



Researchstudie (Update)



**Starkes drittes Quartal sorgt für Umsatzerlöse
auf Vorjahresniveau – Ergebnis weiterhin
durch Expansionsstrategie belastet –
Verbesserung ab 2015 erwartet**

Kursziel: 36,80 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 10**

EQS Group AG^{*5}

Kaufen

Kursziel: 36,80

aktueller Kurs: 28,60

08.12.2014 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005494165

WKN: 549416

Börsenkürzel: EQS

Aktienanzahl³: 1,190

Marketcap³: 34,03

EnterpriseValue³: 30,81

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 48,0 %

Transparenzlevel:

m:access

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

VEM Aktienbank AG

Analysten:

Philipp Leibold

leibold@gbc-ag.de

Dominik Gerbing

gerbing@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 11

Unternehmensprofil

Branche: Medien

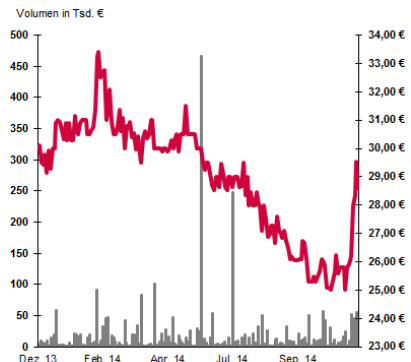
Fokus: Online-Unternehmenskommunikation

Mitarbeiter: 155 Stand: 30.09.2014

Gründung: 2000

Firmensitz: München

Vorstand: Achim Weick, Robert Wirth



Die EQS Group ist ein führender internationaler Anbieter für Online-Unternehmenskommunikation mit Stammsitz in München. Seit der Gründung in 2000 hat sich die EQS Group durch Innovation und Wachstum zu einem führenden Anbieter für digitale Kommunikationslösungen in den Bereichen Investor Relations und Corporate Communications entwickelt. Mehr als 7.000 Unternehmen weltweit sind Dank der Anwendungen in der Lage, komplexe nationale und internationale Informationsanforderungen zuverlässig, sicher, gleichzeitig und einfach zu erfüllen. EQS Investor Relations und EQS Corporate Communications verbreiten Unternehmensmitteilungen, entwickeln Konzernwebseiten und Apps, erstellen Online-Finanz- und Nachhaltigkeitsberichte und führen Audio- und Video-Übertragungen durch. EQS Financial Markets & Media und ARIVA.DE (25,44%) sind im Finanzmarketing, Datenlieferung und in der Entwicklung von Finanzportalen aktiv. Mit ihrem Service DGAP ist die EQS Group die Institution zur Erfüllung gesetzlicher Einreichungs- und Veröffentlichungspflichten. Die EQS Group hat den Sitz in München und eine inländische Niederlassung in Hamburg. Im Rahmen der internationalen Wachstumsstrategie sind Töchter in Zürich, Moskau, Hongkong, Shenzhen, Singapur, Taipeh und Kochi aktiv. Der Konzern beschäftigt derzeit über 170 Mitarbeiter.

| GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende | 31.12.2012 | 31.12.2013 | 31.12.2014e | 31.12.2015e |
|----------------------------|------------|------------|-------------|-------------|
| Umsatz | 14,22 | 15,83 | 15,70 | 17,60 |
| EBITDA | 3,61 | 3,71 | 2,74 | 3,71 |
| EBIT | 3,35 | 3,28 | 2,14 | 3,01 |
| Jahresüberschuss | 2,21 | 2,18 | 1,39 | 2,02 |

Kennzahlen in EUR

| | | | | |
|--------------------|------|------|------|------|
| Gewinn je Aktie | 1,86 | 1,84 | 1,17 | 1,70 |
| Dividende je Aktie | 0,75 | 0,75 | 0,60 | 0,90 |

Kennzahlen

| | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EV/Umsatz | 2,05 | 1,95 | 1,96 | 1,75 |
| EV/EBITDA | 8,08 | 8,31 | 11,25 | 8,31 |
| EV/EBIT | 8,71 | 9,40 | 14,39 | 10,22 |
| KGV | 15,40 | 15,60 | 24,50 | 16,88 |
| KBV | | 2,21 | | |

