aufgrund ihrer alten Software- und Hardwarestrukturen noch hohen Modernisierungsbedarf haben.

### Handelsaktivitäten

Die Kunden der tick TS sind überwiegend auf dem deutschen Markt vertreten. Das anhaltende Niedrigzinsumfeld begünstigt die zunehmenden Aktivitäten an den Kapitalmärkten (Stichwort: „Alternativanlagenotstand“). Trotz der plötzlich aufgetretenen Corona-Krise im März/April 2020 konnte der deutsche Leitindex DAX das vergangene Jahr mit einem Kursplus von 3,5% abschließen.

### Xetra-Orderbuchumsätze und Volumen an den Börsensegmenten DAX, MDAX, SDAX und TecDAX



Quelle: Deutsche Börse Statistiken, GBC AG

In Bezug auf die Handelsplätze in Deutschland bedeutet dies somit ein hohes Handelsvolumen. Betrachtet man lediglich die vergangenen Handelsaktivitäten am bekannten

Marktplatz Xetra bezüglich der Börsensegmente DAX, MDAX, SDAX und TecDAX, so konnte man insgesamt einen nahezu nachhaltigen dynamischen Anstieg der Orderbuchumsätze und des Handelsvolumens an diesen Börsensegmenten beobachten. Ende 2020 wurden sowohl beim Xetra-Orderbuchumsatz mit 1.700 Mrd. € als auch beim Volumen mit 54,05 Mrd. neue Rekordwerte erzielt. Ähnlich dynamische Entwicklungen waren auch an anderen Marktplätzen wie bspw. Tradegate oder dem Handelssystem gettex festzustellen.

Dieser Marktzustand beeinflusst die Betreiber von Handelsplattformen und Anbieter von Börsenhandelssoftware- und Zugangssystemen wie bspw. tick TS positiv und sorgt somit für eine positive Umsatzdynamik im Markt bzw. der Branche.

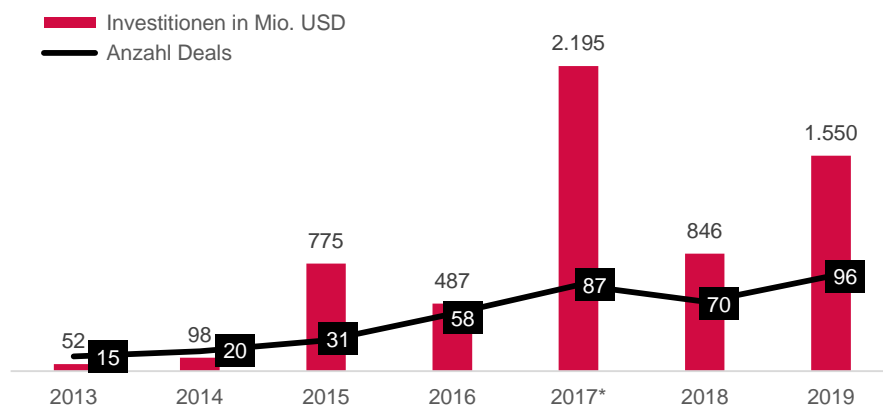
## Regulierung der Finanzbranche

Die zunehmende Regulierung des Finanzsektors hat massive Auswirkungen auf die IT-Strukturen der Banken und Finanzdienstleister. Dadurch werden oftmals zusätzliche Software- und Hardwarelösungen zwingend notwendig, um neuen Regulierungsvorschriften zu entsprechen. Dies ist beispielsweise bei der Handelsregulierung durch MIFID II der Fall. Weiterhin können sich neue Compliance-Anforderungen, wie beispielsweise Basel IV oder Reformen des Kreditmeldewesens, sehr stark auf die IT-Strukturen von Banken und Finanzdienstleistern auswirken. Dies kann hohe Investitionen nach sich ziehen, um überwiegend immer detailliertere und stärker verknüpfte Daten für das Reporting bereitzustellen und im Idealfall in Echtzeit übermitteln zu können. Daher partizipieren spezialisierte Unternehmen aus dem IT-Sektor an der zunehmenden Regulierung der Finanzwelt.

## Fintech-Boom

Der Fintech-Sektor gewinnt laut vielen Marktexperten immer mehr an Bedeutung und auch die Erfolge der FinTechs machen diese Gesellschaften weiterhin attraktiv für Investoren. Dieser positive Trend spiegelt sich auch in der dynamisch anwachsenden Zahl an Finanztransaktionen bei Fintech-Unternehmen und den deutlich ansteigenden Investitionen in Fintech-Gesellschaften in Deutschland wider. So stieg die Anzahl der Fintech-Deals von 15 in 2013 auf 96 in 2019 sprunghaft an. Im gleichen Zeitraum erhöhten sich die Investitionen in Fintech-Unternehmen von 52 Mio. USD in 2013 auf 1.550 Mio. USD in 2019. Diese Entwicklung unterstreicht die Zuversicht der Investoren in Bezug auf das künftige Wachstum und die Nachfrage nach innovativen digitalen Lösungen für Banken, Finanzdienstleister und Versicherungen sowie für Endkunden.

### Fintech-Investitionen in Deutschland (Investitionen in Mio. USD / Anzahl Deals)



Quelle: Accenture \* davon 1,60 Mrd.USD Investment in auxmoney



Das anhaltende Niedrigzinsumfeld, höhere Gebühren bei traditionellen Banken sowie die insgesamt positive Entwicklung der deutschen Börsenindizes, haben auch dazu geführt, dass sich deutsche Bundesbürger verstärkt am Kapitalmarkt engagiert haben. Hierbei sind vor allem viele junge Bürger erstmals mit der Börse in Berührung gekommen und haben entsprechende Wertpapierdepots angelegt.

