



Researchstudie (Anno)



**„Internationale Ausrichtung erschließt neue Erlösquellen;
deutliches Umsatzwachstum erwartet; Ergebnisse sollten ab
2016 nachziehen“**

Kursziel: 38,00 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 21**

EQS Group AG^{*5a, 11}

Kaufen

Kursziel: 38,00

aktueller Kurs: 31,65
15.5.2015 / ETR / 17:15 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005494165
WKN: 549416
Börsenkürzel: EQS
Aktienanzahl³: 1,190
Marketcap³: 37,66
EnterpriseValue³: 38,84
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 48,0 %

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Entry Standard

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
VEM Aktienbank AG

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 22

Unternehmensprofil

Branche: Medien

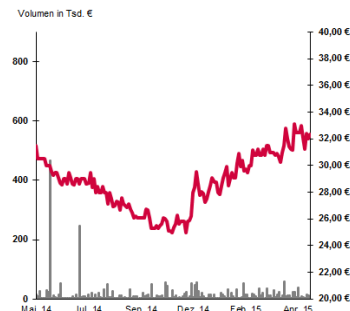
Fokus: Online-Unternehmenskommunikation

Mitarbeiter: 166 Stand: 31.12.2014

Gründung: 2000

Firmensitz: München

Vorstand: Achim Weick, Christian Pflieger



Die EQS Group ist ein führender internationaler Anbieter für digitale Unternehmenskommunikation mit Stammsitz in München. Seit der Gründung im Jahr 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 und Services in der Lage, komplexe nationale und internationale Informationsanforderungen zuverlässig, sicher, effizient, gleichzeitig und einfach zu erfüllen. EQS Investor Relations und EQS Corporate Communications verbreiten Finanz- und 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, in der Daten- und Contentlieferung sowie in der Entwicklung von Finanzportalen aktiv. Mit ihrem Service DGAP ist die EQS Group die Institution zur Erfüllung gesetzlicher und regulatorischer Einreichungs- und Veröffentlichungspflichten. Die EQS Group hat ihren Hauptsitz in München sowie eine weitere inländische Niederlassung in Hamburg. Im Rahmen der internationalen Wachstumsstrategie sind Tochtergesellschaften in Zürich, London, Moskau, Hongkong, Shenzhen, Singapur, Taipeh und Kochi aktiv.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015e	31.12.2016e
Umsatz	15,83	16,39	18,50	19,80
EBITDA	3,71	3,45	3,34	4,16
EBIT	3,28	2,82	2,65	3,48
Jahresüberschuss	2,18	1,84	1,79	2,37

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	1,83	1,55	1,50	1,99
Dividende je Aktie	0,75	0,75	0,75	0,80

Kennzahlen				
EV/Umsatz	2,45	2,37	2,10	1,96
EV/EBITDA	10,47	11,26	11,63	9,34
EV/EBIT	11,84	13,77	14,66	11,16
KGV	17,28	20,47	21,04	15,89
KBV		2,37		

Finanztermine

29.05.2015: Veröffentlichung Q1-Bericht
12.06.2015: Hauptversammlung
28.08.2015: Veröffentlichung HJ-Bericht
27.11.2015: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
23.4.2015: RS / 36,80 / KAUFEN
27.1.2015: RG / 36,80 / KAUFEN
8.12.2014: RS / 36,80 / KAUFEN
29.7.2014: RG / 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 einem Umsatzwachstum in Höhe von 3,5 % auf 16,39 Mio. € (VJ: 15,83 Mio. €) konnte sich die EQS Group AG abermals dem herausfordernden Marktumfeld entziehen. Dabei zeigte sich das Börsenumfeld in Deutschland von einer erneut rückläufigen Entwicklung bei der Anzahl der börsennotierten Unternehmen geprägt, was sich in der Regel belastend auf die Geschäftstätigkeit der EQS Group AG auswirkt. Infolge des Ausbaus von Marktanteilen (Zukauf des euro adhoc-Kundenstammes) sowie der Internationalisierungsstrategie konnte die Gesellschaft jedoch ein Erlöswachstum erzielen.
- Die wichtigsten Wachstumsimpulse steuerte der Bereich Regulatory Information & News (RI&N). Hier kam ein anorganischer Basiseffekt zum Tragen, da der euro adhoc-Kundenstamm sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014 ganzjährig ausgewirkt hatte (Erwerbszeitpunkt: März 2013). Im Bereich Products & Services (P&S) wurden einerseits die Umsätze mit Einreichungen beim Bundesanzeiger gesteigert. Andererseits bewirkte die Übernahme des chinesischen Dienstleisters für Online-Investors Relations sowie im Newsbereich, TodayIR, einen Anstieg der Umsätze im Bereich Corporate- und IR-Webseiten. Dem steht jedoch ein Rückgang der Distributionsumsätze entgegen, als Folge einer deutlich geringeren Emissionsaktivität bei den Mittelstandsanleihen.
- Das vergangene Geschäftsjahr 2014 stand im Zeichen der Asienexpansion (bspw. Erwerb TodayIR), mit einem entsprechenden überproportionalen operativen Kostenanstieg. Als Folge des vornehmlich anorganischen Mitarbeiteraufbaus sowie von Akquisitionskosten minderte sich das EBIT, entgegen des Umsatzanstiegs, auf 2,82 Mio. € (VJ: 3,28 Mio. €). Bereinigt um akquisitorische Sondereffekte verbesserte sich das Non-IFRS EBIT leicht auf 3,31 Mio. € (VJ: 3,28 Mio. €).
- Die vorangetriebene Expansionsstrategie dürfte zu einer weiteren Steigerung des Umsatzniveaus führen. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund der hiesigen schwierigen Marktbedingungen hervorzuheben. Mit dem nun vorhandenen Marktzugang in China beabsichtigt die EQS Group AG an der dynamischen Entwicklung der chinesischen Börsen zu partizipieren. Insbesondere die Öffnung des chinesischen Aktienmarktes für ausländische Investoren, sollte zu einer Änderung der Kommunikation börsennotierter chinesischer Unternehmen führen, um den stark erweiterten Adressatenkreis zu bedienen. Infolgedessen rechnen wir mit einer überproportionalen Steigerung der Umsätze auf 18,50 Mio. € (2015e) sowie auf 19,80 Mio. € (2016e).
- Die steigende Umsatzdynamik dürfte zudem vor dem Hintergrund weiterer Investitionen in die Auslandsexpansion (neuer Standort in Shanghai wird in 2015 aufgebaut) erzielt werden. Gemäß den Unternehmensangaben unterstellen wir für 2015 weitere Investitionsaufwendungen in Höhe von ca. 1,00 Mio. €, so dass zunächst das von uns prognostizierte EBIT mit 2,63 Mio. € (2015e) nicht proportional zum Umsatz zulegen sollte. Erst für das kommende Geschäftsjahr 2016 prognostizieren wir mit 3,48 Mio. € wieder einen EBIT-Anstieg. Angesichts des skalierbaren Geschäftsmodells sollte die EQS Group AG in den Folgejahren wieder zu alter Margenstärke zurückfinden.
- **Auf Basis dieser Schätzungen ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 38,00 € (bisher: 36,80 €). Angesichts eines derzeitigen Kurspotenzials von 20,1 % lautet unser Rating weiterhin KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

