

GBC Research Anno

Advanced Blockchain AG



Advanced
Blockchain

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 16.

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“

Advanced Blockchain AG^{*5a,11}

Von der Neuausrichtung zur Skalierung

Branche: Technologie, Kryptowährungen **Mitarbeiter:** 5 (in der AG), 1 (Incredulous Labs)
Fokus: Blockchain-Technologie, DeFi, **Hauptsitz:** Berlin
 Web 3.0 **Vorstand:** Hatem Elsayed (COO), Maik Laske (CFO)
Gegründet: 2017

Die Advanced Blockchain AG ist das erste börsennotierte Unternehmen in Deutschland mit exklusivem Fokus auf Beteiligungen, Entwicklung und Inkubation im Blockchain-Sektor. Über die Tochtergesellschaft Incredulous Labs Ltd. in Zypern investiert die AG gezielt in innovative und disruptive Blockchain-Lösungen. Die deutsche Muttergesellschaft agiert dabei als strategische Holding. Der Investitionsfokus liegt klar im Venture-Capital-Bereich, insbesondere auf dezentralen Finanzlösungen (DeFi) und dezentralen Infrastrukturen (DePIN). Durch den Fokus auf Frühphasen-Investments sichert sich die Gesellschaft einen strategischen Vorteil und fördert das Wachstum vielversprechender Unternehmen. Damit positioniert sich die Advanced Blockchain AG als führender Akteur im wachsenden Blockchain-Ökosystem – mit attraktiven Chancen für Investoren, vom langfristigen Potenzial dieser Technologie zu profitieren.

GBC NAV-Bewertung

Top 15 Bewertung des Portfolios	15 Mio. USD
GBC Latente Upside-Bewertung i.H.v. 30%	19,5 Mio. USD
Bewertung in EUR	16,68 Mio. €
Holdingkosten*	1,32 Mio. €
NAV	15,36 Mio. €
Ausstehende Aktien	3,7 Mio.
NAV je Aktie	4,15 €

*Details siehe Seite 13

Investment Case

- **Attraktiver Zugang für Investoren:** ABAG bietet Anlegern eine einzigartige börsennotierte Möglichkeit, frühphasig und breit diversifiziert in Web3- und Blockchain-Innovationen zu investieren mit klarer Ausrichtung auf zukunftsrelevante Wachstumssegmente.
- **Glaubwürdiger Turnaround:** Das neue Management hat beschlossen auf frühere Governance-Probleme reagiert, Strukturen gestrafft und Vertrauen bei Investoren und Beteiligungen zurückgewonnen.
- **Einzigartige Marktposition:** Als einzige börsennotierte Web3-Investmentplattform in Deutschland bietet ABAG institutionellen und privaten Investoren einen einzigartigen Zugang zu einem kuratierten Krypto-Venture-Portfolio.
- **Transparenz und Kontrolle gestärkt:** Der operative Neustart bringt deutlich verbesserte Asset-Kontrolle, Compliance-Strukturen und ein modernes Risikomanagement mit sich.
- **Skalierbare Wachstumsplattform:** Mit erneuertem Fokus, schlanker Struktur und wachsendem Deafflow ist ABAG optimal aufgestellt, um neue Blockchain-Trends frühzeitig zu nutzen und Mehrwert zu schaffen.

Bewertung: Kaufen
Kursziel: 4,15 € (bisher: 5,58 €)

Aktie und Stammdaten



Xetra-Kurs 09.09.25 15:12 2,73 EUR
 Symbol (GER) BWQ
 ISIN DE000A0M93V6
 WKN A0M93V
 Anzahl der Aktien (in Mio.): 3,70
 MCap (in Mio. €) 10,11

Marktsegment Scale
 Geschäftsjahr 31. Dezember
 Rechnungslegung HGB

Aktionärsstruktur

Streubesitz 100%

Finanztermine

20.10.2025 Hauptversammlung
 22.10.2025 Halbjahresbericht 2025
 24.11.2025 Eigenkapitalforum Frankfurt

Analysten

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

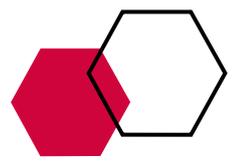
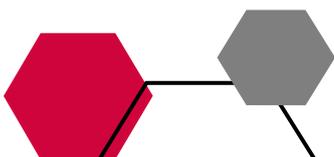
Letzter GBC-Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel / Bewertung
 22.04.2025: RS / 5,58 € / KAUFEN
 22.04.2025: RS / 5,58 € / KAUFEN
 20.11.2024: RS / 10,75 € / KAUFEN
 12.11.2024: RS / 7,00 € / KAUFEN
 15.07.2024: RS / 17,64 € / KAUFEN
 19.04.2024: RS / 17,64 € / KAUFEN
 ** Die oben genannten Researchberichte können unter www.gbc-ag.de** abgerufen werden.

Fertigstellung: 16.09.2025 (11:30 Uhr)
 Erste Weitergabe: 16.09.2025 (13:00 Uhr)

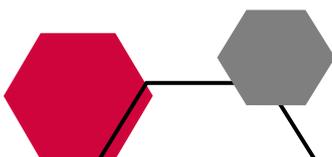
Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2026

*Katalog der möglichen Interessenkonflikte auf S.17



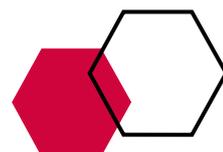
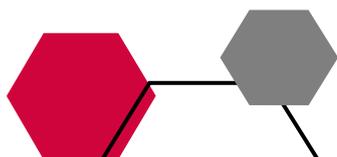
EXECUTIVE SUMMARY