### Börsenboom bei Online-Brokern

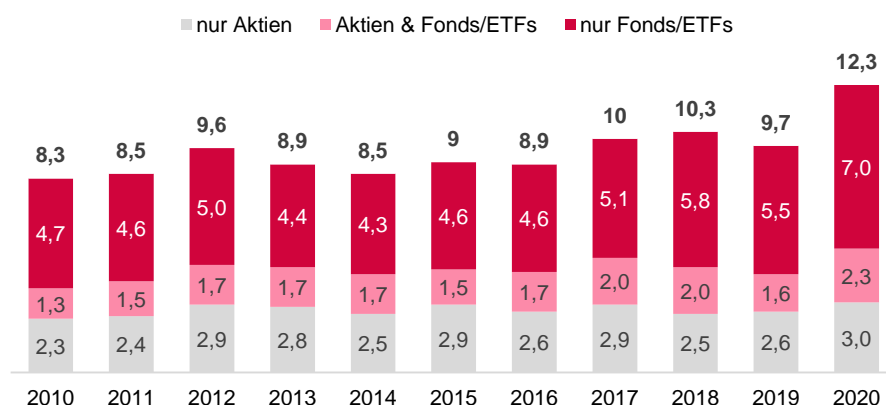
Bank / Broker	Veränderung Zahl der Depotkunden	Anmerkung	Gesamtzahl der Depots	Zuwachs in %
Comdirect	+230.000	Jan-Sep 2020	1.800.000	+15,0
Consors	+106.000	2020 gesamt	1.330.000	+9,0
FlatexDegiro	+350.000	2020 gesamt (geschätzt)	1.200.000	+41,0
ING (ehem. DiBa)	+210.000	Jan-Jun 2020	1.640.000	+15,0
Smartbroker	+80.000	seit Produktstart 16.12.19	80.000	k.A.
Trade Republ.		Marktschätzung	600.000	k.A.

Quelle: Welt; GBC AG

So wurden im vergangenen Jahr insgesamt mehr als 1,50 Mio. neue Depots von Deutschen bei Online-Banken oder Online-Brokern eröffnet. Nicht wenige Finanzhäuser berichten sogar vom größten Ansturm seit Jahrzehnten. Auch der aufstrebende Fintech-Sektor konnte hierbei bspw. durch so genannte Neobroker profitieren, die nicht selten innerhalb kürzester Zeit einen Kundenstamm von hunderttausenden Kunden aufbauen konnten.

Laut vielen Marktexperten beginnt sich in Deutschland wieder eine deutlich ausgeprägtere „Aktienkultur“ zu entwickeln. Dies spiegelt sich auch in einer regelmäßig steigenden Anzahl von Aktionären in Deutschland wider. Gemäß einer Studie des deutschen Aktieninstituts (DAI) gab es in 2020 12,3 Mio. Aktieninvestierte in Deutschland, was im Vergleich zum Vorjahr einem Anstieg um rund 27,0% gleichkommt. In Relation zur Gesamtzahl der Bundesbürger (zuletzt: 83,2 Mio. €) entspricht dies einer Quote von rund 14,8%, was im europäischen Vergleich einem eher durchschnittlichen Wert entspricht und damit noch deutliches Aufholpotenzial bietet.

### Historische Aktionärsentwicklung in Deutschland (in Mio. €)



Quelle: GBC AG; Deutsches Aktieninstitut e. V.

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

### Geschäftsentwicklung 2019/20

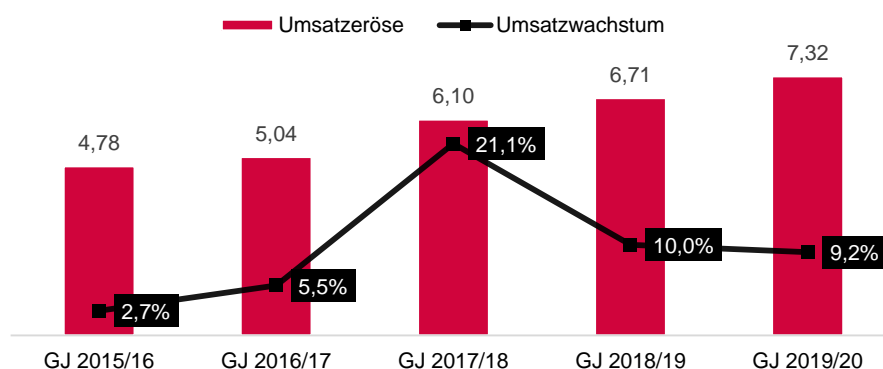
GuV (in Mio. €)	GJ 2017/18	GJ 2018/19	GJ 2019/20
Umsatzerlöse	6,10	6,71	7,32
EBITDA	2,16	2,59	3,16
EBITDA-Marge	35,3%	38,6%	43,2%
EBIT	1,94	2,37	2,94
EBIT-Marge	31,9%	35,3%	40,2%
Jahresüberschuss	1,34	1,65	2,01
EPS in €	1,34	1,64	2,00

Quelle: tick Trading Software AG, GBC AG

### Umsatzentwicklung

Im vergangenen Geschäftsjahr hat tick TS seinen eingeschlagenen Wachstumskurs weiter erfolgreich fortgesetzt und einen neuen Rekordumsatz erzielt. Die Umsatzerlöse konnten hierbei im Vergleich zum Vorjahr um 9,2% auf 7,32 Mio. € (VJ: 6,71 Mio. €) deutlich gesteigert werden. Die Umsatz-Guidance (Umsatz: 6,10 Mio. €) des Managements wurde damit deutlich übertroffen. Unsere Umsatzschätzung wurde ebenfalls übererfüllt.