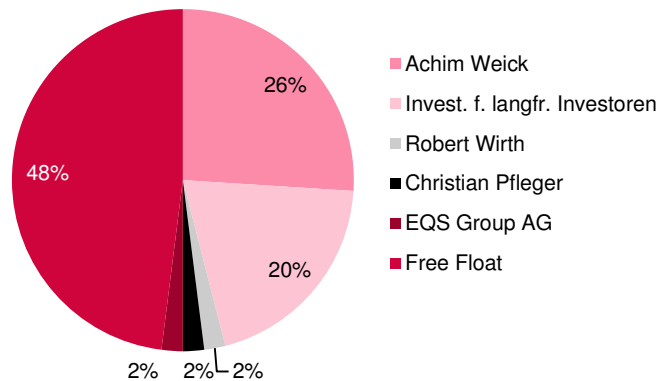
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis der EQS Group AG	4
Produktpalette und Unternehmensstrategie.....	4
Markt und Marktumfeld	6
IPO-Anzahl weiter auf niedrigem Niveau	6
Schwachtes Marktumfeld bei Mittelstandsanleihen.....	6
Marktentwicklung International.....	7
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	9
Kennzahlen im Überblick	9
Geschäftsentwicklung 2014	10
Umsatzentwicklung 2014	10
Ergebnisentwicklung 2014	12
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	14
SWOT-Analyse	16
Prognose und Modellannahmen	17
Umsatzprognosen	17
Ergebnisprognosen	18
Bewertung	19
Modellannahmen	19
Bestimmung der Kapitalkosten	19
Bewertungsergebnis	19
DCF-Modell.....	20
Anhang	21

UNTERNEHMEN

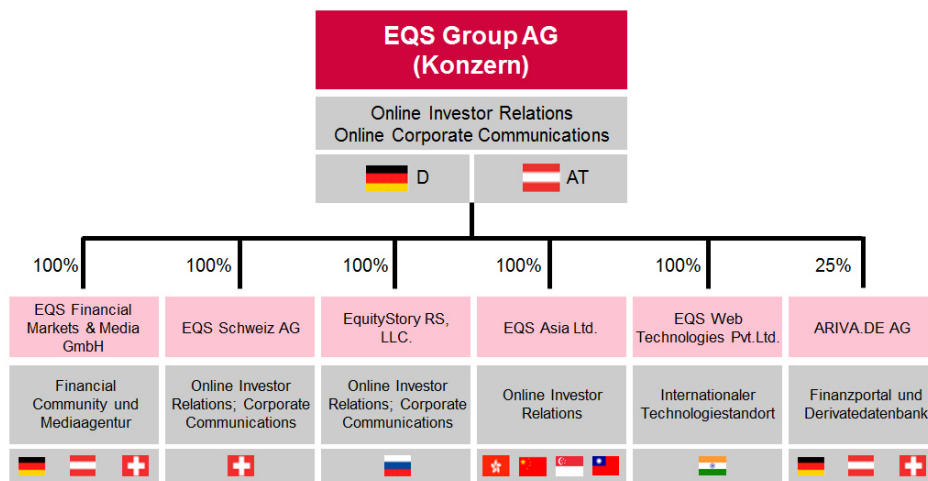
Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	30.04.2015
Achim Weick	26%
Investment für langfristige Investoren	20%
Christian Pfleger	2%
Robert Wirth	2%
EQS Group AG	2%
Streubesitz	48%

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

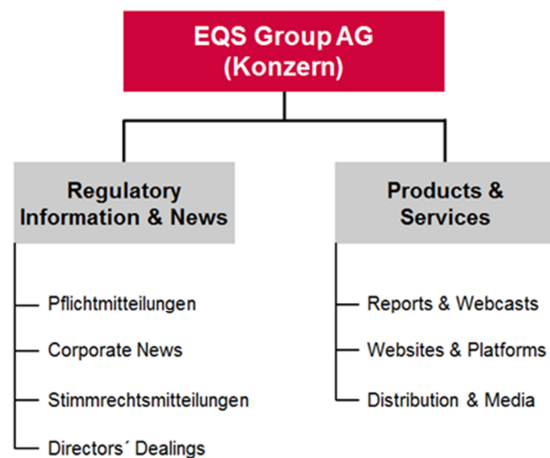


Konsolidierungskreis der EQS Group AG



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Produktpalette und Unternehmensstrategie



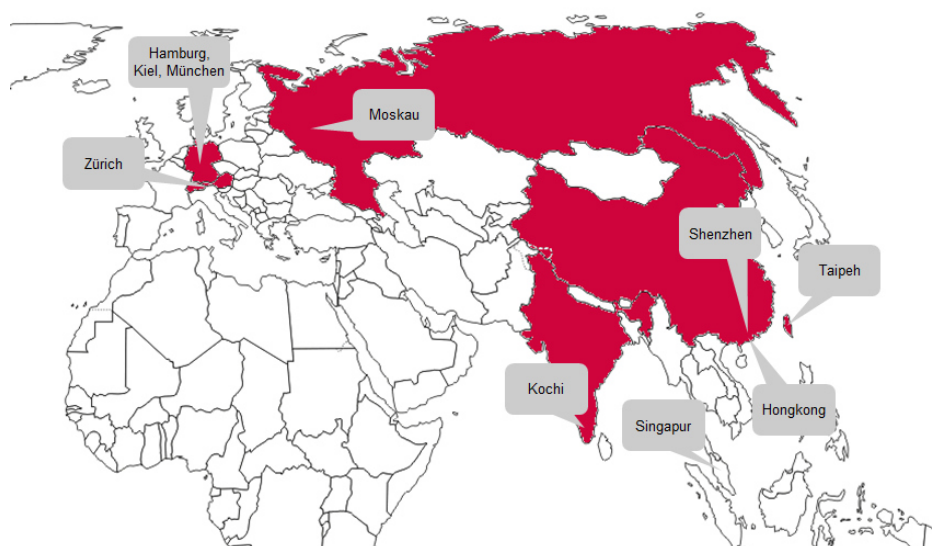
Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Die EQS Group AG (kurz: EQS) deckt über ihre Tochtergesellschaften alle wesentlichen Bereiche der digitalen Unternehmenskommunikation, mit dem Schwerpunkt im Bereich Investor Relations und Corporate Communications, ab. Im Rahmen der integrierten