- Die Advanced Blockchain AG (ABAG) hat im Geschäftsjahr 2024 eine tiefgreifende Transformation durchlaufen. Im Mittelpunkt standen der vollständige Austausch des Managements, die Aufarbeitung von Unregelmäßigkeiten in der Tochtergesellschaft Incredulous Labs Ltd. sowie die Implementierung strenger Governance- und Kontrollmechanismen. Während die operative und finanzielle Entwicklung der Muttergesellschaft 2024 von hohen Sonderaufwendungen geprägt war, zeigen die Bereinerungsschritte und die Fortschritte im Portfolio, dass ABAG nun in einer besseren Ausgangsposition für nachhaltiges Wachstum steht. Die laufende Aufarbeitung ist eine zwingende Notwendigkeit, um das Unternehmen zukunftsfähig aufzustellen. Unabhängige Prüfungen haben Missstände aus der Zeit vor Übernahme durch das aktuelle Management klar offengelegt und zugleich bestätigt, dass die heutigen Strukturen auf einer unabhängigen, tragfähigen Basis stehen. Die dabei entstehenden Kosten sind unvermeidbar und als Investition in Stabilität, Vermögensschutz und Transparenz zu bewerten.
- Die Muttergesellschaft Advanced Blockchain AG erzielte Umsatzerlöse von 226 Tsd. € (VJ: 105 Tsd. €), mehr als doppelt so viel wie im Vorjahr, bleibt jedoch weiterhin stark von Beteiligungserträgen der Incredulous Labs Ltd. abhängig, wobei das Umsatzniveau insgesamt noch gering bleibt. Hohe Rechts-, Prüfungs- und Beratungskosten in Verbindung mit außerordentlichen Abschreibungen führten zu einem Jahresfehlbetrag von -1,78 Mio. € (VJ: -0,88 Mio. €). Trotz dieses Verlustes weist ABAG eine solide Eigenkapitalbasis von 8,88 Mio. € (31.12.2023: 9,56 Mio. €) aus, was einer Eigenkapitalquote von 68,8% (31.12.2024: 69,7%) entspricht. Die Bilanz wurde durch den Abbau steuerlicher Altlasten und die Stabilisierung der Liquidität bereinigt. Das eingeschränkte Testat des Wirtschaftsprüfers bezieht sich ausschließlich auf Unsicherheiten hinsichtlich Forderungen gegenüber Incredulous Labs.
- Die zypriotische Tochter Incredulous Labs ist weiterhin das Herzstück des Portfolios. 2024 erwirtschaftete sie bei Umsätzen von 229 Tsd. USD einen Jahresüberschuss von 1,25 Mio. USD. Gleichzeitig wurden erhebliche Wertberichtigungen auf Projekte vorgenommen. Die forensische Aufarbeitung bestätigte Fälle von Vermögensveruntreuung. Der Abschlussprüfer erteilte daher für 2023 und 2024 einen Versagungsvermerk. Das neue Management implementierte ein modernes Kontrollsystem mit Multi-Signature-Wallets und institutionellen Verwahrungslösungen und leitete rechtliche Schritte zur Wiedererlangung abhandengekommener Assets ein.
- Die Blockchain- und Kryptomärkte erlebten 2024 einen historischen Aufschwung: Bitcoin und Ethereum markierten neue Mehrjahreshöchststände, die Gesamtmarktkapitalisierung überstieg 3,5 Billionen USD. ABAGs Portfolio profitierte davon, insbesondere durch den erfolgreichen Token-Launch von peaq, der kurzzeitig eine Unicorn-Bewertung erreichte. Allerdings verdeutlichte der Rückgang des PEAQ-Tokens im ersten Halbjahr 2025 die hohe Volatilität und Abhängigkeit von wenigen Schlüsselwerten. Per 30. Juni 2025 wurde der Wert der 15 größten Beteiligungen mit rund 15 Mio. USD ausgewiesen, nach 56 Mio. USD Ende 2024. Das Management reagierte darauf mit einer aktiven Diversifizierungsstrategie und einem Fokus auf liquidere Assets.
- **Auf Basis der Top 15 Portfoliowerte ergibt sich nach Abzug der Holdingkosten und einer Einpreisung einer latenten Upside von 30% ein NAV in Höhe von 15,36 Mio. € bzw. 4,15 € je Aktie. Auf Basis des Upside-Potenzials bestätigen wir das Rating Kaufen.**



INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	3
Markt und Marktumfeld.....	5
GeschäftsEntwicklung	7
Umsatzentwicklung	7
Ergebnisentwicklung	7
Geschäftsentwicklung der Incredulous Labs Ltd.....	8
Darstellung der Bilanz- und Finanzlage	9
Bilanz der Incredulous Labs Ltd.....	10
Bewertung (Gruppe).....	13
Prognosemodell	15
Anhang.....	16



MARKT UND MARKTUMFELD

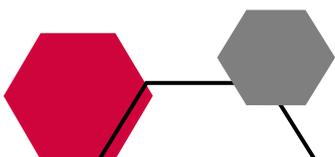
Bitcoin bleibt unseres Erachtens der Leitindikator und zeigt den Risikoappetit im Sektor klar an. Nach einem neuen Allzeithoch im August von rund 124.000 USD notiert BTC derzeit im Bereich von etwa 112.000 bis 113.000 USD. Das Kursmuster der vergangenen Wochen ist typisch für reife Aufwärtstrends: kräftige Impulse bis in Rekordzonen, gefolgt von Seitwärtsphasen mit abnehmender Volatilität, in denen sich Orderbücher füllen und Liquiditätsschichten nachrücken.

Im DeFi-Sektor setzte sich die Erholung in harten Kennzahlen fort. Das im Ökosystem hinterlegte Kapital lag zur Jahresmitte bei rund 150 Mrd. USD. DeFi-Lending wies im Juni aktive Kreditvolumina von etwa 26,3 Mrd. USD aus, getragen von marktführenden Protokollen mit belastbaren Besicherungs- und Liquidationsmechaniken. Restaking blieb ein wesentlicher Kapitalmagnet mit einem Total Value Locked (TVL) von rund 11 Mrd. USD bei maßgeblichen Anbietern. Real-World-Assets etablierten sich als zusätzlicher Wachstumstreiber, das gebundene Vermögen lag zuletzt im mittleren zweistelligen Milliardenbereich. In Summe zeigt der Sektor wieder ausgeprägtes Risiko- und Renditepotenzial mit rotierenden Schwerpunkten zwischen Lending, Liquid Staking, Restaking und RWA (Real World Assets).

Gemäß einer Studie von Roland Berger zur Tokenisierung von Real-World Assets entwickelt sich dieser Markt zu einem zentralen strukturellen Wachstumstreiber mit erheblichen Implikationen für börsennotierte Unternehmen. Ausgehend von einem Marktvolumen von rund 300 Mrd. USD im Jahr 2022 prognostiziert die Studie ein Wachstum auf über 10 Bio. USD bis 2030. Dieses Wachstum basiert auf einer konservativen Annahme von weniger als 1 % tokenisierter Real-World Assets und reflektiert die Erwartung, dass Liquidität, Transparenz und ein breiterer Zugang zu Investments zunehmend nachgefragt werden. Die wesentlichen Katalysatoren liegen in regulatorischen Fortschritten, der Verfügbarkeit marktfähiger Plattformlösungen sowie in einer steigenden Akzeptanz institutioneller Investoren. Die größten Chancen ergeben sich in Segmenten mit hoher Marktkapitalisierung und historisch eingeschränkter Handelbarkeit. Dazu zählen Immobilien, Anleihen, Investmentfonds und Aktien. Tokenisierung ermöglicht hier Fractional Ownership und schnellere Abwicklung, was sowohl Transaktionskosten senkt als auch neue Investorengruppen erschließt.