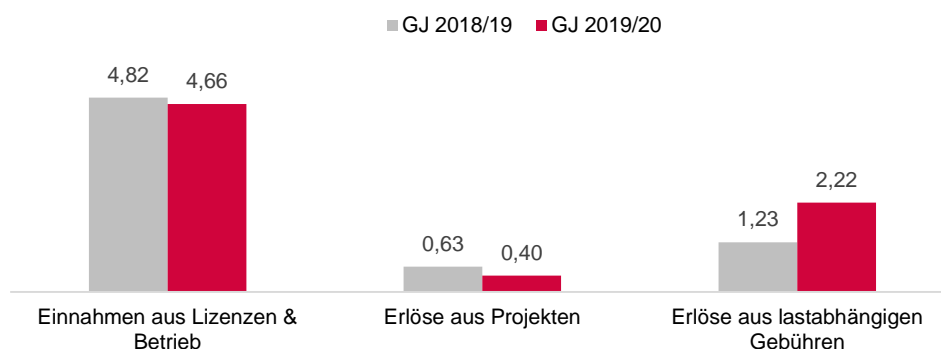
### Entwicklung der Umsatzerlöse (Mio. € / %)



Quelle: tick Trading Software AG; GBC AG

Der signifikante Umsatzanstieg gegenüber dem Vorjahr wurde vor allem von dem Segment „Erlöse aus lastenabhängigen Gebühren“ getragen. In diesem Geschäftsbereich konnte im Vergleich zum Vorjahr ein Umsatzsprung um 80,5% auf 2,22 Mio. € (VJ: 1,23 Mio. €) erzielt werden.

### Entwicklung der Segmenterlöse (in Mio. €)



Quelle: tick Trading Software AG, GBC AG

Im volumenstärksten Segment „Einnahmen aus Lizenzen und Betrieb“ musste im Vergleich zum Vorjahr ein leichter Umsatzrückgang um rund 3,0% auf 4,66 Mio. € (4,82 Mio. €) hingenommen werden. Jedoch konnte damit auch nach einem sehr dynamischen Segmentumsatzanstieg in der vorherigen Geschäftsperiode (Zuwachs um rund 29,0% im Vergleich zum Vorjahr) dieses Rekordniveau nahezu bestätigt werden.

Das volumenmäßig kleinste Segment „Erlöse aus Projekten“ hat aufgrund von Markunsicherheiten und damit verbundenen Verzögerungen von Kundeninvestitionsentscheidungen einen Umsatzrückgang im Vergleich zum Vorjahr um 36,5% auf 0,40 Mio. € (VJ: 0,63 Mio. €) verzeichnet.

Wie bereits in der Vergangenheit entfiel mit rund 46,0% der überwiegende Teil der Umsatzerlöse auf die drei Hauptkunden sino AG (rund 18,0%), HSBC Trinkaus & Burkhardt AG (rund 16,0%) und comdirect bank AG (rund 12,0%).

Daneben konnte im vergangenen Geschäftsjahr der Anteil der wiederkehrenden Umsatzerlöse weiter auf 94,3% (VJ: 86,5%) ausgebaut werden. Aufgrund des dynamischen Anstiegs der lastenabhängigen Erlöse ist hingegen der Anteil der fixen Umsatzerlöse auf 69,5% (VJ: 81,40%) gesunken, bewegt sich damit jedoch auf einem weiterhin hohen Niveau.

Einmalige Umsatzerlöse werden in der Regel aus dem Verkauf von Lizenzen erzielt, die anschließend von Kunden aktiviert bzw. genutzt werden können. Mit der Aktivierung kommt es zumeist zu einer langfristigen Nutzung, was sich dann in der Folge auch in den wiederkehrenden Erlösen widerspiegelt. Fixe Umsatzerlöse beziehen sich hierbei auf Umsätze, die keinen variablen Charakter besitzen.

### **Ergebnisentwicklung**

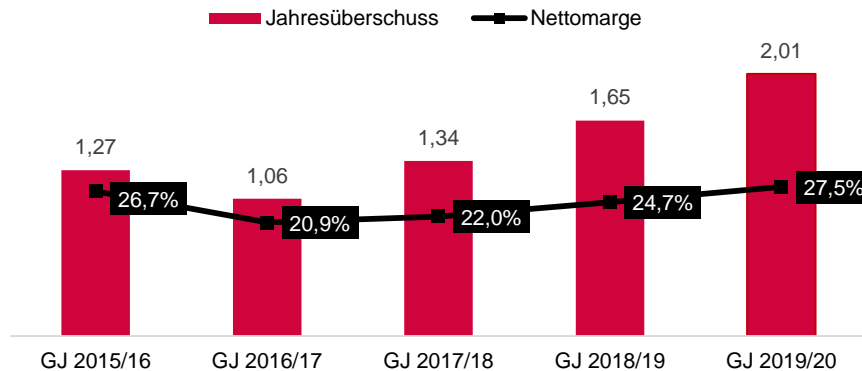
Der von der Gesellschaft erwirtschaftete Rekordumsatz hat sich überproportional in der Ergebnisentwicklung niedergeschlagen. So konnte das EBIT im Vergleich zum Vorjahr um rund 24,0% auf 2,94 Mio. € (VJ: 2,37 Mio. €) deutlich zulegen, was einer EBIT-Margenverbesserung von 35,3% (GJ 2018/19) auf 40,2% (GJ 2019/20) entspricht.