Produktpalette werden Finanz- und Unternehmensmitteilungen verbreitet, Konzernwebseiten und Apps entwickelt, Online-Finanzberichte erstellt sowie Audio- und Videoübertragungen durchgeführt. Zudem ist die EQS-Gruppe über die Tochtergesellschaft EQS Financial Markets & Media GmbH und ARIVA.DE im Finanzmarketing, in der Daten- und Contentlieferung sowie in der Entwicklung von Finanzportalen tätig.

Die selbstentwickelten Plattformen, Produkte und Services werden über die jeweiligen Tochtergesellschaften international direkt vertrieben. Der Vertriebs Erfolg ist insbesondere in Deutschland zu beobachten, in dem die EQS Group AG bei der Verbreitung der Pflichtmitteilungen mit einem Marktanteil von über 90 % als quasi-Monopolist anzusehen ist. Die maßgeblichen künftigen Wachstumspotenziale wird die Gesellschaft über die Internationalisierungsstrategie heben, welche im Geschäftsjahr 2014 mit dem Erwerb des chinesischen Unternehmens TodayIR Holdings Limited (integriert in der EQS Asia Ltd.) nochmals forciert wurde. Darüber hinaus wurde in Kochi ein neuer Technologiestandort eröffnet, so dass die EQS Group AG an nunmehr zehn Standorten weltweit vertreten ist. Gemäß Unternehmensstrategie soll im Zuge der Asienexpansion bereits in 2015 ein neuer Standort in Shanghai aufgebaut werden.

Footprint der EQS Group AG



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

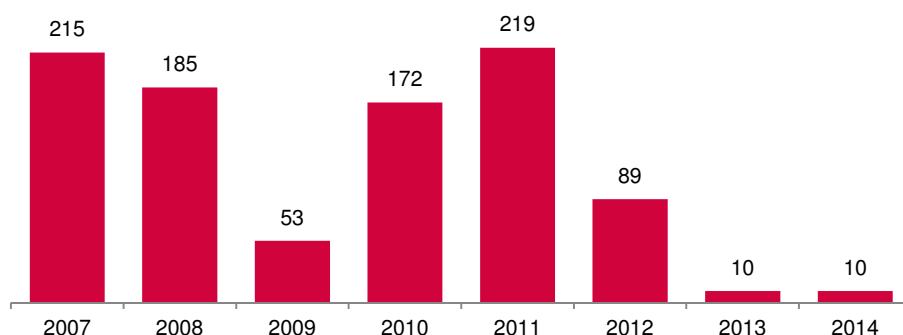
Neben Russland und der Schweiz steht mit China der dritte internationale Markt im Fokus des EQS-Konzerns. Dieser Markt gilt dabei als besonders vielversprechend, vor allem vor dem Hintergrund der im Jahr 2014 erfolgten Eröffnung für ausländische Investoren. Im Rahmen einer Kooperation der Börsen Shanghai und Hongkong können ausländische Investoren nun über die Börse Hongkong auch Aktien vom chinesischen Festland erwerben. Bisher war dies nicht möglich. Im Zuge dessen müssen die börsennotierten Unternehmen die externe Kommunikation auf die neuen Investorengruppen ausrichten. Die EQS Group AG hat sich mit dem Erwerb der TodayIR eine vielversprechende Position geschaffen, um hiervon zu profitieren.

MARKT UND MARKTUMFELD

IPO-Anzahl weiter auf niedrigem Niveau

Trotz des neuen Höchststandes beim DAX mit 10.087,12 Punkten am 05.12.2014 war das abgelaufene Geschäftsjahr 2014 ein eher durchwachsendes Jahr für den deutschen Kapitalmarkt. Die expansive Geldpolitik in Kombination mit den geopolitischen Unsicherheiten sorgte für eine hohe Volatilität an den Aktienmärkten. Während die Kurse sowie das Handelsvolumen in 2014 leicht anstiegen, verblieb die Anzahl der Börsengänge (IPO) im abgelaufenen Geschäftsjahr auf dem sehr niedrigen Niveau von lediglich 10 IPOs (VJ: 10). Vergleicht man die Zahl aus 2014 mit der durchschnittlichen IPO-Zahl von jährlich 160 zwischen 2010 und 2012, so befindet sich das aktuelle Niveau auf einem Tiefpunkt.

Anzahl der Neulistings/IPO's an der Börse Frankfurt



Quelle: Deutsche Börse AG, GBC AG

Die EQS Group AG ist über das Segment Regulatory News & Information (RI&N) von der Zahl der börsennotierten Unternehmen abhängig, da in diesem Bereich die News und adhoc-Meldungen der börsennotierten Unternehmen am Kapitalmarkt verbreitet und verarbeitet werden. Der negativen Entwicklung am deutschen Kapitalmarkt hat die EQS Group durch die Übernahme des euro adhoc-Kundenstamms in 2013 bereits entgegen gewirkt. Für das Jahr 2015 ist der Ausblick laut PWC bei einem als durchaus positiv einzuschätzenden Umfeld verhalten optimistisch. Aufgrund der hohen Cash-Bestände bei Investoren sowie einem sehr positiven vierten Quartal 2014 könnte sich die Zahl der Börsengänge in 2015 auf acht bis zwölf belaufen.