Finanztermine

10.12.2014: 18. MKK

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

09.10.2014: RS / 36,80 / KAUFEN

09.09.2014: RS / 36,80 / KAUFEN

29.07.2014: RG / 38,50 / KAUFEN

11.06.2014: RS / 38,50 / KAUFEN

28.04.2014: RS / 38,50 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

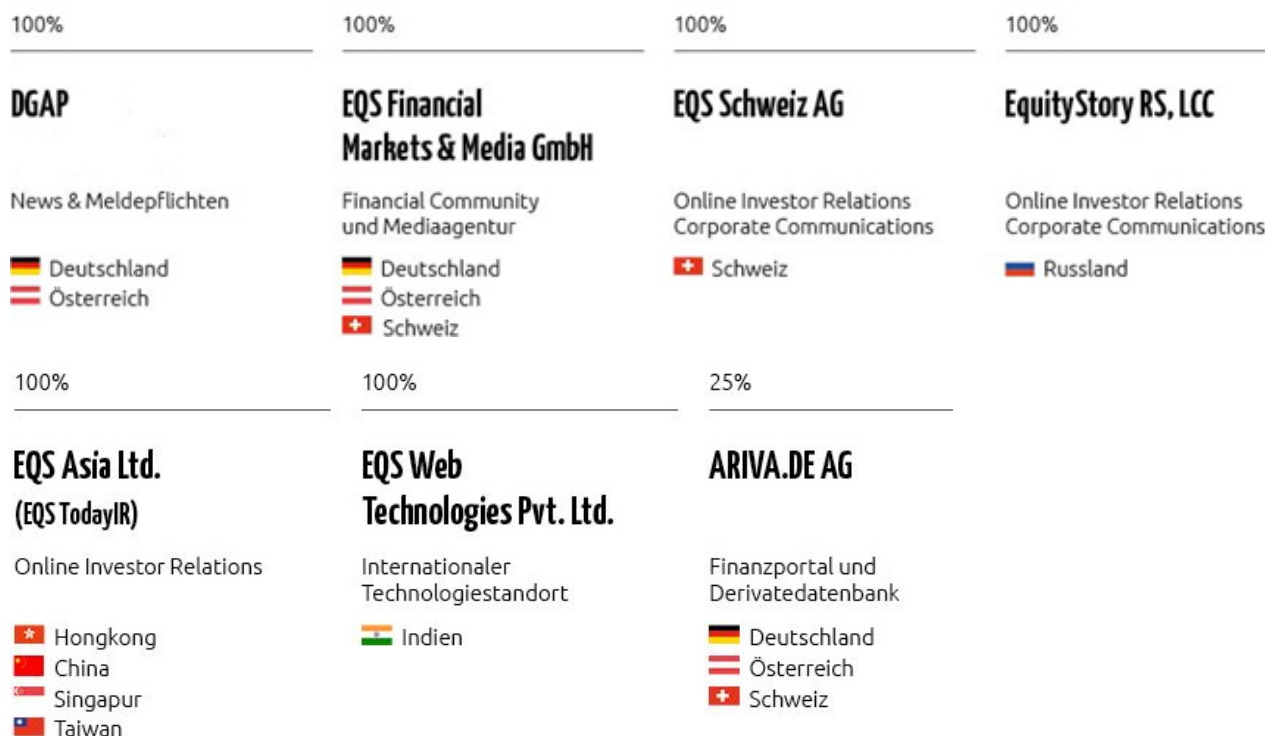
EXECUTIVE SUMMARY

- Mit 11,46 Mio. € lag die EQS Group umsatzseitig trotz eines schwachen IPO-Marktes sowie einer geringen Emissionstätigkeit im Mittelstandsanleihe segment nach neun Monaten auf Höhe des Vorjahreswertes (11,49 Mio. €). Die Übernahme der TodayIR sowie durchgeführte Preissteigerungen bei XML-Einreichungen verhalfen zu einem starken dritten Quartal über Vorjahresniveau und zur Kompensation des schwächeren zweiten Quartals 2014.
- Das Jahr 2014 steht im Zeichen der Wachstumsstrategie und der Ausrichtung auf den asiatischen Markt. So wurde in 2014 die Übernahme der TodayIR erfolgreich abgeschlossen und ein Technologiestandort im indischen Kochi errichtet. Darüber hinaus wurde eine neue Version des EQS-COCKPITs sowie des CONTACT MANAGER entwickelt, welche in 2015 entsprechend umsatzwirksam werden sollten.
- Bei gleichbleibenden Umsatzerlösen führte die Übernahmetätigkeit sowie die Weiterentwicklung des Produktportfolios und die Einführung eines neuen ERP-Systems zu Sonderbelastungen in Höhe von rund 0,20 Mio. € und somit zu einem EBITDA-Rückgang zum 30.09.2014 auf 2,03 Mio. € (VJ: 2,19 Mio. €).
- Ebenso erhöhten sich die Abschreibungen durch zusätzliche PPA-Abschreibungen in Folge der TodayIR-Übernahme und des Erwerbs des euro adhoc-Kundenstamms in 2013. Dadurch verringerte sich das EBIT von 1,95 Mio. € auf 1,57 Mio. € zum 30.09.2014.
- Auf Gesamtjahresbasis gehen wir nach einem vierten Quartal auf Vorjahresniveau von einem Umsatzniveau in Höhe von 15,70 Mio. € sowie einem EBITDA in Höhe von 2,74 Mio. € aus.
- Die Expansionsstrategie und Konzentration auf den asiatischen Wachstumsmarkt wird sich unserer Ansicht nach in 2015 fortsetzen und erste Erfolge verzeichnen können. So gehen wir aufgrund eines weiterentwickelten Produktportfolios sowie weiterer Marktdurchdringung von Umsatzerlösen in Höhe von 17,60 Mio. € aus.
- Gleichzeitig dürften sich die Personalaufwendungen aufgrund der internationalen Expansion erhöhen, während die restliche Kostenstruktur weitgehend stabil bleiben dürfte. Daher gehen wir für 2015 von einem EBITDA in Höhe von 3,71 Mio. € aus. Bei steigenden Abschreibungen aufgrund der getätigten Übernahme dürfte sich der Jahresüberschuss in 2015 auf 2,02 Mio. € belaufen und somit einem EPS von 1,70 € entsprechen.
- **Aufgrund der eingeleiteten Wachstumsstrategie sowie des weiterentwickelten Produktportfolios sehen wir die EQS Group in 2015 wieder auf Wachstumskurs. Auf Basis unserer Schätzungen ergibt sich ein fairer Wert je Aktie in Höhe von 36,80 €. Dies entspricht beim derzeitigen Kursniveau von 28,60 € einem Potenzial von rund 25 %. Daher lautet unser Rating weiterhin Kaufen.**