Stablecoins fungierten weiter als Abwicklungs- und Liquiditätslayer mit strukturellem Wachstumspfad. Die globale Stablecoin-Marktkapitalisierung lag im Juni bei ungefähr 251 Mrd. USD und verzeichnete den einundzwanzigsten Anstieg in Folge. Der Stablecoin-Anteil an der gesamten Krypto-Marktkapitalisierung lag zuletzt bei rund 7,6 Prozent. Diese Kennzahlen deuten auf robuste On-Chain-Liquidität hin, stabilisieren Market-Making und stützen DeFi-Renditestrukturen. Für Portfoliounternehmen in Ausführung, Aggregation und Liquiditätsmanagement ist das ein positiver Setup, da Slippage sinkt und die Planbarkeit größerer Transaktionen steigt.

Web3-Nutzung und digitale Güter zeigten im zweiten Quartal ein gemischtes, aber solides Bild. Über alle dezentralen Anwendungen hinweg wurden durchschnittlich gut 24 Mio. tägliche Unique Active Wallets beobachtet. Der NFT-Markt erreichte im ersten Halbjahr 2025 ein aggregiertes Verkaufsvolumen von rund 2,82 Mrd. USD. Gegenüber dem ersten Quartal kühlte das Volumen im zweiten Quartal ab, während die Zahl der Transaktionen deutlich zunahm. Das spricht für anhaltende Nutzeraktivität bei kleineren Ticketgrößen und begünstigt Protokolle, Marktplätze und Infrastruktur mit Fokus auf effiziente Abwicklung, Royalties und Creator-Tools.

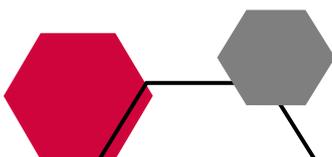


Auf der Infrastrukturseite setzte Ethereum-basierte Skalierung ihren Wachstumspfad fort. Das in Layer-2-Rollups gesicherte Vermögen lag Mitte 2025 im Korridor von 40 bis 45 Mrd. USD. Gleichzeitig hielt die Transaktionsaktivität auf führenden L2-Netzwerken an, während deren Anteil am gesamten Durchsatz gegenüber Layer 1 weiter zunahm. Das Ethereum-Staking stabilisierte das Sicherheitsfundament, rund 29 Prozent der gesamten ETH-Menge waren zum Quartalsende gestakt, beobachtete Quartalsrenditen lagen bei gut 3 Prozent. Diese Kennzahlen belegen die zunehmende Reife der Ausführungs- und Sicherheitsschichten, von der anwendungsnahe Protokolle mit Gebührenmodellen und klaren Nutzerpfaden direkt profitieren.

Auf Handels- und Liquiditätsebene kam es zu einer spürbaren Verschiebung der Marktstruktur. Das Spot-Volumen zentralisierter Börsen sank gegenüber dem ersten Quartal um etwa 28 Prozent auf ungefähr 3,9 Bio. USD. Dezentrale Börsen legten im selben Zeitraum um gut 25 Prozent zu und erreichten mit rund 876 Mrd. USD einen neuen Höchststand im Verhältnis von DEX- zu CEX-Volumen. Dezentrale Perpetuals markierten mit knapp 900 Mrd. USD ein neues Quartalsallzeithoch. Die Verschiebung in Richtung On-Chain-Handel spricht für die wachsende Wettbewerbsfähigkeit dezentraler Marktinfrastruktur und begünstigt Protokolle mit tiefer Liquidität, Aggregation und effizienter Abwicklung. Das ist für die Portfoliosegmente Ausführung, Derivate und RFQ-Layer ein klarer Rückenwind, weil sie von höherer On-Chain-Aktivität und tieferen Gebührenpools direkt profitieren.

Die Kapitalbereitstellung über Venture-Runden blieb selektiv, zeigte aber eine tragfähige Basis. Im zweiten Quartal flossen rund 2,0 Mrd. USD in Krypto- und Blockchain-Startups bei knapp 380 Deals. Gegenüber dem außergewöhnlich starken ersten Quartal lag das Niveau niedriger, bereinigt um Einmaleffekte relativiert sich der Rückgang. Allokationen verschoben sich in Richtung Infrastruktur- und Sicherheitslösungen, während Frühphasen-Tickets kleiner und fokussierter wurden. Für Marktteilnehmer mit Exposure zu Company-Builder- und Venture-Modellen impliziert das höhere Hürden für Anschlussfinanzierungen, aber auch attraktivere Einstiegsbewertungen in Kernsegmenten. Für Advanced Blockchain ergeben sich hier selektive Kaufgelegenheiten in Bereichen mit hoher Kapitaldisziplin und klaren Meilensteinen, während Portfoliounternehmen mit messbarer Traktion leichter überzeugen.

Insgesamt liefert die jüngste Bitcoin-Entwicklung mit aktuellem Spot um 112.000 bis 113.000 USD, einem frischen Allzeithoch um 124.000 USD und einer robusten On-Chain-Liquidität ein konstruktives Marktgerüst. DeFi erholt sich in Substanzgrößen, Stablecoins verbreitern die Liquiditätsbasis, L2 und Staking professionalisieren Ausführung und Sicherheit, On-Chain-Handel gewinnt an Marktanteilen, und Venture-Kapital bleibt selektiv, aber präsent. Für Advanced Blockchain ist dieses Setup geeignet, um Liquidität antizyklisch aufzubauen, Portfoliokonzentration schrittweise zu reduzieren und Re-Ratings über messbare Meilensteine in den wichtigsten Teilmärkten zu fördern. Damit entsteht eine belastbare Brücke zwischen einem BTC-getriebenen Risikoindikator und einer Equity-Story, in der Wertzuwachs zunehmend aus operativen Fortschritten stammt.



GESCHÄFTSENTWICKLUNG

GuV in Mio. €	GJ 2022	GJ 2023	GJ 2024
Umsatzerlöse	0,06	0,11	0,23
EBITDA	-0,50	-0,72	-1,02
EBIT	-0,52	-0,93	-1,19
Jahresüberschuss	-0,51	-0,88	-1,78
EPS in €	-0,13	-0,24	-0,44

Quellen: Advanced Blockchain AG; GBC AG

Umsatzentwicklung

Die Geschäftsentwicklung der Advanced Blockchain AG im Einzelabschluss zeigt 2024 ein klar ausgeprägtes Bereinigungs- und Transformationsjahr. Die Umsatzerlöse erhöhten sich auf 0,23 Mio. € nach 0,11 Mio. € im Vorjahr, wobei diese im Wesentlichen aus Intercompany-Beratungsleistungen für die Incredible Labs resultierten.