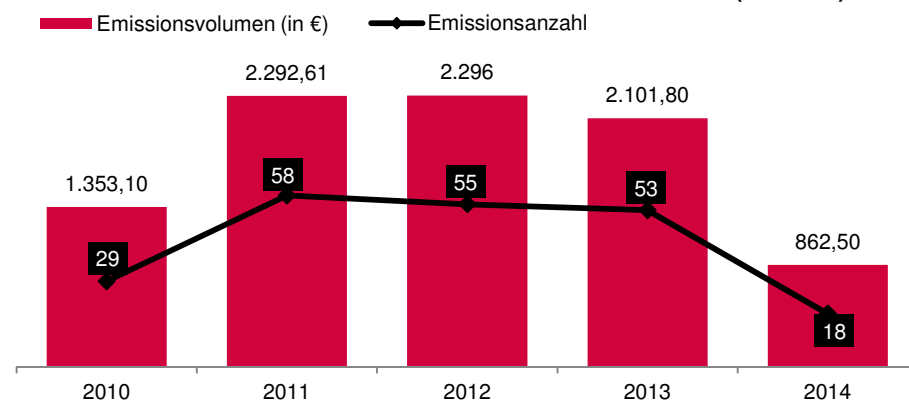
Neben der stark rückläufigen IPO-Anzahl hat sich zudem die veränderte Rechtsprechung zur Möglichkeit des vollständigen Rückzugs von der Börse, das sogenannte Delisting, negativ auf die Anzahl der an der Börse gelisteten Unternehmen ausgewirkt. Nach neuer Rechtsprechung durch das BGH müssen die Unternehmen beim Delisting den freien Aktionären kein Abfindungsangebot mehr unterbreiten und brauchen dazu keinen HV-Beschluss. In 2014 führte dies laut der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) zur Ankündigung und bereits teilweisen Durchführung von 29 Delistings. Aufgrund der geringen IPOs, vorhandener Insolvenzen sowie der möglichen Delistings hat sich die Anzahl der an der Börse gelisteten Unternehmen in 2014 nochmals auf 497 reduziert. Noch vor der Finanzkrise waren in den regulierten Marktsegmenten der Frankfurter Börse über 800 Unternehmen gelistet.

Schwaches Marktumfeld bei Mittelstandsanleihen

Wie am deutschen IPO-Markt war die Entwicklung innerhalb des Bereiches der Mittelstandsanleihen eher durchwachsend. In diesem Bereich bietet die EQS Group über das Segment Distribution & Media zahlreiche Software- und Serviceleistungen, die bei der

Anleiheemission den Emittenten unterstützen, an. Daher ist der Bereich stark abhängig von der Anzahl der Emissionen im Bereich der Mittelstandsanleihen. Dieser hat sich im vergangenen Jahr, wie bereits erwartet, deutlich schlechter entwickelt, als noch in den Vorjahren.

Emissionsvolumen und -anzahl von Mittelstandsanleihen in 2014 (in Mio. €)



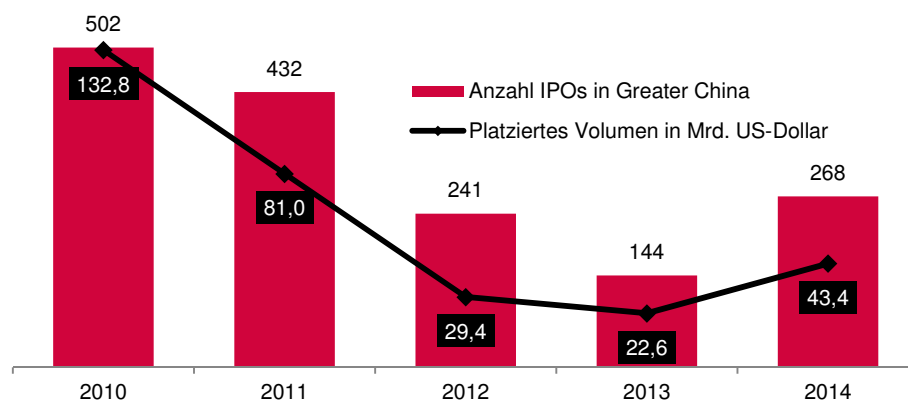
Quelle: Anleihen-Finder.de, GBC AG

Während in 2013 das Emissionsvolumen bei Mittelstandsanleihen bei 2,10 Mrd. € lag und der Markt für Mittelstandsanleihen in Deutschland verglichen mit 2014 noch deutlich volumenreicher war, lag das Emissionsvolumen im abgelaufenen Geschäftsjahr nur bei 862,50 Mio. €. Gleichzeitig sank die Emissionsanzahl von Mittelstandsanleihen von 53 in 2013 auf 18 in 2014. Auch der Start in 2015 war mit lediglich zwei Anleiheemissionen, mit einem Volumen von 110,00 Mio. €, eher durchwachsen. Das schwierige Umfeld führte neben der geringen Emissionszahl zusätzlich zu zeitlichen Verschiebungen von bereits geplanten und angekündigten Emissionen.

Marktentwicklung International

Im Vergleich zum deutschen IPO-Markt war die Entwicklung an den asiatischen Börsen, insbesondere in China, dem mittlerweile zweiten wichtigen regionalen Standbein der EQS Group AG, deutlich positiver. In Greater China (Festlandchina, Hongkong, Taiwan, Macau) wurden beispielsweise in 2014 über 268 IPOs (2013: 144 IPOs) insgesamt 43,4 Mrd. US-Dollar (2013: 22,6 Mrd. US-Dollar) eingeworben.

IPOs in Greater China



Quelle: Greater China IPO Watch 2014

Von hoher Bedeutung ist dabei die Öffnung des bisher abgeschotteten chinesischen Aktienmarktes für ausländische Investoren. Im Rahmen einer Kooperation (Shanghai-

Hong Kong Stock Connect) zwischen den Börsen Shanghai und Hong Kong können nun Investoren über Hong Kong auch Aktien auf dem chinesischen Festland erwerben. Diese Liberalisierung dürfte positive Impulse für die Börsenumsätze liefern sowie andererseits für eine Steigerung der Informationsbedürfnisse und damit der Kommunikationsbudgets der chinesischen Unternehmen sorgen.