UNTERNEHMEN

Profil

Das nachstehende Schaubild zeigt die Unternehmensstruktur der EQS Group AG:

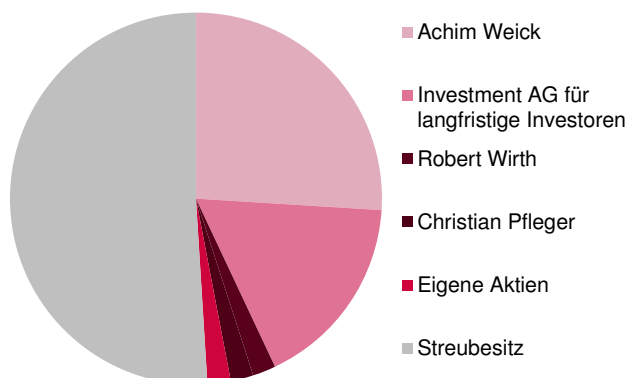


Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Aktionärsstruktur

| Anteilseigner in % | 30.06.2014 |
|---|------------|
| Achim Weick | 26% |
| Investment AG für langfristige Investoren | 20% |
| Robert Wirth | 2% |
| Christian Pfleger | 2% |
| Eigene Aktien | 2% |
| Streubesitz | 48% |

Quelle: EQS Group AG; GBC AG



Geschäftsentwicklung neun Monate 2014

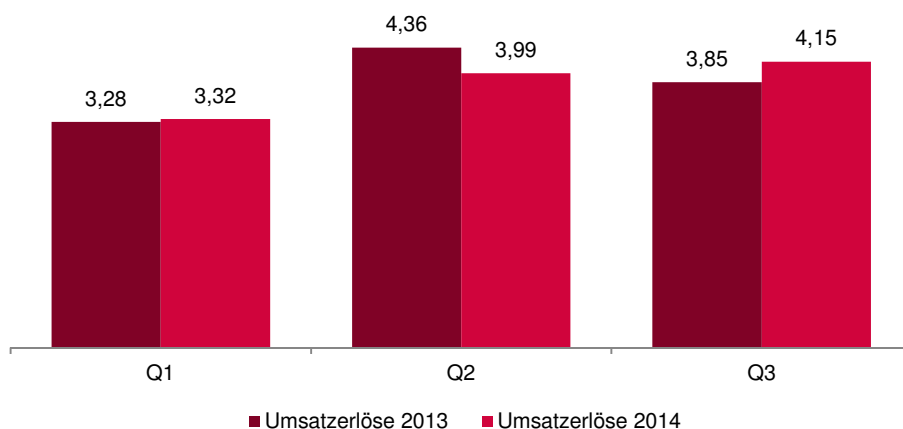
| in Mio. € | 9M 2013 | Δ in % | 9M 2014 |
|------------------|---------|----------|---------|
| Umsatzerlöse | 11,49 | -0,3 % | 11,46 |
| EBITDA | 2,26 | -10,2 % | 2,03 |
| EBITDA-Marge | 19,7 % | -2,0 Pp. | 17,7 % |
| EBIT | 1,95 | -19,5 % | 1,57 |
| EBIT-Marge | 17,0 % | -3,3 Pp. | 13,7 % |
| Periodenergebnis | 1,22 | -27,0 % | 0,89 |
| EPS in € | 1,03 | -27,2 % | 0,75 |