Umsatzentwicklung (in Mio. €)



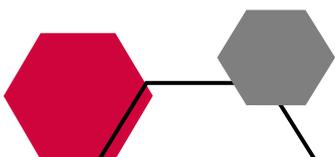
Quellen: Advanced Blockchain AG; GBC AG

Ergebnisentwicklung

Das EBITDA belief sich auf -1,02 Mio. € (VJ: -0,72 Mio. €) und das EBIT auf -1,19 Mio. € (VJ: -0,93 Mio. €). Das negative Ergebnis zeigt deutlich, dass es sich bei dem Geschäftsjahr 2024 um ein Transformationsjahr handelt, in dem vor allem bereinigungsbedingte Sondereffekte, forensische Maßnahmen und konservative Bewertungsansätze die Ergebnisentwicklung prägten.

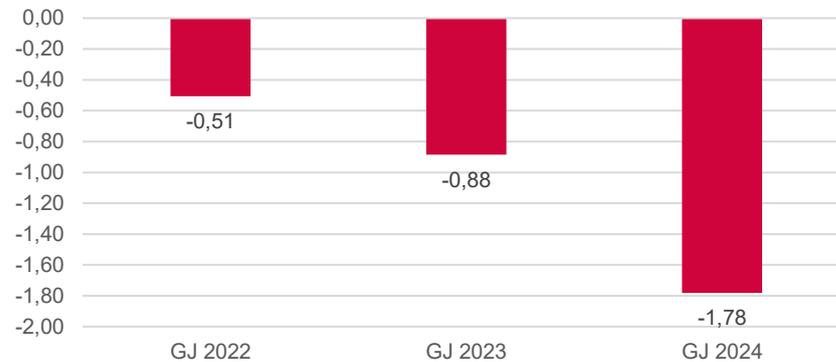
Die sonstigen betrieblichen Erträge beliefen sich auf 0,29 Mio. € (VJ: 0,08 Mio. €) und wurden vor allem durch den Veräußerungserfolg aus dem Verkauf der Tracebloc-Anteile in Höhe von rund 0,24 Mio. € sowie durch periodenfremde Effekte von rund 0,04 Mio. € getragen. Aufwandsseitig spiegelt sich die Governance-Neuaufstellung in einer deutlich erhöhten Kostenbasis wider. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen summierten sich auf 1,31 Mio. € (VJ: 0,79 Mio. €) und resultierten im Wesentlichen aus Rechts-, Prüfungs- und Forensikkosten sowie zusätzlichen externen Dienstleistungen.

Unterhalb des EBIT kam es zu zusätzlichen Belastungen, die das Jahresergebnis maßgeblich verschlechterten. Aufgrund negativer Entwicklungen im Geschäftsjahr 2024 bei einzelnen Beteiligungsgesellschaften hat das neue Vorstandsteam insbesondere Abschreibungen auf die Beteiligung an der FINPRO AG in Höhe von



0,30 Mio. €, auf die Beteiligung an Forest Park in Höhe von 0,11 Mio. € sowie eine Vollabschreibung auf die Beteiligung an der YEAY GmbH vorgenommen. Hinzu kamen Zinsaufwendungen in Höhe von 0,08 Mio. € (VJ: 0,05 Mio. €) bei vernachlässigbaren Zinserträgen und Aufwendungen aus der Verlustübernahme der nakamo.to GmbH in Höhe von 0,27 Mio. € (VJ: 0,06 Mio. €). Steuerlich wurde ein Ertrag von 0,05 Mio. € ausgewiesen, sodass sich insgesamt ein Jahresfehlbetrag von -1,78 Mio. € (VJ: -0,88 Mio. €) ergab.

Nettoergebnis-Entwicklung (in Mio. €)



Quellen: Advanced Blockchain AG; GBC AG

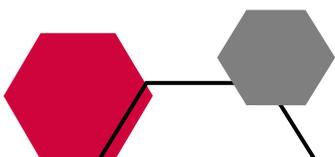
Insgesamt lässt sich feststellen, dass die GuV 2024 die finanzielle Kehrseite der strategischen Neuausrichtung und Aufarbeitung darstellt. Mit dem Auslaufen dieser Sondereffekte und einer Normalisierung der Kostenbasis bestehen gute Chancen, die Verlusthöhe in den kommenden Jahren deutlich zu verringern. Entscheidend wird sein, dass die Gesellschaft ihre Governance-Verbesserungen nachhaltig verankert, die Portfoliowerte aktiv monetarisiert und die operative Basis der Muttergesellschaft stabilisiert.

Geschäftsentwicklung der Incredulous Labs Ltd.

Die Incredulous Labs Ltd., die zentrale Tochtergesellschaft der Advanced Blockchain AG, verzeichnete im Geschäftsjahr 2024 eine gemischte Entwicklung. Operativ konnte ein deutlicher Umsatzanstieg auf rund 0,23 Mio. USD erzielt werden (VJ: 0,02 Mio. USD). Gleichzeitig blieb die Gesellschaft stark von Wertschwankungen im Portfolio abhängig. Unter dem Strich erwirtschaftete Incredulous Labs dennoch ein positives Jahresergebnis von etwa 1,25 Mio. USD.

Die Gesellschaft blieb 2024 im Fokus forensischer Aufarbeitung. Der Abschlussprüfer erteilte für 2023 und 2024 einen Versagungsvermerk, da die vollständige Aufklärung und Nachweisführung in Bezug auf vergangene Transaktionen nicht abgeschlossen war. Das neue Management implementierte deshalb strenge Kontrollmechanismen, Multi-Signature-Lösungen und professionelle Verwahrungssysteme, um die künftige Sicherheit der Vermögenswerte zu gewährleisten.

Damit zeigt die Geschäftsentwicklung 2024 ein Jahr der Konsolidierung: einerseits mit operativem Wachstum und positivem Jahresergebnis, andererseits belastet durch forensische Risiken und Bewertungsanpassungen, die die Ertrags- und Bilanzstruktur prägen.