Die EQS Group AG hat mit ihrer eingeleiteten Asien-Expansion in 2014 die Grundlage gelegt, um an dem anvisierten hohen Marktwachstum in China zu partizipieren. Über die akquirierte TodayIR Holdings Limited hat die Gesellschaft nun Zugang zum Sweet Spot der globalen Aktienmärkte.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015e	GJ 2016e
Umsatzerlöse	14,22	15,83	16,39	18,50	19,80
Bestandsveränderungen	-0,04	0,00	0,00	0,00	0,00
Aktivierete Eigenleistungen	0,06	0,04	0,34	0,08	0,10
Gesamtleistung	14,24	15,86	16,73	18,58	19,90
Sonstige betriebliche Erträge	0,23	0,09	0,11	0,10	0,10
Materialaufwand	-2,84	-3,52	-2,74	-3,15	-3,60
Rohrertrag	11,64	12,43	14,09	15,53	16,39
Personalaufwand	-5,53	-5,94	-7,08	-7,69	-7,89
Abschreibungen	-0,26	-0,43	-0,63	-0,70	-0,68
Sonst. betriebliche Aufwendungen	-2,49	-2,77	-3,56	-4,50	-4,34
EBIT	3,35	3,28	2,82	2,65	3,48
Beteiligungserträge	0,08	0,06	0,00	0,00	0,05
Finanzergebnis	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00
Zinsaufwand	-0,01	-0,04	-0,06	-0,06	-0,05
Sonst. Finanzergebnis	0,00	-0,02	0,18	0,05	0,00
Ergebnis aus Aufgabe GB	0,00	-0,02	0,00	0,00	0,00
EBT	3,43	3,28	2,95	2,63	3,48
Steuern	-1,22	-1,10	-1,10	-0,84	-1,11
Jahresüberschuss	2,21	2,18	1,84	1,79	2,37
EBITDA	3,61	3,71	3,45	3,34	4,16
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>25,4%</i>	<i>23,4%</i>	<i>21,0%</i>	<i>18,1%</i>	<i>21,0%</i>
EBIT	3,35	3,28	2,82	2,65	3,48
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>23,6%</i>	<i>20,7%</i>	<i>17,2%</i>	<i>14,3%</i>	<i>17,6%</i>
Ergebnis je Aktie in €	1,86	1,83	1,55	1,50	1,99
Dividende je Aktie in €	0,75	0,75	0,75	0,75	0,80
Aktienzahl in Mio. Stück	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2014

GuV (in Mio. €)	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014
Umsatzerlöse	14,22	15,83	16,39
EBITDA	3,61	3,71	3,45
EBITDA-Marge	25,4%	23,4%	21,0%
EBIT	3,35	3,28	2,82
EBIT-Marge	23,6%	20,7%	17,2%
Jahresüberschuss	2,21	2,18	1,84
EPS in €	1,86	1,83	1,55

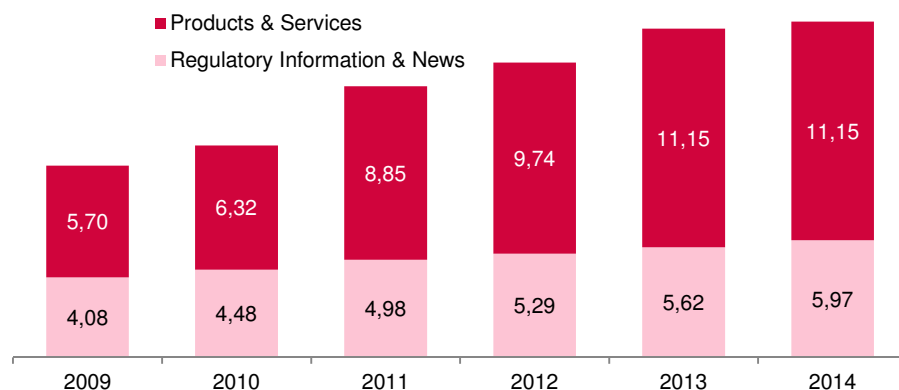
Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2014

Die EQS-Gruppe konnte sich im herausfordernden Marktumfeld behaupten, mit einem Anstieg der Umsatzerlöse in Höhe von 3,5 % auf 16,39 Mio. € (VJ: 15,83 Mio. €). Die Fortsetzung des Wachstumskurses und damit das Erreichen eines neuen Umsatzrekordwertes ist das Ergebnis der eingeschlagenen und zum Teil umgesetzten Unternehmensstrategie. Primär zu nennen ist hierbei der Ausbau von Marktanteilen durch die Übernahme des euro adhoc-Kundenstammes, welcher im Geschäftsjahr 2014 erstmalig eine ganzjährige Auswirkung hatte (Erwerbszeitpunkt: März 2013). Flankierend zu diesem anorganischen Basiseffekt profitierte die EQS-Gruppe vom eingeschlagenen Internationalisierungskurs, mit einem zweistelligen Umsatzwachstum in Russland sowie in der Schweiz. In Summe ist das gezeigte Umsatzwachstum, welches sich zwar verlangsamt hat, angesichts der schwierigen Marktbedingungen dennoch als positiv einzustufen.

Nach den beiden Segmenten **Regulatory Information & News (RI&N)** und **Products & Services (P&S)** aufgeteilt, wird es ersichtlich, dass die wesentlichen Wachstumsimpulse aus dem margenstarken Bereich der Meldepflichten- und Nachrichtendistribution (RI&N) stammen:

Segmentbezogene Umsatzerlöse (in Mio. €)

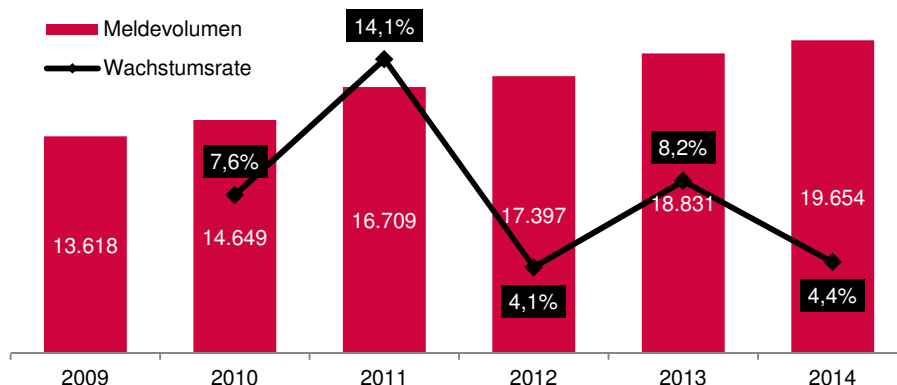


Quelle: EQS-Group AG; GBC AG

Segment Regulatory Information & News

Die Umsatzausweitung in diesem Segment basiert in erster Linie auf einen Anstieg des verbreiteten Newsvolumens auf 19.654 (VJ: 18.831), welcher wiederum hauptsächlich dem gewachsenen Kundenstamm aus der Akquisition des euro adhoc-Kundenstammes zuzuschreiben ist. Ab der zweiten Jahreshälfte profitierte die EQS-Gruppe zudem von einer Zunahme der IPOs und folglich von Neukundengewinnen. Rechnerisch erhöhte sich der Preis/Meldung gegenüber dem Vorjahr auf 303,96 € (298,44 €).