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzentwicklung – Positive Entwicklung im dritten Quartal kompensiert schwächeres erstes Halbjahr

Nachdem zum Halbjahr 2014 noch ein Umsatzrückgang um rund 4 % zu verzeichnen war, konnte die EQS Group durch ein starkes drittes Quartal nach neun Monaten in 2014 das Umsatzniveau des Vorjahres erreichen. So konnte im dritten Quartal 2014 ein Umsatzplus im Vergleich zum Vorjahreszeitraum von 7,8 % auf 4,15 Mio. € (VJ: 3,85 Mio. €) erzielt werden. Innerhalb der ersten neun Monate 2014 erzielte das Unternehmen somit trotz der weiterhin durchwachsenen Marktlage im Bereich der Mittelstandsanleihen Umsatzerlöse in Höhe von 11,46 Mio. € (VJ: 11,49 Mio. €). Hier wirkten sich die zum 30.04.2014 erfolgte Übernahme der TodayIR sowie der in 2013 übernommene euro adhoc-Kundenstamm positiv aus.

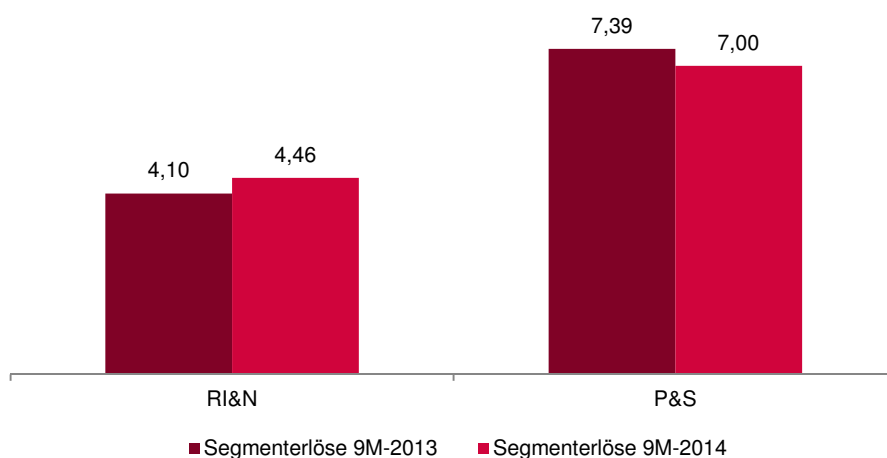
Umsatzentwicklung auf Quartalsbasis in (Mio. €)



Quelle: EQS Group, GBC AG

Auf Segmentebene konnte im Bereich Regulatory Information & News (RI&N) trotz des in 2014 weiterhin eher schwierigen Kapitalmarktumfelds ein Umsatzwachstum um 8,6 % auf 4,46 Mio. € (VJ: 4,10 Mio. €) erzielt werden. Hier wirkte sich ein um 7 % auf 14.834 Mitteilungen (VJ: 13.881) gestiegenes Nachrichtenvolumen positiv aus. Der Anstieg resultiert wiederum größtenteils aus der in 2013 erfolgten Übernahme des euro adhoc-Kundenstamms. Negativ hingegen wirkten sich der schwache IPO-Markt sowie die aufgrund von durchgeführten Delistings weiterhin rückläufige Anzahl von börsennotierten Unternehmen aus. In den ersten neun Monaten verzeichnete der Entry Standard an der Frankfurter Börse lediglich drei und im regulierten Markt zehn neue Unternehmen. Dieser Entwicklung standen 17 De- und Downlistings gegenüber. Während vor der Finanzkrise rund 830 Unternehmen im regulierten Markt gelistet waren, liegt diese Anzahl nun bei nur noch etwas über 500 Unternehmen.

Umsatzverteilung nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: EQS Group, GBC AG