Der deutliche Ergebnisanstieg wurde zudem von einem signifikanten Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge um 0,28 Mio. € auf 0,41 Mio. € (VJ: 0,13 Mio. €) getragen. Dieser Zuwachs basiert auf einem erzielten Einmalerlös in Höhe von 0,30 Mio. €, der aus einer vertraglichen Vereinbarung mit einer Gesellschafterin eines Start-Ups resultiert, die sich zwischenzeitlich als erfolgreich herausgestellt hat. tick TS hat auf die Hälfte des Anspruchs aus dem vorgenannten Vertrag verzichtet und im Gegenzug den genannten Einmalerlös als Ausgleich erhalten.

Auch auf Nettoebene wurde eine dynamische Ergebnisverbesserung erzielt. Hiernach konnte der Jahresüberschuss im Vergleich zum Vorjahr um 21,8% auf 2,01 Mio. € (VJ: 1,65 Mio. €) überproportional gesteigert werden. Gleichzeitig erhöhte sich die Nettomarge im Vergleich zum Vorjahr weiter auf 27,5% (VJ: 24,7%). Korrigiert um den zuvor erwähnten Einmalerlös beläuft sich das bereinigte Nachsteuerergebnis auf rund 1,80 Mio. € (Jahresüberschuss bereinigt um den Sonderertrag).

Wie auch schon in der Vergangenheit wurde die überproportionale Ergebnisverbesserung von einer weiterhin hohen Kostendisziplin unterstützt. Während sich der Personalaufwand aufgrund des dynamischen Wachstums auf 2,79 Mio. € (VJ: 2,48 Mio. €) spürbar erhöhte, konnten die sonstigen betrieblichen Aufwendungen mit 1,76 Mio. € (VJ: 1,67 Mio. €) auf einem nahezu gleichbleibenden Niveau gehalten werden.

### Entwicklung des Jahresüberschusses (in Mio. € / Nettomarge in %)



Quelle: tick Trading Software AG, GBC AG

Vor dem Hintergrund des Rekordgeschäftsjahres schlägt der Vorstand und Aufsichtsrat eine im Vergleich zum Vorjahr deutlich angehobene Dividende in Höhe von 2,01 € je Aktie (VJ: 1,61 € je Aktie) auf der anstehenden Hauptversammlung (April 2021) vor. Basierend auf dem aktuellen Kursniveau (39,20 €, Stuttgart, 30.03.2021) würde dies einer attraktiven Dividendenrendite in Höhe von 5,10% entsprechen.

**Fazit:** tick TS konnte auch im vergangenen Geschäftsjahr durch ihre gute Marktposition in der Nische „Börsenhandelssoftware und -zugangssysteme“ von dem guten Marktumfeld (hohe Handelsaktivität, „Aktionärsboom“ etc.) signifikant profitieren und im Rahmen dessen seinen renditestarken Wachstumskurs weiter fortsetzen. Daneben wurden die wiederkehrenden Umsatzerlöse weiter kräftig ausgebaut und damit der zukünftige Umsatzsockel weiter erhöht.

## Bilanzielle und finanzielle Situation

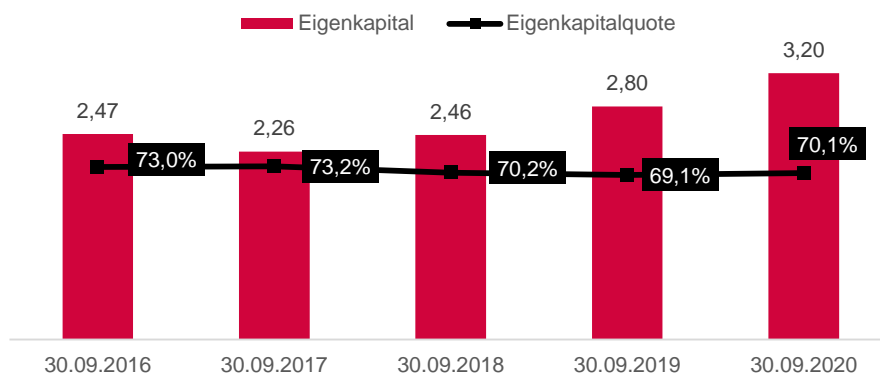
in Mio. €	30.09.2018	30.09.2019	30.09.2020
Eigenkapital	2,46	2,80	3,20
EK-Quote (in %)	70,2%	69,1%	70,1%
Operatives Anlagevermögen	0,57	0,41	0,34
Working Capital	1,24	0,64	0,76
Net Debt	-1,06	-2,39	-3,04
Bilanzsumme	3,50	4,06	4,56

Quelle: tick Trading Software AG, GBC AG

Die sehr positive Geschäftsentwicklung des vergangenen Geschäftsjahres schlug sich ebenfalls in der Bilanz nieder. So erhöhte sich die Bilanzsumme zum 30.09.2020 auf 4,56 Mio. € (30.09.2019: 4,06 Mio. €), wobei dieser Zuwachs hauptsächlich von einem angestiegenen Eigenkapital getragen wurde.

Durch die erfreuliche Ergebnisentwicklung konnte der Bilanzgewinn zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres auf 2,09 Mio. € (30.09.2019: 1,70 Mio. €) und das Eigenkapital auf 3,20 Mio. € (30.09.2019: 2,80 Mio. €) deutlich gesteigert werden. Entsprechend verbesserte sich die Eigenkapitalquote leicht auf 70,1 % (VJ: 69,1%) und bewegt sich damit weiterhin auf einem sehr hohen Niveau.