Entwicklung des Meldevolumens

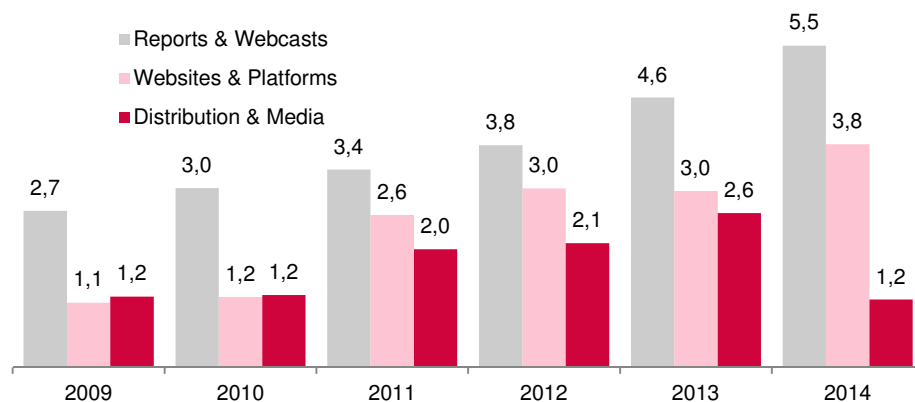


Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Segment Products & Services (P&S)

Zwar lagen die Umsatzniveaus im zweiten Segment „Products & Services“ mit 11,15 Mio. € exakt auf dem Niveau des Vorjahres, innerhalb dieses Segments hat eine heterogene Entwicklung der Untersegmente stattgefunden. Während in den Bereichen **Reports & Webcasts** (Umsatzwachstum: 19,3 %) sowie **Websites & Platforms** (Umsatzwachstum: 26,4 %) eine jeweils hohe Wachstumsdynamik erreicht wurde, sind die Umsätze im Bereich **Distribution & Media** deutlich auf 1,2 Mio. € (VJ: 2,6 Mio. €) gefallen. Diese gegenläufigen Effekte haben sich im vergangenen Geschäftsjahr 2014 aufgehoben.

Umsatzentwicklung nach den Untersegmenten des P&S-Segments



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Die rückläufige Entwicklung bei Distribution & Media ist hauptsächlich der deutlich rückläufigen Entwicklung bei Mittelstandsanleihen-Emissionen geschuldet. In diesem Bereich deckt die EQS-Gruppe beispielsweise die gesamte Mediaplanung im Rahmen der Emission einer Mittelstandsanleihe ab und weist eine dementsprechend hohe Abhängigkeit zur Emissionsaktivität dieses Marktsegments auf.

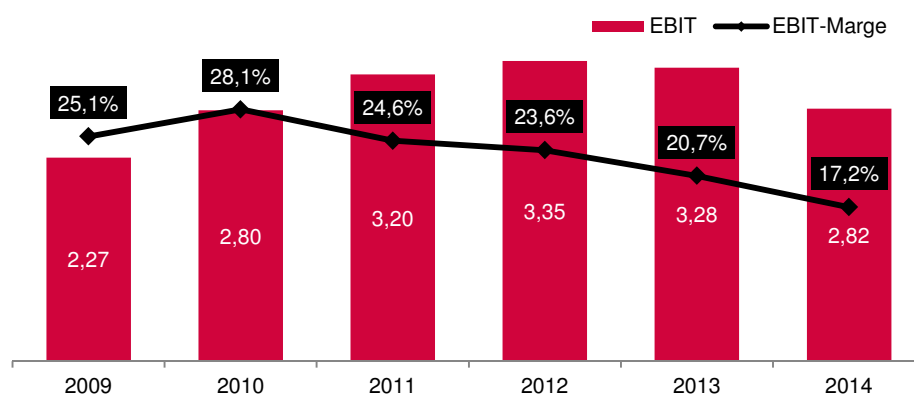
Der signifikante Anstieg bei den Reports & Webcasts ist insbesondere eine Folge eines ausgeweiteten Einreichungsservices beim Bundesanzeiger sowie von Preisanpassungen bei bestehenden Kunden. Die Übernahme von TodayIR hat flankierend hierzu zu einem anorganischen Umsatzwachstum bei den Corporate- und IR-Websites geführt. Die seit dem 14.04.2014 übernommene chinesische Tochtergesellschaft ist mit 400 Kunden eines der führenden Anbieter für Online Investor Relations in China. Zum Fokus von TodayIR gehört die Konzeption und Betreuung von IR-Webseiten. Unseren Berechnungen

nungen zufolge dürfte sich der hieraus resultierende anorganische Umsatzbeitrag im Geschäftsjahr 2014 auf rund 1,1 Mio. € belaufen.

Ergebnisentwicklung 2014

Die Forcierung der Internationalisierungsstrategie mit dem dazugehörigen Erwerb der TodayIR sowie darüber hinaus der Gründung eines neuen Technologiestandortes in Indien (Kochi) ist im Geschäftsjahr 2014 mit Kostenbelastungen einhergegangen. Entgegen dem Umsatzanstieg reduzierte sich folglich das EBIT auf 2,82 Mio. € (VJ: 3,28 Mio. €), was einem Margenrückgang auf 17,2 % (VJ: 20,7 %) entspricht.