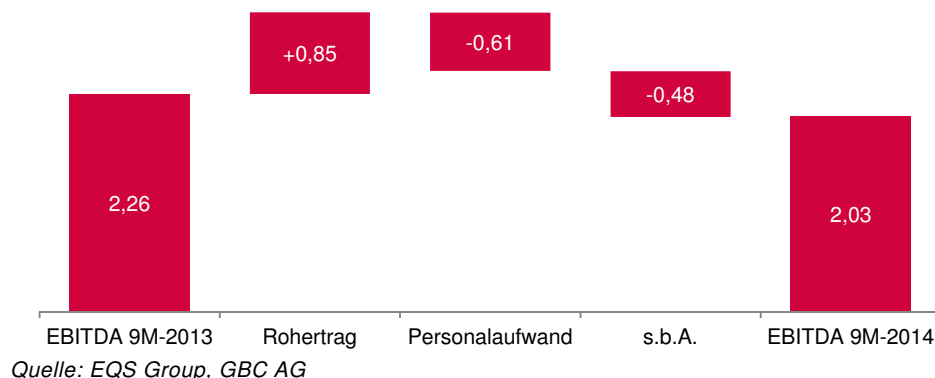
Die Umsatzentwicklung im Segment Products & Services (P&S) war, wie bereits zum Halbjahr 2014, geprägt von der schwachen Emissionstätigkeit im Bereich der Mittelstandsanleihen. Die geringe Emissionsanzahl führte zu einem Rückgang im zugehörigen Subsegment Distribution & Media um 64 %. Im Vergleich zum Halbjahr hat sich die Situation in diesem Bereich jedoch etwas gebessert und der Markt für Mittelstandsanleihen zeigte zuletzt eine leicht aufwärts gerichtete Tendenz. Neben dem Rückgang konnte in den beiden anderen Subsegmenten Websites & Platforms (+13 %) sowie Reports & Webcasts (+23 %) der Umsatz gesteigert werden. Zum einen ist dies auf die Übernahme der TodayIR und zum anderen auf durchgeführte Preissteigerungen im XML-Einreichungsservice zurückzuführen. Insgesamt verzeichnete der Bereich P&S somit einen Umsatzrückgang um 5,3 %, während dieser zum Halbjahr noch 14 % betrug.

Ergebnisentwicklung – Ergebnismarge im Vergleich zum Halbjahr wieder verbessert

Bei einem Umsatzniveau auf Vorjahreshöhe konnte der Rohertrag von 8,88 Mio. € auf 9,73 Mio. € gesteigert sowie die Rohertragsmarge von 77,3 % zum 30.09.2013 auf 84,9 % in 2014 verbessert werden. Ursache hierfür war zum einen die Entwicklung des neuen CONTACT MANAGER sowie der Überarbeitung der COCKPIT-Plattform und die damit verbundenen aktivierten Eigenleistungen in Höhe von 0,22 Mio. € (VJ: 0,00 Mio. €). Zudem konnten die bezogenen Leistungen um rund 25 % auf 2,01 Mio. € gesenkt werden, was auf das deutlich zurückgegangene Mediageschäft im Bereich der Mittelstandsanleihen zurückzuführen ist.

Während der Rohertrag und die Rohertragsmarge zum 30.09.2014 im Vergleich zum Vorjahreszeitraum gesteigert werden konnten, belasteten ein um 13 % gesteigener Personalaufwand sowie um 24,4 % erhöhte sonstige betriebliche Aufwendungen das EBITDA. Aufgrund der Übernahme der TodayIR stieg die Mitarbeiteranzahl zum Stichtag von 103 auf 155 und der Personalaufwand erhöhte sich entsprechend auf 5,21 Mio. € (VJ: 4,61 Mio. €). Der Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen resultiert zu annähernd 50 % aus der Akquisition der TodayIR und der in diesem Zuge angefallenen Beratungsleistungen. Des Weiteren wurde im Jahresverlauf ein neues ERP-System eingeführt, was entsprechende Anlaufkosten verursachte und ebenfalls zur Erhöhung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen beitrug. In Zukunft dürfte sich die Akquisition der TodayIR sowie das neue ERP-Systems jedoch nicht nur positiv auf das Umsatzniveau, sondern auch auf die Ergebnissituation der EQS Group positiv auswirken.

EBITDA-Brücke 9M-2013 und 9M-2014 (in Mio. €)



Zum 30.09.2014 betrug das EBITDA nach einer leicht erhöhten Kostenstruktur 2,03 Mio. € (VJ: 2,26 Mio. €). Bei gleichbleibenden Umsatzerlösen bedeutet dies einen Rückgang der EBITDA-Marge von 19,1 % auf 17,7 % zum 30.09.2014. Hier ist jedoch erneut die positive Entwicklung im dritten Quartal 2014 zu berücksichtigen. Zum Halbjahr 2014 betrug das EBITDA 1,09 Mio. € (VJ: 1,41 Mio. €) und die EBITDA-Marge lag bei 14,9 %. Die positive Entwicklung im dritten Quartal deutet unserer Ansicht nach auf eine weitere Verbesserung im Jahresverlauf sowie für das kommende Geschäftsjahr hin.