### Entwicklung des Eigenkapitals und der Eigenkapitalquote



Quelle: tick Trading Software AG, GBC AG

Die Spezialsoftwaregesellschaft besitzt keine zinstragenden Verbindlichkeiten bzw. Bankdarlehen und verfügt daher über eine Net-Cash-Position (liquide Mittel abzgl. Schulden) in Höhe von 3,04 Mio. € (30.09.2019: 2,39 Mio. €).

Da die Unternehmenssatzung vorsieht, dass der gesamte ausschüttungsfähige Bilanzgewinn an die Aktionäre fließt, wird seitens des Managements eine Rekorddividende in Höhe von 2,01 € je Aktie vorgeschlagen.

**Insgesamt verfügt tick TS über eine solide Bilanz und aufgrund des hohen Anteils an wiederkehrenden Umsätzen und der hohen Net-Cash-Position auch über eine sehr gute finanzielle Situation.**

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Als Software-as-a-Service-Anbieter verfügt das Unternehmen über einen hohen Anteil an wiederkehrenden Erlösen</li> <li>• Starkes Bestandskundengeschäft mit einer tiefen Integration der Software bei den Kunden, was zu einer sehr hohen Wechselbarriere auf der Kundenseite führt</li> <li>• Sehr hohe Skalierbarkeit sollte bei steigenden Umsatzerlösen zu weiteren Margensteigerungen führen</li> <li>• Durch die Satzung ist das Unternehmen zu einer „Vollausschüttung“ verpflichtet, was bei dem aktuellen Kurs eine sehr attraktive Dividende verspricht</li> <li>• Wenig Wettbewerb im Nischenmarkt</li> <li>• Der hohe Anteil an wiederkehrenden und fixen Umsatzerlösen macht das Unternehmen äußerst konjunkturunabhängig</li> <li>• Es bestehen hohe Markteintrittsbarrieren, wodurch sich das Wettbewerbsumfeld zukünftig wenig verändern sollte</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bei der aktuellen Kundenstruktur besteht ein Klumpenrisiko, mit einer hohen Abhängigkeit von den drei größten Kunden, welche zuletzt rund 46,0% der Umsatzerlöse ausmachen</li> <li>• Teilweise Abhängigkeit über variable Umsatzerlöse von der Höhe des Datenvolumens (i.d.R. abhängig von der Anzahl der getätigten Trades), welche durch die Marktbedingungen beeinflusst werden könnten</li> <li>• Aktuelle Doppelbelastung im Bereich der Mietaufwendungen durch die Verlegung des Geschäftssitzes von Sprockhövel in die Düsseldorfer Innenstadt</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Größere Mitbewerber könnten aus Nischenprodukten austreten und so weitere Marktbereiche für das Unternehmen eröffnen z.B. Bloombergs Rückzug aus dem SSEOMS-Geschäft</li> <li>• Durch den Ausbau des Produktangebots (z.B. durch App-Lösungen) oder des Kundenstamms könnten weitere Marktanteile hinzugewonnen werden</li> <li>• Der neue Hauptsitz Düsseldorf sollte attraktiver für qualifiziertes Entwicklerpersonal sein</li> <li>• Weitere Regulierungen könnten Softwarelösungen erforderlich machen, die das Unternehmen anbieten könnte (z.B. MAR)</li> <li>• Der starke Nachhaltigkeitsfokus kann sich positiv auf die Mitarbeiterbindung und die Kundengewinnung auswirken</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ein Großkunde könnte kündigen oder insolvent gehen</li> <li>• Zusätzliche Regulierung wie z.B. die Finanztransaktionssteuer könnten das Marktumfeld schwächen</li> <li>• Die BaFin könnte das Unternehmen als Finanzdienstleister einstufen und so weitere Compliance-Kosten verursachen</li> <li>• Größere Wettbewerber könnten versuchen Nischenmärkte zu besetzen</li> <li>• Kunden könnten beginnen, eigene Softwarelösungen zu entwickeln oder verstärkt auf Inhouse-Lösungen zu setzen</li> </ul>

## Prognosen und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2018/19	GJ 2019/20	GJ 2020/21e	GJ 2021/22e	GJ 2022/23e
Umsatzerlöse	6,71	7,32	7,62	7,96	8,36
EBITDA	2,59	3,16	3,60	3,29	3,58
EBITDA-Marge	38,6%	43,2%	47,2%	41,4%	42,8%
EBIT	2,37	2,94	3,38	3,08	3,38
EBIT-Marge	35,3%	40,2%	44,4%	38,7%	40,4%
Jahresüberschuss	1,65	2,01	2,33	2,13	2,33
EPS in €	1,64	2,00	2,31	2,10	2,31

Quelle: GBC AG

### Umsatzprognosen

Nachdem tick TS im vergangenen Geschäftsjahr auf ein weiteres Rekordjahr zurückblicken konnte, rechnet das Management auch für das laufende Geschäftsjahr 2020/21 mit einer Fortsetzung des eingeschlagenen Wachstumspfad.

In Anbetracht dessen hat das Unternehmen Anfang Dezember 2020 seine vorsichtig optimistische Guidance für das aktuelle Geschäftsjahr 2020/21 herausgegeben. Hiernach rechnet das Management unter der Annahme eines stabilen regulatorischen Umfelds und dem Fortbestand der erhöhten Handelsaktivität an den Börsen mit einem Jahresüberschuss in einer Bandbreite von 1,80 bis 2,10 Mio. €. An dieser Stelle sei erwähnt, dass laut unserer Einschätzung im vorherigen Geschäftsjahr ein bereinigtes Nachsteuerergebnis (korrigiert um einen generierten Einmalerlös bzw. Sonderertrag von rund 0,30 Mio. €) in Höhe von rund 1,80 Mio. € erzielt wurde. Entsprechend rechnet der Vorstand der Gesellschaft u.E. nach mit einem moderaten Umsatz- und Ergebniswachstum für die laufende Geschäftsperiode.