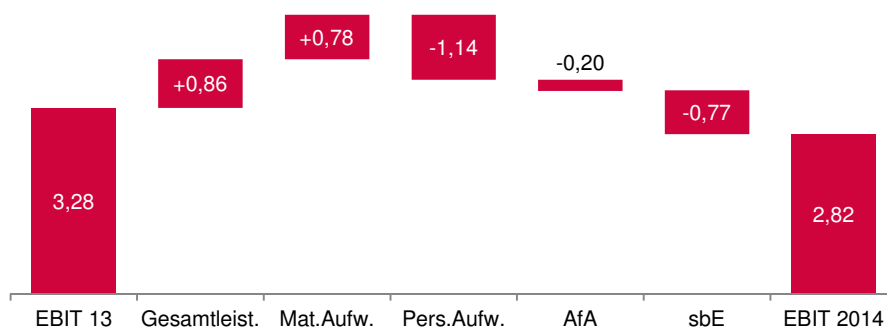
EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Die operativen Kostenbelastungen im Zusammenhang mit dem eingeschlagenen Wachstumskurs finden sich in erster Linie im Bereich der Personalaufwendungen, als Folge des deutlich ausgeweiteten Personalbestandes auf 166 Mitarbeiter (31.12.13: 104 Mitarbeiter). Der Großteil des Belegschaftswachstums stammt aus der Akquisition der TodayIR. Ebenfalls im Zusammenhang mit dem Erwerb des chinesischen Unternehmens sind einmalige Akquisitionsaufwendungen in Höhe von 0,21 Mio. € angefallen.

EBIT-Brücke (in Mio. €)



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Die EBIT-Brücke illustriert, dass der Ausbau der Gesamtleistung (Umsatzerlöse + aktivierte Eigenleistungen) sowie die Entlastungen bei den bezogenen Leistungen vollständig durch einen Anstieg des Personalaufwandes auf 7,08 Mio. € (VJ: 5,95 Mio. €) sowie einer Reduktion des sonstigen betrieblichen Ergebnisses auf -3,45 Mio. € (VJ: -2,68 Mio. €) aufgezehrt wird. Zugleich sind die Abschreibungen auf immaterielles Vermögen (Kun-

denstamm euro adhoc + Kundestamm TodayIR) um 0,20 auf 0,63 Mio. € (VJ: 0,43 Mio. €) angestiegen. Um ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild zu ermöglichen, weist die EQS ein bereinigtes (Non-IFRS) EBIT auf. Hier sind sowohl einmalige Akquisitionsbelastungen (0,21 Mio. €), als auch die zusätzlichen Abschreibungen auf das immaterielle Vermögen aus Unternehmenserwerben (0,28 Mio. €) eliminiert. Das Non-IFRS-EBIT legte im Gegensatz zum EBIT „as reported“ auf 3,31 Mio. € (VJ: 3,28 Mio. €) leicht zu. Der gegenüber der Umsatzentwicklung unterproportionale Anstieg des bereinigten EBIT ist in erster Linie eine Folge des überdurchschnittlichen Aufbaus der Belegschaft.

Überleitung zum Non-IFRS EBIT (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014
EBIT „as reported“	3,28	2,82
Akquisitionsaufwendungen	0,00	0,21
Abschreibungen auf erworbene Kundenstämme	0,14	0,28
Non-IFRS-EBIT	3,28	3,31

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Traditionell spielt das Finanzergebnis bei der EQS Group AG eine nur untergeordnete Rolle. Dabei wird in der Regel nur in sehr geringem Umfang auf Fremdkapitalfinanzierungen zurückgegriffen. Darüber hinaus bewegen sich die Finanzerträge (vornehmlich Erträge der nicht konsolidierten ARIVA.DE AG) typischerweise auf einem ebenfalls niedrigen Niveau. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014 hingegen verzeichnete die Gesellschaft nennenswerte finanzielle Erträge, als Folge positiver Wechselkurseffekte (Hong Kong-Dollar hat sich gegenüber dem Euro positiv entwickelt) in Höhe von 0,18 Mio. € (VJ: -0,02 Mio. €). Zugleich hat die EQS-Gruppe bei der Akquisition von TodayIR auf Bankverbindlichkeiten in Höhe von 3,50 Mio. € zurückgegriffen, was zu einem entsprechenden Anstieg der Zinsaufwendungen auf 0,06 Mio. € (0,04 Mio. €) geführt hat. Nach wie vor weisen die Finanzaufwendungen eine nur marginale Größenordnung auf. Die Bankverbindlichkeiten sind im überwiegenden Maße langfristig und mit sehr attraktiven Konditionen von 1,25 % - 1,85 % ausgestattet. In Summe erzielte die EQS Group AG Finanzerträge in Höhe von 0,13 Mio. € (VJ: -0,04 Mio. €).

Ausgehend hiervon liegt das Vorsteuerergebnis bei der EQS-Gruppe in der Regel in etwa auf EBIT-Niveau. Unter Berücksichtigung von Steueraufwendungen in Höhe von 1,11 Mio. € (VJ: 1,10 Mio. €), was einer Steuerquote von 37,5 % (VJ: 33,4 %) entspricht, belief sich der Jahresüberschuss bei 1,84 Mio. € (VJ: 2,18 Mio. €). Die überdurchschnittlich hohe Steuerquote resultiert aus dem negativen Vorsteuerergebnis der EQS Asia Ltd. in Höhe von -0,72 Mio. €. Damit war das Vorsteuerergebnis belastet, wodurch sich ein rechnerischer höherer Steuersatz ergibt. Trotz des rückläufigen Nachsteuerergebnisses hält die EQS Group AG an der Dividendenkontinuität fest und wird der Hauptversammlung eine unveränderte Dividendenausschüttung von 0,75 € je Aktie vorschlagen. In unseren Augen ist dies als sehr positiv einzustufen.