Aufgrund der Übernahme der TodayIR sowie des euro-adhoc Kundenstamms haben sich die Abschreibungen erhöht. Diese stiegen im Vergleich zum Vorjahr von 0,32 Mio. € auf 0,46 Mio. € in 2014. Dabei ist aufgrund der anfallenden PPA-Abschreibungen auch in den kommenden Jahren von höheren Abschreibungsbeträgen auszugehen. Nach einem negativen Finanzergebnis in Höhe von -0,06 Mio. € zum 30.09.2013 erzielte die EQS Group zum Stichtag in 2014 aufgrund von Fremdwährungsdifferenzen ein ausgeglichenes Finanzergebnis. Dies ist vor allem auf die günstige Kursentwicklung des Hongkong-Dollars zurückzuführen. Nach Berücksichtigung eines Steueraufwands in Höhe von 0,68 Mio. € (VJ: 0,65 Mio. €) erzielte die EQS Group ein Periodenergebnis in Höhe von 0,89 Mio. € (VJ: 1,22 Mio. €).

Prognose und Modellannahmen

| GuV (in Mio. €) | GJ 2013 | GJ 2014e | GJ 2015e |
|------------------|---------|----------|----------|
| Umsatzerlöse | 15,83 | 15,70 | 17,60 |
| EBITDA | 3,71 | 2,74 | 3,71 |
| EBITDA-Marge | 23,4% | 17,5% | 21,1% |
| EBIT | 3,28 | 2,14 | 3,01 |
| EBIT-Marge | 20,7% | 13,6% | 17,1% |
| Jahresüberschuss | 2,18 | 1,39 | 2,02 |
| EPS in € | 1,83 | 1,17 | 1,70 |

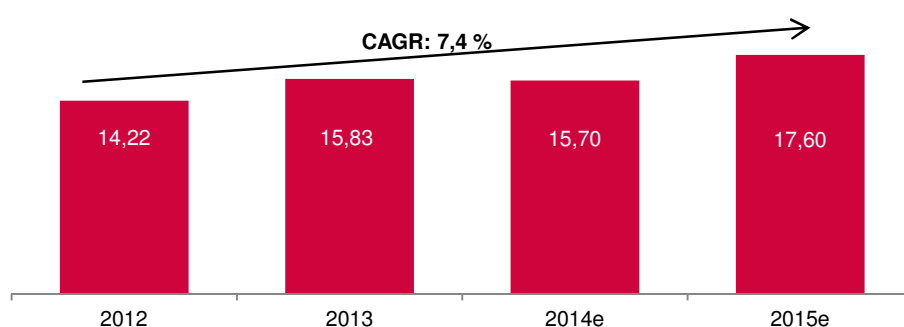
Quelle: GBC AG

Umsatz- und Ergebnisprognosen – Schätzungen für 2015 bestätigt, Asienexpansion verläuft nach Plan

Nach der positiven Entwicklung im dritten Quartal 2014 erwarten wir für das letzte Quartal 2014 mit 4,24 Mio. € Umsatzerlöse auf Höhe des Vorjahreszeitraumes. Somit bestätigen wir unsere Prognosen für das Geschäftsjahr 2014 und rechnen für das Gesamtjahr mit Umsatzerlösen in Höhe von 15,70 Mio. €. Damit liegen wir am oberen Ende der Prognose des Vorstandes (15,00 € bis 16,00 Mio. €). Für 2015 gehen wir unverändert von steigenden Umsatzerlösen und einem Niveau in Höhe von 17,60 Mio. € aus.

Vor dem Hintergrund eines weiterhin eher durchwachsenen IPO-Marktes in Deutschland sowie einer geringeren Emissionstätigkeit im Mittelstandsanleihe-segment dürfte sich in den kommenden Jahren vor allem die Expansionsstrategie der EQS Group auf den asiatischen Raum positiv auswirken. Durch die Übernahme der TodayIR sowie durch die Eröffnung des Technologiestandorts in Kochi, mit zehn eigenen Entwicklern, hat die EQS Group nun Zugang zum asiatischen Markt sowie zu den wichtigsten Wachstumsmärkten wie Hongkong, Singapur und Taiwan erlangt. Des Weiteren steht durch die für Ende 2014 anstehende Fertigstellung der neuen Version des EQS COCKPITs sowie mit dem vollständig neuentwickelten CONTACT MANAGER ein überarbeitetes und weiterentwickeltes Produktportfolio zur Verfügung, welches zusätzliche Umsatzbeiträge generieren dürfte.