Zu Beginn des Jahres hat tick TS jedoch seine bisherige Unternehmensprognose aufgrund eines erneut erzielten Einmalerlöses in Höhe von 0,55 Mio. € angehoben. Dieser Einmalerlös beruht auf einer vertraglichen Vereinbarung mit einer Gesellschafterin eines Start-Ups, das sich zwischenzeitlich als erfolgreich herausgestellt hat. Basierend hierauf und unter der Annahme eines stabilen regulatorischen Umfelds sowie dem Fortbestand der erhöhten Handelsaktivität an den Börsen, erwartet der Vorstand nun einen Jahresüberschuss in einer Bandbreite von 2,10 bis 2,50 Mio. €.

Vor dem Hintergrund der bisherigen sehr überzeugenden Unternehmensperformance, des positiven Ausblicks und des von uns erwarteten weiterhin positiven Marktumfelds (hohe Börsenhandelsaktivität, Zunahme neuer Kapitalmarktinteressenten etc.), rechnen wir auch für das laufende Geschäftsjahr und die Folgejahre mit einer Fortsetzung des profitablen Wachstumskurses des Unternehmens. Hierbei sollte es tick TS künftig gelingen, durch ihr breites Leistungsangebot in Kombination mit dem umfangreichen Kundenstamm (Ende Q3 2020 ca. 70 Bestandskunden), noch stärker von den zunehmenden hohen Handelsaktivitäten an den Kapitalmärkten und der verstärkten Anzahl neuer Kapitalmarktteilnehmer (Stichwort: „Aktionärsboom in Deutschland“) zu profitieren.

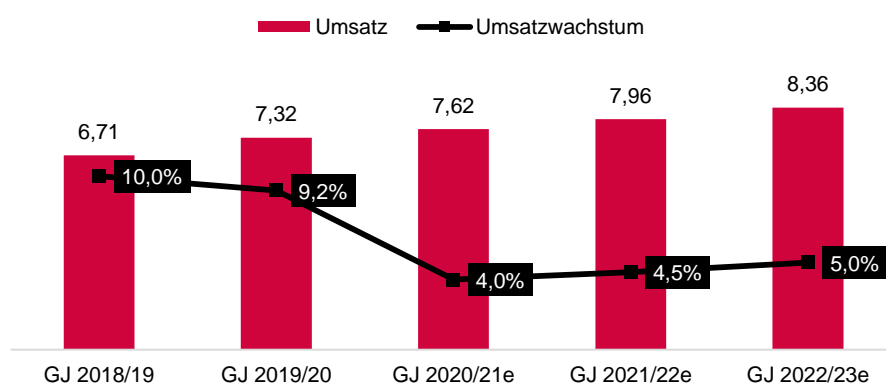
Wir gehen an dieser Stelle nicht nur davon aus, dass die Gesellschaft zukünftig noch stärker mit den Bestandskunden wächst, sondern rechnen auch damit, dass es gelingt, durch neue Kunden und eine Ausweitung des bestehenden Produktprogramms (z.B. durch die White-Label-Mobile-App) zusätzliche Wachstumsimpulse erfolgreich zu setzen.

Daneben sollte das Unternehmen auch von einer erwarteten verstärkten Regulierung der Banken, Börsen und Finanzdienstleister profitieren können, da für deren oftmals sehr komplexe Umsetzung typischerweise in neue Software und IT investiert werden muss.

Basierend hierauf rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2020/21 konservativ mit Umsatzerlösen in Höhe von 7,62 Mio. €, was im Vergleich zur vorherigen Geschäftsperiode einem Umsatzanstieg um 4,0% gleichkommt. Wir sehen die wiederkehrenden Umsatzerlöse, welche im Geschäftsjahr 2019/20 bei 6,91 Mio. € lagen, als Umsatzsockel für die aktuelle Geschäftsperiode und die nachfolgenden Geschäftsperioden.

Im Folgejahr 2021/22 sollten die Umsatzerlöse nochmals stärker zulegen können auf dann 7,96 Mio. €. Hierbei rechnen wir insbesondere mit zusätzlichen Umsatzimpulsen durch neue Produkte und wieder stärker anziehenden projektabhängigen Umsatzerlösen. Für das anknüpfende Geschäftsjahr 2022/23 rechnen wir mit einem weiteren Umsatzanstieg auf dann 8,36 Mio. €.

### Umsatzprognosen (in Mio. €) und der Umsatzwachstumsrate (in %)



Quelle: GBC AG

Wie bereits zuvor dargestellt, rechnen wir für das Unternehmen auch weiterhin mit einem positiven Marktumfeld, welches v.a. durch eine hohe Börsenhandelsaktivität geprägt sein sollte. Hierbei sollte tick TS über die variablen Umsatzerlöse, welche im Zusammenhang mit dem gehandelten Volumen stehen, auch zukünftig signifikant profitieren können.