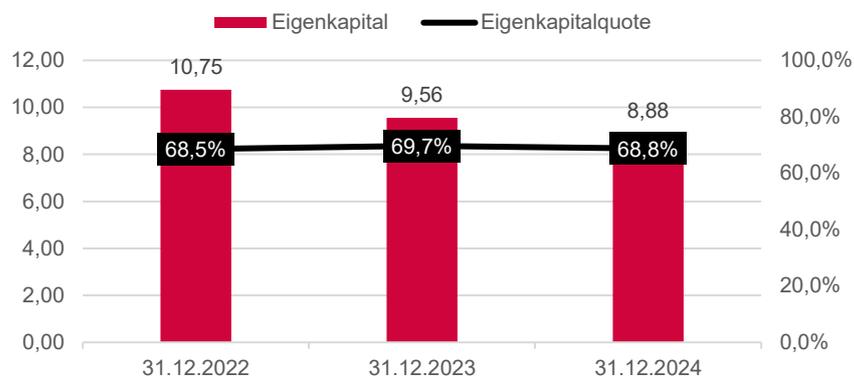
Darstellung der Bilanz- und Finanzlage

in Mio. €	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024
Eigenkapital	10,75	9,56	8,88
Eigenkapitalquote (in %)	68,5%	69,7%	68,8%
Operative Anlagen	0,04	0,03	0,02
Working capital	-0,13	-0,28	0,00
Netto Finanzvermögen	13,04	10,85	9,57

Quellen: Advanced Blockchain AG; GBC AG

Das Eigenkapital der Advanced Blockchain AG als Muttergesellschaft belief sich zum 31.12.2024 auf 8,88 Mio. € nach 9,56 Mio. € im Vorjahr. Der Rückgang erklärt sich primär durch den Jahresfehlbetrag von 1,78 Mio. €, der das Eigenkapital belastete. Gegenläufig wirkten die im Berichtsjahr erfolgten Kapitalmaßnahmen. Das gezeichnete Kapital stieg infolge der teilweisen Bedienung der bestehenden Wandelschuldverschreibung von 3,79 Mio. € auf 4,06 Mio. €, die Kapitalrücklage erhöhte sich von 4,45 Mio. € auf 5,20 Mio. €, während die Gewinnrücklagen unverändert bei 2,80 Mio. € blieben. Der Bilanzverlust wuchs ergebnisbedingt von 1,39 Mio. € auf 3,17 Mio. €. Mit einer Bilanzsumme von 12,91 Mio. € ergibt sich eine solide Eigenkapitalquote von rund 68,8% (VJ: 69,7%). Zu berücksichtigen ist, dass sich die Bilanz der AG ausschließlich auf die Muttergesellschaft bezieht. Die wesentlichen Token-Bestände sowie die operativen Krypto-Investments liegen in der Tochtergesellschaft Incredulous Labs Ltd. und werden nicht in die Einzelbilanz der AG einbezogen. Damit reflektiert die ausgewiesene Bilanzsumme nicht die wirtschaftliche Dimension des gesamten Portfolios.

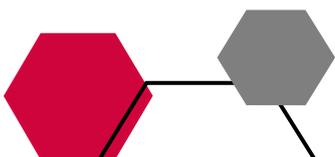
Entwicklung des Eigenkapitals (in Mio. €) und der Eigenkapitalquote (in %)



Quellen: Advanced Blockchain AG; GBC AG

Auf der Passivseite zeigt sich ein leichter Anstieg der Verbindlichkeiten von 3,19 Mio. € auf 3,73 Mio. €. Wesentlicher Treiber war die Wandelschuldverschreibung, die zum Bilanzstichtag mit 3,00 Mio. € (VJ: 2,60 Mio. €) ausgewiesen wurde. Die Rückstellungen reduzierten sich von 0,96 Mio. € auf 0,30 Mio. €, da insbesondere die im Vorjahr bestehende Steuerrückstellung in Höhe von 0,90 Mio. € aufgelöst werden konnte.

Insgesamt lässt sich feststellen, dass die Advanced Blockchain AG als Muttergesellschaft trotz des hohen Fehlbetrags über eine solide Kapitalstruktur verfügt. Die Eigenkapitalquote von knapp 70% ist für ein Venture-Beteiligungsunternehmen hoch und dokumentiert die Substanz der Gesellschaft. Für die Bewertung ist allerdings entscheidend, dass die wesentlichen Token- und Beteiligungswerte in der Tochtergesellschaft liegen, deren Vermögens- und Ertragslage nicht in die Bilanz der Mutter konsolidiert einfließt. Die Einzelbilanz der AG ist daher nur eingeschränkt geeignet, die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit des Konzerns abzubilden.



Bilanz der Incredulous Labs Ltd.

Das Eigenkapital von Incredulous Labs lag zum 31.12.2024 bei 9,98 Mio. USD (VJ: 8,73 Mio. USD) und spiegelt einen Jahresüberschuss wider, der vollständig im Unternehmen belassen wurde. Die Bilanzsumme blieb mit 22,12 Mio. USD (VJ: 22,10 Mio. USD) nahezu stabil. Die Vermögensstruktur ist deutlich chancen-, aber auch risikogepflegt: Immaterielle Vermögenswerte belaufen sich auf 7,52 Mio. USD (VJ: 9,11 Mio. USD), Finanzanlagen zum Fair Value (FVTPL) auf 9,54 Mio. USD (VJ: 8,93 Mio. USD) und Forderungen auf 5,03 Mio. USD (VJ: 4,03 Mio. USD). Die Liquidität ist mit 0,01 Mio. USD (VJ: 0,01 Mio. USD) gering; die kurzfristige Zahlungsfähigkeit hängt daher wesentlich von Asset-Verkäufen und dem Entgegenkommen der Konzernmutter ab. Die Ertrags- und Wertentwicklung ist stark von einzelnen Projektfortschritten, Token-Marktfenstern und rechtlichen Klärungen abhängig. Gleichzeitig wurden 2024 spürbare Governance-Verbesserungen und Custody-Kontrollen implementiert, die das operationelle Risiko künftig reduzieren dürften.

Vor diesem Hintergrund sind die anstehenden Themen zentral entlang der Projekte 1-10 zu beurteilen, da sie den wesentlichen Bilanz- und Cashflow-Hebel darstellen.

Projekt 1 wurde 2021 mit einem Token-Kaufpreis von 0,10 Mio. USD initiiert; nach Verlust der Wallet-Kontrolle und anschließenden Fremdtransfers der gelieferten Token wurde die Position auf 0,00 Mio. USD abgeschrieben. Investment-Kern ist nun die rechtliche Rückgewinnung (Schadensersatz bzw. Herausgabe der Token); die Bilanz spiegelt damit bewusst nur noch die binäre Rechts-Optionalität wider.