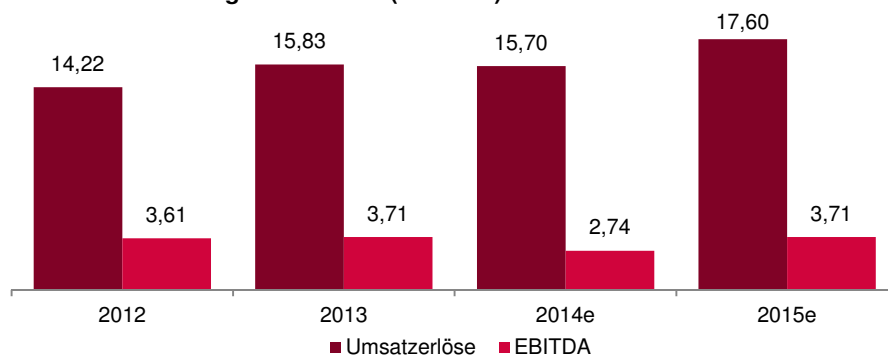
Erwartete Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Für 2014 rechnen wir aufgrund der gestiegenen Aufwendungen sowie PPA-Abschreibungen durch die Übernahme der TodayIR sowie des euro adhoc-Kundenstamms mit einem EBITDA von 2,74 Mio. € und somit unter dem Niveau von 2013 (3,71 Mio. €). Für 2015 gehen wir aufgrund der weiteren Expansion in Asien von einer Steigerung der Personalaufwendungen auf 7,70 Mio. € aus sowie einer gleichbleibenden Höhe (3,20 Mio. €) der sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Hier sollten mögliche Steigerungen durch den Wegfall der in 2014 durch die Übernahme der TodayIR sowie der Implementierung des neuen ERP-Systems entstandenen Aufwendungen kompensiert werden können.

Erwartete Entwicklung des EBITDA (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Demnach gehen wir für das Jahr 2015 von einem EBITDA in Höhe von 3,71 Mio. € aus. Nach Berücksichtigung einer erhöhten Steuerquote von rund 45 % dürfte sich der Jahresüberschuss in 2015 auf 2,02 Mio. € belaufen. Dies entspricht einem EPS von 1,70 €. Die Ausrichtung auf die stark wachsenden Märkte in Asien wird sich unserer Ansicht nach somit nicht nur im Umsatz positiv, sondern nach erfolgreicher Integration und Realisierung der Synergien mittel- und langfristig auch im Ergebnis widerspiegeln.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die EQS Group AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014 und 2015 in Phase 1, erfolgt von 2016 bis 2021 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei haben wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 % angenommen. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 24,3 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 32,0 % 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 % sowie eine Steuerquote von 32,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der EQS Group 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.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 2,00 %.

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,38.

Unter Verwendung der getroffenen Annahmen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 9,6 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 95 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,2 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,2 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2015 entspricht einem Kursziel in Höhe von 36,80 €.

Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs bei rund 29 € errechnet sich ein Kurspotential von rund 25 % für die Aktie der EQS Group AG. Die Aktie ist nach unserer Ansicht weiterhin attraktiv bewertet.

DCF-MODELL

EQS Group AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

| consistency - Phase | | final - Phase | |
|----------------------------------|-------|----------------------------------|-------|
| Umsatzwachstum | 20,0% | ewiges Umsatzwachstum | 2,0% |
| EBITDA-Marge | 24,3% | ewige EBITA - Marge | 21,9% |
| AFA zu operativen Anlagevermögen | 18,5% | effektive Steuerquote im Endwert | 32,0% |
| Working Capital zu Umsatz | 9,7% | | |

dreistufiges DCF - Modell:

| Phase in Mio. EUR | estimate | | consistency | | | | | | final Endwert | |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|-------|
| | GJ 14e | GJ 15e | GJ 16e | GJ 17e | GJ 18e | GJ 19e | GJ 20e | GJ 21e | | |
| Umsatz (US) | 15,70 | 17,60 | 18,48 | 19,40 | 20,37 | 21,39 | 22,46 | 23,59 | | |
| US Veränderung | -0,8% | 12,1% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 2,0% | |
| US zu operativen Anlagevermögen | 4,62 | 5,33 | 5,69 | 6,06 | 6,47 | 6,90 | 7,36 | 7,86 | | |
| EBITDA | 2,74 | 3,71 | 4,49 | 4,72 | 4,95 | 5,20 | 5,46 | 5,73 | | |
| EBITDA-Marge | 17,5% | 21,1% | 24,3% | 24,3% | 24,3% | 24,3% | 24,3% | 24,3% | | |
| EBITA | 2,14 | 3,01 | 3,88 | 4,11 | 4,36 | 4,62 | 4,88 | 5,17 | 21,9% | |
| EBITA-Marge | 13,6% | 17,1% | 21,0% | 21,2% | 21,4% | 21,6% | 21,7% | 21,9% | | |
| Steuern auf EBITA zu EBITA | -0,69 32,0% | -0,96 32,0% | -1,24 32,0% | -1,32 32,0% | -1,39 32,0% | -1,48 32,0% | -1,56 32,0% | -1,65 32,0% | -1,65 32,0% | 32,0% |
| EBI (NOPLAT) | 1,46 | 2,05 | 2,64 | 2,80 | 2,96 | 3,14 | 3,32 | 3,51 | | |
| Kapitalrendite | 32,0% | 41,8% | 52,8% | 55,6% | 58,4% | 61,3% | 64,3% | 67,3% | 67,9% | |
| Working Capital (WC) | 1,50 | 1,70 | 1,79 | 1,87 | 1,97 | 2,07 | 2,17 | 2,28 | | |
| WC zu Umsatz | 9,6% | 9,7% | 9,7% | 9,7% | 9,7% | 9,7% | 9,7% | 9,7% | | |
| Investitionen in WC | -0,31 | -0,20 | -0,09 | -0,09 | -0,09 | -0,10 | -0,10 | -0,11 | | |
| Operatives Anlagevermögen (OAV) | 3,40 | 3,30 | 3,25 | 3,20 | 3,15 | 3,10 | 3,05 | 3,00 | | |
| AFA auf OAV | -0,60 | -0,70 | -0,61 | -0,60 | -0,59 | -0,58 | -0,57 | -0,56 | | |
| AFA zu OAV | 17,6% | 21,2% | 18,5% | 18,5% | 18,5% | 18,5% | 18,5% | 18,5% | | |
| Investitionen in OAV | -0,64 | -0,60 | -0,56 | -0,55 | -0,54 | -0,53 | -0,52 | -0,51 | | |
| Investiertes Kapital | 4,90 | 5,00 | 5,04 | 5,07 | 5,12 | 5,17 | 5,22 | 5,28 | | |
| EBITDA | 2,74 | 3,71 | 4,49 | 4,72 | 4,95 | 5,20 | 5,46 | 5,73 | | |
| Steuern auf EBITA | -0,69 | -0,96 | -1,24 | -1,32 | -1,39 | -1,48 | -1,56 | -1,65 | | |
| Investitionen gesamt | -5,25 | -0,80 | -0,65 | -0,64 | -0,64 | -0,63 | -0,63 | -0,62 | | |
| Investitionen in OAV | -0,64 | -0,60 | -0,56 | -0,55 | -0,54 | -0,53 | -0,52 | -0,51 | | |
| Investitionen in WC | -0,31 | -0,20 | -0,09 | -0,09 | -0,09 | -0,10 | -0,10 | -0,11 | | |
| Investitionen in Goodwill | -4,30 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | | |
| Freie Cashflows | -3,19 | 1,95 | 2,60 | 2,76 | 2,92 | 3,09 | 3,27 | 3,46 | 48,52 | |

| | | |
|-------------------------------------|-------|--------------|
| Wert operatives Geschäft (Stichtag) | 40,18 | 41,92 |
| Barwert expliziter FCFs | 13,94 | 13,27 |
| Barwert des Continuing Value | 26,25 | 28,65 |
| Nettoschulden (Net debt) | 0,07 | -1,83 |
| Wert des Eigenkapitals | 40,12 | 43,75 |
| Fremde Gewinnanteile | 0,00 | 0,00 |
| Wert des Aktienkapitals | 40,12 | 43,75 |
| Ausstehende Aktien in Mio. | 1,19 | 1,19 |
| Fairer Wert der Aktie in EUR | 33,74 | 36,80 |

Kapitalkostenermittlung:

| | |
|--------------------|-------------|
| risikolose Rendite | 2,0% |
| Marktrisikoprämie | 5,5% |
| Beta | 1,38 |
| Eigenkapitalkosten | 9,6% |
| Zielgewichtung | 95,0% |
| Fremdkapitalkosten | 2,5% |
| Zielgewichtung | 5,0% |
| Taxshield | 28,7% |
| WACC | 9,2% |

| Kapitalrendite | WACC | | | | |
|----------------|-------|-------|--------------|-------|-------|
| | 8,6% | 8,9% | 9,2% | 9,5% | 9,8% |
| 67,4% | 39,68 | 38,07 | 36,62 | 35,28 | 34,06 |
| 67,7% | 39,78 | 38,17 | 36,71 | 35,37 | 34,14 |
| 67,9% | 39,88 | 38,27 | 36,80 | 35,45 | 34,22 |
| 68,2% | 39,98 | 38,37 | 36,89 | 35,54 | 34,30 |
| 68,4% | 40,09 | 38,46 | 36,98 | 35,63 | 34,38 |

ANHANG

§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 andere 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:

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 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 Wert 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, Aktienrückkäufen, 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.htm>

§ 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 §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

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 §34b WpHG 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: (5)

§ 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 Unternehmen.
- (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) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst 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.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@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), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst

Dominik Gerbing, B.A., Finanzanalyst

§ 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 & 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