**Insgesamt gehen wir davon aus, dass tick TS durch die weitere Umsetzung der erfolgreichen Unternehmensstrategie seinen Wachstumsmodus beibehalten wird. Basierend auf der von uns erwarteten Fortsetzung des positiven Marktumfelds, sollte es dem Unternehmen gelingen, weiterhin mit dem bestehenden hohen Kundenstamm spürbar zu wachsen. Durch die erwartete schrittweise Einführung neuer Produkte, die fortlaufende Optimierung des vorhandenen Leistungsangebots (Produktupdates und -erweiterungen) und die erwartete Gewinnung neuer Kunden, rechnen wir mit zusätzlichen erfolgreichen Wachstumsimpulsen.**

### Ergebnisprognosen

Die von uns erwartete positive Umsatzentwicklung spiegelt sich auch in unseren Ergebnisprognosen wider. Durch die relativ stabile Kostenstruktur der tick TS sollte bei der erwarteten Fortsetzung des Unternehmenswachstums mittel- und langfristig ein überproportionaler Ergebniszuwachs erzielt werden können. Parallel hierzu rechnen wir entsprechend auch damit, dass sich die bisherigen hohen Margenniveaus weiter spürbar verbessern.

Die allgemein hohe Kosteneffizienz und Kostendisziplin des Unternehmens sollte im Rahmen der Fortsetzung des Wachstumspfad zu keinen wesentlichen Kostensteigerungen führen und damit den weiteren Ausbau der Profitabilitätsniveaus unterstützen,

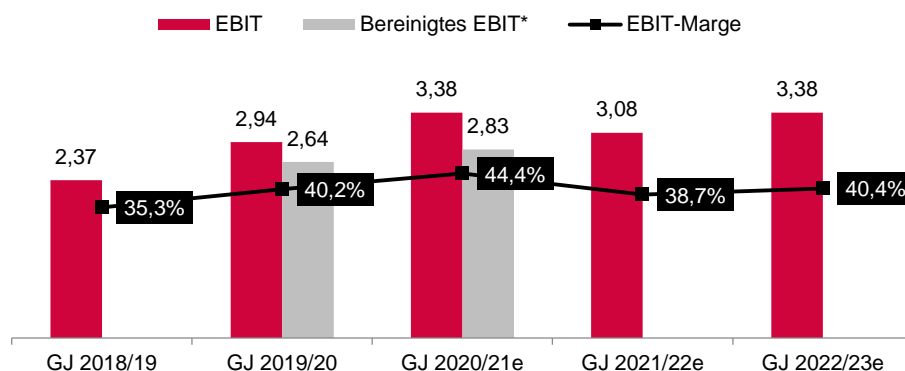


mit Ausnahme des Personalaufwands. Hier plant das Unternehmen für die laufende Geschäftsperiode mit der Einstellung von vier neuen Mitarbeitern, um für das weitere Wachstum und die Umsetzung von Projekten gerüstet zu sein. Dieser zusätzliche Personalbedarf wurde in der publizierten Unternehmensguidance bereits berücksichtigt.

Für das aktuelle Geschäftsjahr 2020/21 sowie die Folgejahre 2021/22 und 2022/23 rechnen wir bedingt durch erwartete Skaleneffekte, in Verbindung mit einem ansteigenden Geschäftsvolumen, mit einer überproportionalen Ergebnisentwicklung. Skaleneffekte erwarten wir insbesondere im Zusammenhang mit Personal- und Verwaltungsaufwendungen (sonstige betriebliche Aufwendungen), welche traditionell einen hohen Fixkostencharakter aufweisen.

Für das laufende Geschäftsjahr 2020/21 rechnen wir, aufgrund des von der tick TS bekannt gegebenen signifikanten Einmalerlöses in Höhe von 0,55 Mio. €, in Kombination mit dem von uns erwarteten Umsatzanstieg mit einem EBIT in Höhe von 3,38 Mio. €, was einer EBIT-Marge von 44,4% entspricht. Im Rahmen dessen sollte ein deutlicher EBIT-Anstieg (EBIT VJ: 2,94 Mio. €) im Vergleich zur Vorjahresperiode und zum Vorjahresmargenniveau (EBIT-Marge: 40,2%) gelingen.

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

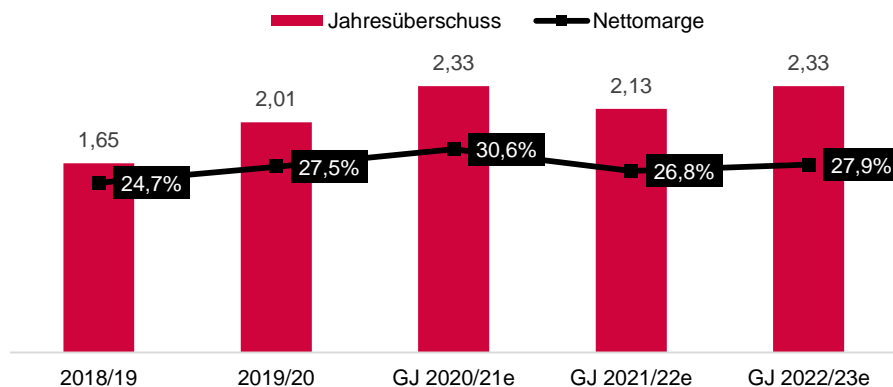


Quelle: GBC AG

\*EBIT korrigiert um erzielte Einmalerlöse

Im Folgejahr 2021/22 sollte bedingt durch den ausbleibenden Sondereffekt in Verbindung mit einem weiteren Umsatzanstieg ein EBIT in Höhe von 3,08 Mio. € und hierbei eine EBIT-Marge von 38,7% erwirtschaftet werden können. Für das darauffolgende Geschäftsjahr gehen wir von einem weiteren EBIT-Anstieg auf 3,38 Mio. € aus, was einer EBIT-Marge von 40,4% gleichkommt.