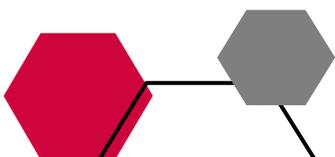
Projekt 2 startete 2021 mit 0,10 Mio. USD, der Ausstieg 2023 brachte 0,32 Mio. USD Erlös (Gewinn 0,22 Mio. USD). Unerwartet zugeteilte ~1,00 Mio. Token gelangten in ein nicht mehr kontrolliertes Wallet; bilanziell ist die Restposition konservativ mit 0,00 Mio. USD (VJ: 0,00 Mio. USD) erfasst. Chancen bestehen in der Klärung der Eigentumsverhältnisse und der Rückführung der Token oder eines Wertersatzes; Risiken ergeben sich aus möglichen Gegenansprüchen des Käufers der 2023 veräußerten Rechte.

Projekt 3 (Einstand 0,20 Mio. USD) wurde nach einem Fehltransfer in eine fremd-kontrollierte Wallet vollständig auf 0,00 Mio. USD (VJ: 0,00 Mio. USD) wertberichtigt; der Investment-Case beschränkt sich auf forensische Aufklärung und Schadensersatz.

Projekt 4 zeigt die Funktionsfähigkeit des Modells trotz Altlasten: Einstand 1,00 Mio. USD, durch Staking stieg die Stückzahl und durch Verkäufe wurden kumuliert 0,87 Mio. USD realisiert. Der Restbuchwert beträgt 0,13 Mio. USD (VJ: 0,37 Mio. USD). Ein Teil der Token (~81 Tsd. Stück) ist unzugänglich bzw. an unbekannte Adressen geflossen. Künftige Werthebel liegen in rechtlicher Recovery und der Monetarisierung etwaiger noch gesicherter Bestände.

Projekt 5 weist initial 1,58 Mio. USD aus, darüber hinaus wurden 1,30 Mio. USD über Token-Swaps investiert (Gesamtexposure 2,88 Mio. USD). Nach Transfers an eine unbekannte Adresse steht die Position bilanziell bei 0,00 Mio. USD (VJ: 0,00 Mio. USD). Ökonomisch verbleibt eine reine Rechts-Optionalität mit niedriger Realisierungswahrscheinlichkeit, jedoch potenziell signifikanter Hebelwirkung, sollte eine Identifizierung und Inanspruchnahme gelingen.

Projekt 6 (0,25 Mio. USD) blieb aufgrund formaler Fehlstrukturierung ohne Token-Lieferung und wurde auf 0,00 Mio. USD (VJ: 0,00 Mio. USD) abgeschrieben.



Projekt 7 ist die größte Working-Capital-Position und bilanziert als Forderung in Höhe von 3,39 Mio. USD. Der Saldo resultiert aus einem Geflecht aus Investments, Entwicklungsaufträgen und einem Exit-Agreement. Die Dokumentationslage der Vorjahre ist lückenhaft. Aus Sicht des aktuellen Managements besteht ein Netto-Forderungsanspruch, dessen Einzug die Liquidität spürbar stärken würde.

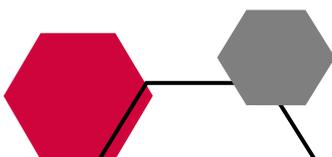
Projekt 8 ist ein syndiziertes Future-Right-Agreement mit einem Unternehmensanteil von 0,80 Mio. USD an einem Gesamtinvestment von 2,00 Mio. USD. Zum 31.12.2024 wurde der Fair Value extern auf 0,44 Mio. USD (VJ: 0,80 Mio. USD) ermittelt. Die Abschreibung spiegelt den Markt- und Projektfortschritt wider; bei operativem Momentum sind Re-Ratings möglich, zumal Governance-Rechte und Liquidity-Pool-Teilnahme erhalten bleiben.

Projekt 9 weist ein Investment von 0,25 Mio. USD aus und umfasst einen Anspruch auf 1,00 Mio. Token, deren Unlock per 2025 überwiegend erfolgt ist. Für 2024 verbleibt der Schwerpunkt auf Sicherung/Übertragung und der taktvollen Monetarisierung. Die Wertrealisierung hängt maßgeblich von Marktfenstern und Abgabestrategie ab.

Projekt 10 stellt eine wesentliche Beteiligung mit Fair-Value-Charakter dar. Im Jahr 2025 hat die Gesellschaft hierzu ein Mediationsverfahren mit einem Portfoliounternehmen eingeleitet, das aus einer Investitionsvereinbarung hervorgeht. Diese Vereinbarung versprach der Gruppe wiederkehrende Erträge sowie weitere Leistungen. Ein Großteil dieser Erträge ist jedoch bislang weder realisiert noch geltend gemacht worden. Zudem sah die Investitionsvereinbarung eine teilweise Rückzahlung an die Gesellschaft vor, die bisher jedoch nicht erfolgt ist. Der Mediationsprozess dauert noch an. Das Chancen-Risiko-Profil ist binär: Eine positive Einigung würde die Bilanzsicherheit und Flexibilität erhöhen; ein negatives Ergebnis könnte eine spürbare Wertberichtigung nach sich ziehen. Der Ausgang der Mediation ist unsicher. Sollte keine Einigung erzielt werden, könnte das Verfahren in ein verbindliches Schiedsverfahren übergehen. Nach Einschätzung der Rechtsberater besteht zwar eine hohe Erfolgsaussicht in einem möglichen Schiedsverfahren, die konkrete Rückgewinnung von Mitteln bleibt jedoch ungewiss.

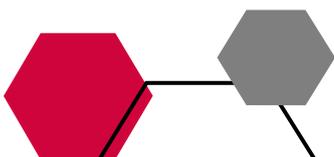
Über die Top-10 hinaus tragen weitere immaterielle Projekte und FVTPL-Beteiligungen zur Substanz bei, jedoch mit heterogener Qualität. Auf der Token-Seite sind Beispiele für erfolgreiche Monetarisierung vorhanden: Der Pica-Komplex brachte 2024 realisierte Gewinne im hohen sechsstelligen Bereich bei kleinem Restbuchwert; Krest-Token führten 2024 zu einem signifikanten Veräußerungsgewinn. Auf der anderen Seite stehen gescheiterte bzw. pivotierte Projekte wie Reactive Labs, die 2024 zu deutlichen Abschreibungen führten. Größere Token-Pakete mit 2025-Relevanz, etwa Contango (TGE 2024, Lieferung und Abbau 2025) oder die verbleibenden peaq-Bestände nach Vorab-Verkauf in 2024 bilden zusätzliche Katalysatoren, deren Cash- und Ergebnisbeitrag primär vom Markttiming abhängt. Im FVTPL-Portfolio stützen unabhängige Bewertungsberichte die Mehrzahl der 16 Positionen. Einzelne Engagements (z. B. Alluo, VolumeFi, Mekatek) werden vorsichtig auf Anschaffung oder Marktpreis kleiner Token geführt und könnten sich in beide Richtungen entwickeln.

Operativ hat das Management 2024 zentrale Weichen zur Risiko-Reduktion gestellt. Die Einführung institutioneller Custody-Prozesse (u. a. Multi-Sig-Freigaben, Whitelisting, etc.) und ein klarer „Four-Eyes“-Prozess für Transaktionen adressieren das Kernproblem der Vergangenheit: der Einzelkontrolle über Wallets. Forensische Aufarbeitung und gerichtliche Schritte zielen darauf ab, Vermögenswerte zurückzuführen und Opportunitätsverluste zu kompensieren. Für die Bilanzqualität sind drei Punkte richtungsentscheidend: erstens die Klärung von Projekt 7 (Forderung 3,39 Mio. USD) und der Mediation in Projekt 10, zweitens die Monetarisierung



der 2025-Tokenpipelines (u. a. Projekt 9, Contango, peaq) zur Stärkung der Liquidität, drittens die Verankerung der neuen Kontrollumgebung, damit Fair-Value-Gewinne in nachhaltige Cashflows übersetzt werden können.

Insgesamt bleibt das Profil chancenreich bei erhöhter Unsicherheit. Die Eigenkapitalbasis von 9,98 Mio. USD ist real, aber zu einem erheblichen Teil durch illiquide bzw. schätzfähige Vermögenswerte unterlegt, die kurzfristige Liquidität (0,01 Mio. USD) erfordert aktives Portfolio-Management. Incredulous Labs hat 2024 gezeigt, dass Vermögenswerte monetarisierbar sind und Governance-Defizite aufgearbeitet werden. Der Ausblick hängt maßgeblich an der konsequenten Abarbeitung der Sondersachverhalte (Projekte 1–7, 10) und dem Ausschöpfen der Upside-Träger (Projekte 8, 9 sowie selektive FVTPL-Beteiligungen). Gelingt dies, sind zusätzliche Wertsteigerungen und ein spürbar robusteres Liquiditätsprofil möglich.



BEWERTUNG (GRUPPE)

Die veröffentlichte Bewertung der 15 größten Portfoliopositionen zum 30.06.2025 summiert sich auf rund 15,00 Mio. USD. Die Zusammensetzung ist stark von Peaq geprägt mit rund 6,9 Mio. USD.

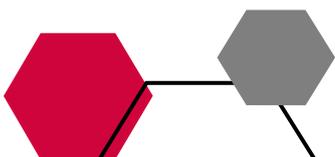
Beteiligung / Token	Wert (in Mio. USD)	Kommentar
Peaq & Krest (Token)	ca. 6,9	Größte Einzelposition, hohe Volatilität nach Token-Launch
Panoptic	ca. 1,8	DeFi-Optionshandel, langfristiges Wachstumspotenzial
Light Protocol	ca. 1,7	Datenschutz-Infrastruktur, in Bewertungsrunde gestützt
Polymer	ca. 1,7	Modulare Blockchain-Infrastruktur, hoher strategischer Wert
Talisman	ca. 0,55	Wallet-Projekt, mittelfristiges Upside
Permanent Ventures	ca. 0,35	Fondsbeteiligung, stabiler NAV
Volume Finance	ca. 0,35	Neu identifizierte Position, DeFi-Exposure
ZCloak	ca. 0,28	Privacy-Layer, frühes Entwicklungsstadium
DELV (Liquidationserlöse)	ca. 0,25	Restwert nach Schließung des Projekts
Ethereum (92 ETH)	ca. 0,23	Liquider Tokenbestand, ergänzende Diversifikation
Bitcoin (1,2 BTC)	ca. 0,13	Liquider Tokenbestand, ergänzende Diversifikation
Laconic Network	ca. 0,15	Infrastrukturprojekt, kleine Position
Contango (TANGO-Token)	ca. 0,16	DeFi-Perpetuals, frühe Phase
Silencio	ca. 0,05	Nischenbeteiligung, sehr frühe Phase
Neon EVM (NEON)	ca. 0,05	Kleine Token-Position
Summe Top-15	ca. 15,0	Bewertete Portfoliopositionen

Quelle: Advanced Blockchain AG; GBC AG

Das aktuelle Krypto-Portfolio der Advanced Blockchain AG bewerten wir 30% höher als den zuletzt zum 30.06.2025 ermittelten NAV. Wesentlich ist dabei, dass die damalige Bewertung durch eine übermäßig starke Abwertung der PEAQ-Tokens geprägt war. Darüber hinaus hat sich das Marktumfeld im zweiten Halbjahr unseres Erachtens deutlich verbessert: die Kryptomärkte haben sich stabilisiert, regulatorische Klarheit hat zugenommen und die Risikoprämien für Krypto-Assets sind gesunken. Zusammengenommen rechtfertigen diese Faktoren eine höhere Einschätzung des Portfolios, da sie sowohl die Substanzwerte als auch die Marktchancen nachhaltiger abbilden. Mit unserer latenten Upside-Bewertung von 30% schätzen wir das aktuelle Portfolio auf aktuell 19,5 Mio. USD. Bei einem Umrechnungskurs von 1 USD zu 0,85557649 EUR (11. Sept. 2025, 09:13 UTC), entspricht dies GBC NAV Bewertung von 16,68 Mio. €.

In unserer NAV-Berechnung berücksichtigen wir die laufenden Holdingkosten, indem wir diese zunächst über einen Zeitraum von fünf Jahren prognostizieren und mit einem Diskontsatz von 12% auf den heutigen Wert abdiskontieren. Damit erfassen wir die kurzfristig erwarteten Kosten in realistischer Höhe. Anschließend wird zusätzlich der Barwert der Holdingkosten als ewigen Rente angesetzt, die die Holdingkosten über den Planungshorizont hinaus widerspiegelt, ebenfalls diskontiert mit 12%. Auf diese Weise werden sowohl die nahen als auch die langfristigen Belastungen der Holdingstruktur im NAV sachgerecht berücksichtigt, was zu einem Abschlag führt, der den Wert der Beteiligungen um die dauerhaft entstehenden Kosten korrigiert.

Von der GBC NAV Bewertung ziehen wir die abdiskontierte Holdingkosten von 1,32 Mio. € ab. Damit liegt der NAV bei 15,36 Mio. €, was bei 3,70 Mio. ausstehenden Aktien einem NAV je Aktie von 4,15 € entspricht.