**Prognose des Jahresergebnisses (in Mio. €) und der Nettomarge (in %)**



Quelle: GBC AG

Da tick TS über keine Finanz- oder Zinsaufwendungen verfügt, sollte sich in der laufenden Geschäftsperiode ein Jahresüberschuss in Höhe von 2,33 Mio. € ergeben. Für die darauffolgenden Geschäftsjahre kalkulieren wir mit einem Jahresüberschuss in Höhe von 2,13 Mio. € (GJ 2021/22) bzw. 2,33 Mio. € (GJ 2022/23).

## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die tick Trading Software AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2020/21, 2021/22 und 2022/23 in Phase 1, erfolgt von 2023/24 bis 2027/28 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 4,0%. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 42,8% (zuvor: 39,0%) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 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%.

### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der tick Trading Software AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. Wir haben die Untergrenze des risikolosen Zinssatzes seit dem 01.01.2021 auf 0,25% (bisher: 1,0%) reduziert.

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 1,41 (zuvor: 1,52).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,03% (zuvor: 9,35%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,03% (zuvor: 9,35%).

### Bewertungsergebnis

Der im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2021/22 entspricht als Kursziel 45,50 € (bisher: 30,75 €). Unsere deutliche Kurszielanhebung basiert insbesondere auf den signifikant angehobenen Prognosen und dem erstmaligen Einbezug unserer Schätzungen für die GJ 2021/22 und GJ 2022/23 in unsere Detailschätzperioden. Daneben hat sich der einsetzende sogenannte „Roll-Over-Effekt“ (Kursziel bezogenen auf das darauffolgende Geschäftsjahr) und die Kapitalkostensenkung (WACC) aufgrund der Reduktion des risikofreien Zinssatzes sowie des Beta's kurszielsteigernd ausgewirkt. Die Senkung des GBC-Beta's erfolgte hauptsächlich aufgrund des deutlichen Anstiegs der wiederkehrenden Erlöse und der Verbreiterung des Kundenstamms.

## DCF-Modell

### tick Trading Software AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	4,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	42,8%	ewige EBITA - Marge	40,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	52,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	10,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 2020/21	GJ 2021/22	GJ 2022/23	GJ 2023/24	GJ 2024/25	GJ 2025/26	GJ 2026/27	GJ 2027/28	
Umsatzerlöse	7,62	7,96	8,36	8,69	9,04	9,40	9,78	10,17	
US Veränderung	4,0%	4,5%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	21,48	21,80	22,23	22,85	23,63	24,51	25,45	26,45	
EBITDA	3,60	3,29	3,58	3,72	3,87	4,03	4,19	4,35	
EBITDA-Marge	47,2%	41,4%	42,8%	42,8%	42,8%	42,8%	42,8%	42,8%	
EBITA	3,38	3,08	3,38	3,53	3,67	3,83	3,99	4,15	
EBITA-Marge	44,4%	38,7%	40,4%	40,6%	40,6%	40,7%	40,8%	40,9%	40,9%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-1,05	-0,96	-1,05	-1,06	-1,10	-1,15	-1,20	-1,25	30,0%
EBI (NOPLAT)	2,33	2,13	2,33	2,47	2,57	2,68	2,79	2,91	
Kapitalrendite	211,3%	187,2%	198,9%	203,4%	205,7%	208,2%	210,8%	213,5%	211,7%
Working Capital (WC)	0,78	0,81	0,84	0,87	0,90	0,94	0,98	1,02	
WC zu Umsatz	10,2%	10,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Investitionen in WC	-0,02	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,04	-0,04	-0,04	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	0,35	0,37	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38	
AFA auf OAV	-0,22	-0,21	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	
AFA zu OAV	60,6%	57,5%	53,2%	52,0%	52,0%	52,0%	52,0%	52,0%	
Investitionen in OAV	-0,23	-0,22	-0,21	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	
Investiertes Kapital	1,14	1,17	1,21	1,25	1,29	1,32	1,36	1,40	
EBITDA	3,60	3,29	3,58	3,72	3,87	4,03	4,19	4,35	
Steuern auf EBITA	-1,05	-0,96	-1,05	-1,06	-1,10	-1,15	-1,20	-1,25	
Investitionen gesamt	-0,25	-0,25	-0,24	-0,23	-0,23	-0,24	-0,24	-0,24	
Investitionen in OAV	-0,23	-0,22	-0,21	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	
Investitionen in WC	-0,02	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,04	-0,04	-0,04	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	2,30	2,09	2,29	2,43	2,53	2,64	2,75	2,87	48,75

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	41,28	42,50
Barwert expliziter FCFs	12,88	11,83
Barwert des Continuing Value	28,39	30,67
Nettoschulden (Net debt)	-3,31	-3,45
Wert des Eigenkapitals	44,59	45,95
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	44,59	45,95
Ausstehende Aktien in Mio.	1,01	1,01
Fairer Wert der Aktie in EUR	44,15	<b>45,50</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,3%
Markttrisikoprämie	5,5%
Beta	1,41
Eigenkapitalkosten	8,0%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
<b>WACC</b>	<b>8,0%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	7,4%	7,7%	8,0%	8,3%	8,6%
211,2%	49,92	47,55	45,42	43,51	41,78
211,5%	49,96	47,59	45,46	43,55	41,81
211,7%	50,00	47,62	<b>45,50</b>	43,58	41,84
212,0%	50,04	47,66	45,53	43,61	41,88
212,2%	50,08	47,70	45,57	43,65	41,91

## 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 Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

### 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:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

#### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://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:

<http://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), Stellvertr. 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 den 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<sup>®</sup>**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

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)