GBC NAV-Bewertung

Top 15 Bewertung des Portfolios	15 Mio. USD
GBC Latente Upside-Bewertung i.H.v. 30%	19,5 Mio. USD
Bewertung in EUR	16,68 Mio. €
Holdingkosten	1,32 Mio. €
NAV	15,36 Mio. €
Ausstehende Aktien	3,7 Mio.
NAV je Aktie	4,15 €

Quelle: GBC AG

Wesentlich ist, dass der ausgewiesene NAV konservativ lediglich die fünfzehn größten Positionen berücksichtigt. Vermögenswerte außerhalb dieses Top-15-Blocks, interne IP-Bausteine sowie weitere Token-Bestände sind darin nicht enthalten und stellen potenzielle, bislang nicht eingepreiste Werttreiber dar.

Upside-potenzial ergibt sich insbesondere aus gezielten Monetarisierungen, erfolgreichen Produkt- und Token-Launches, einer schrittweisen Reduktion der Portfoliokonzentration sowie dem Hebel zusätzlicher Vermögenswerte jenseits der Top-15. Abwärts-risiken bestehen dagegen in der anhaltenden Marktvolatilität, möglichen Verzögerungen bei Projektmeilensteinen, eingeschränkter Realisierbarkeit illiquider Positionen sowie in Abweichungen zwischen modellhaften Bewertungen und tatsächlich erzielbaren Preisen.

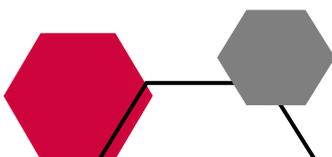
Ausblick und Strategie

In Abstimmung mit dem Management haben wir erfahren, dass Anfang Oktober ein umfassendes Strategiepapier veröffentlicht werden soll, das noch vor der Hauptversammlung erscheint. Darin beabsichtigt der Vorstand, die strategische Ausrichtung für die kommenden Jahre im Detail zu erläutern. Nachdem der größte Teil der Aufarbeitung der vergangenen Jahre nun abgeschlossen ist, kann der Fokus verstärkt auf die zukünftige Entwicklung gelegt werden. Zwar ist die Aufarbeitung noch nicht gänzlich vollendet, doch rückt nun zunehmend die Zukunftsplannung in den Vordergrund.

Insgesamt sollen die Strukturen weiter professionalisiert werden, unter anderem durch die Einführung einer neuen Verzinsung der Verbindlichkeiten zwischen Advanced Blockchain AG und Incredible Labs ab dem 01.01.2025.

Peer-Group-Analyse

Aufgrund begrenzter offengelegter finanzieller Informationen und aufgrund der Einzigartigkeit des Geschäftsmodells gibt es derzeit keine vergleichbaren öffentlich gehandelten Wettbewerber. In diesem Moment können wir daher keine Bewertung an-hand von Vergleichsunternehmen vornehmen.



PROGNOSEMODELL

Gemäß den Bestimmungen des §21 (1c) AGB der Deutschen Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse ist für ein Research-Update die Aufnahme eines (aktualisierten) Prognosemodells erforderlich. Unsere Analysten haben jedoch festgestellt, dass ein solches Prognosemodell für Investmentgesellschaften wie Advanced Blockchain AG, die im Kryptosektor tätig ist, nicht geeignet ist.

Da wir den GBC NAV-Bewertungsansatz verwenden, um das Unternehmen zu bewerten, halten wir es nicht für angemessen, ein Prognosemodell für Umsatz- und Ertragskennzahlen zu verwenden. Stattdessen konzentrieren wir uns auf die Schätzung des Werts der Investitionen.

Wir vertreten die Ansicht, dass ein Prognosemodell für Investmentgesellschaften wie Advanced Blockchain AG, den Anlegern keine aussagekräftigen und nützlichen Einblicke bietet. Die potenziellen Umsätze und Ergebnisse in dieser Branche sind stark volatil, und wir sind der Meinung, dass die Bewertung des Investmentunternehmens in erster Linie auf der Bewertung seiner Investitionen und Projekte basieren sollte.

Um den gesetzlichen Anforderungen gemäß §21 (1c) AGB gerecht zu werden, haben wir diese Prognose in den Research-Bericht aufgenommen. Wir möchten jedoch betonen, dass das Prognosemodell unserer Meinung nach nur ergänzend ist.

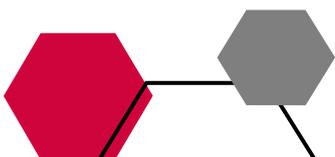
GuV Einzelabschluss Advanced Blockchain AG (in Mio. €)	GJ 2025e
Umsatz	0,30
EBITDA	0,15
EBITDA-Marge	50%

Quelle: GBC AG;

Ein Konzernabschluss liegt noch nicht vor, weshalb die Angaben derzeit unkonkret sind. Zudem ist das Geschäftsmodell äußerst volatil, wodurch kurzfristige Prognosen schwer zu treffen und stark abweichend sein können.

Wir möchten jedoch wiederholen und betonen, dass die oben genannten Prognosen als äußerst volatil und unzuverlässig angesehen werden sollten. Dies ist auf die inhärente Volatilität von Advanced Blockchain als Investmentgesellschaft zurückzuführen, die in einem jungen und hochvolatilen Marktumfeld, nämlich dem Kryptosektor, tätig ist. Daher sind wir der Meinung, dass sich ausschließlich auf die oben genannten Prognosen zur Bewertung des Unternehmens zu stützen, nicht sinnvoll oder angemessen wäre. Dies könnte zu einer fehlerhaften Bewertung des Unternehmens führen.

Stattdessen empfehlen wir, sich auf die Bewertung der von Advanced Blockchain AG gehaltenen Investitionen und deren potenziellen Wert zu konzentrieren. Dieser Ansatz ist geeigneter und entspricht den einzigartigen Merkmalen des Unternehmens und der Branche, in der es tätig ist.



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 MiFIDII compliant.

II. §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden, und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen. Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter: <https://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

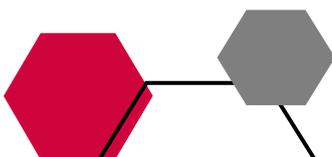
Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb



dieser Bereiche führen nicht 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.

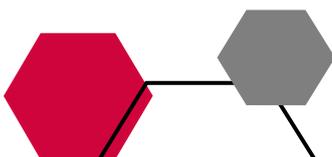
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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,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 Studienerstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.
- (11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)
- (12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Karin Jägg, Email: jaegg@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

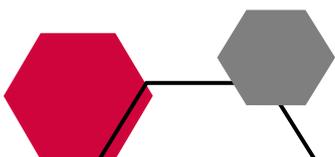
Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst

§ 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



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENTANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Deutschland

Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de