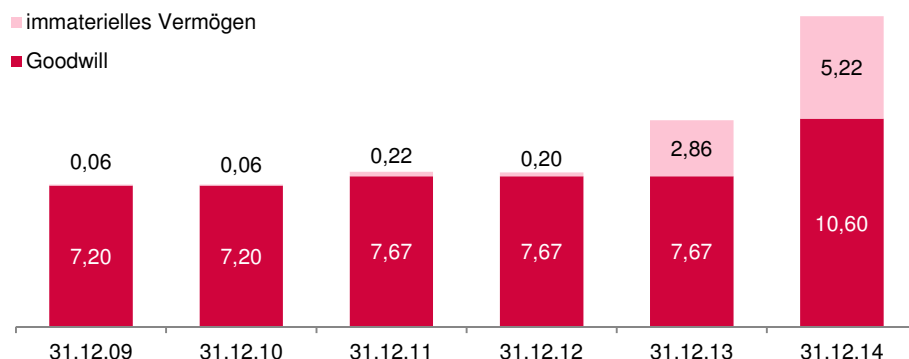
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Eigenkapital	14,12	15,37	15,91
EK-Quote (in %)	87,1%	78,0%	65,9%
Immaterielles Anlagevermögen	0,69	3,36	6,03
Goodwill	7,67	7,67	10,60
Operatives Anlagevermögen	0,69	3,36	6,03
Working Capital	0,73	0,72	0,61
Net Debt	-5,11	-3,69	1,18
Cashflow (operativ)	2,03	2,48	2,84
Cashflow (Investition)	-0,59	-3,29	-4,71
Cashflow (Finanzierung)	-0,73	1,05	0,53

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Die Forcierung der Internationalisierungsstrategie mit dem Erwerb der chinesischen Gesellschaft TodayIR hatte einen maßgeblichen Einfluss auf die Vermögenssituation der EQS-Gruppe. Allen voran zu nennen ist der akquisitionsbedingte Zugang von Kundenbeziehungen, was eine Ausweitung des immateriellen Vermögens auf 6,03 Mio. € (31.12.13: 3,36 Mio. €) zur Folge hatte. Dies ist insofern wichtig, da hieraus ein künftiger höherer Abschreibungsbedarf entsteht. Parallel hierzu führte der Unternehmenserwerb zu einem Anstieg des Goodwill auf 10,60 Mio. € (31.12.13: 7,67 Mio. €).

Entwicklung des immateriellen Vermögens (in Mio. €)



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

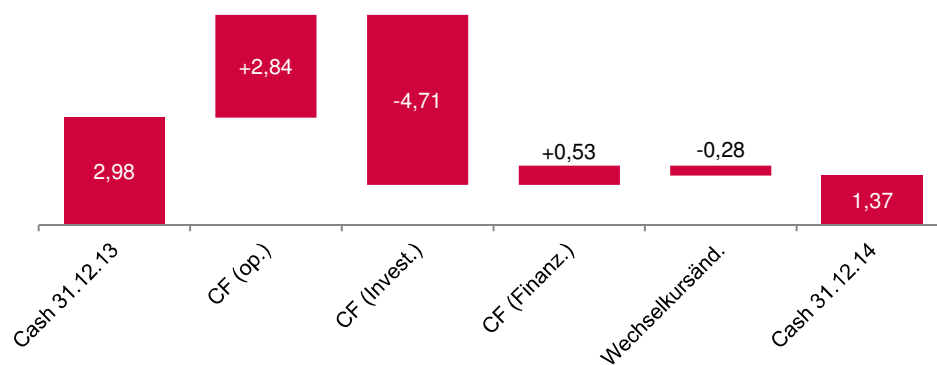
Passivseitig wird die Ausweitung des Konsolidierungskreises anhand eines Anstiegs der Bankverbindlichkeiten auf insgesamt 4,19 Mio. € (31.12.13: 1,98 Mio. €) sichtbar. Die Finanzierung des TodayIR-Kaufpreises von rund 4,5 Mio. € wurde zu einem Drittel aus Eigenmitteln und zu zwei Dritteln aus einem Akquisitionsdarlehen der Commerzbank München entrichtet. Gemäß Cashflow-Rechnung ist eine Auszahlung in Höhe von 3,67 Mio. € bereits erfolgt. Insgesamt 1,18 Mio. € wurden als Earn-Out-Komponente (Auszahlung erfolgt voraussichtlich in März 2017) passiviert.

Trotz der insgesamt damit verbundenen Bilanzsummenausweitung verfügt die EQS-Gruppe über eine weiterhin überdurchschnittliche Eigenkapitalausstattung mit einer EK-Quote in Höhe von 65,9 % (31.12.13: 78,0 %). Der Rückgang gegenüber dem Vorjahr beruht ausschließlich auf der akquisitionsbedingten Bilanzverlängerung und ist daher nicht als kritisch zu werten.

Hervorzuheben ist zudem die Entwicklung des operativen Cashflows, welcher mit 2,84 Mio. € (VJ: 2,48 Mio. €) in etwa auf dem Niveau des 2014er EBIT lag und ein Indiz für

die hohe operative Ergebnisqualität ist. Demgegenüber steht ein verhältnismäßig hoher Liquiditätsabfluss für Investitionen in Höhe von 4,71 Mio. € (VJ: 3,29 Mio. €). Hierbei handelt es sich vornehmlich um die Kaufpreiszahlung für den Erwerb von TodayIR in Höhe von 3,67 Mio. €. Der folglich negative freie Cashflow in Höhe von -1,87 Mio. € (VJ: -0,81 Mio. €) wurde zum Teil durch die Aufnahme von Finanzkrediten in Höhe von 3,50 Mio. € aufgefangen. Diesen standen jedoch Auszahlungen im Zusammenhang mit dem Erwerb eigener Aktien und Dividendenausschüttungen (-1,62 Mio. €), sowie Auszahlungen für die Tilgung von Darlehen (-1,29 Mio. €) entgegen, so dass sich der Liquiditätszugang aus dem Finanzierungsbereich auf 0,53 Mio. € (VJ: 1,05 Mio. €) belief.

Liquiditätsbrücke (in Mio. €)



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Die EQS ist in Deutschland mit einem hohen Abstand Marktführer für die Erfüllung von Meldepflichten. • Die Eigenkapitalquote in Höhe von 65,9 % ist überdurchschnittlich hoch. • Das Geschäftsmodell generiert hohe Cashflows, bei einem gleichzeitig geringen Investitionsbedarf. • Im Sinne eines One-Stop-Shops bietet die EQS die gesamte Produktpalette im Bereich Investor-Relations und digitale Kommunikation an. • Die Umsatzerlöse sind stark fragmentiert, so dass kein kundenseitiges Klumpenrisiko besteht. 	<ul style="list-style-type: none"> • Mit einem durchschnittlichen Handelsvolumen von rund 18 T€ (XETRA; 1Jahr) weist die EQS-Aktie eine verhältnismäßig geringe Liquidität auf. • Die vorhandene Goodwillposition birgt die Gefahr eines Wertberichtigungsbedarfs bei einer konjunkturellen Schwäche.
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Die EQS verfügt über ein hoch skalierbares Geschäftsmodell. • Mit dem Erwerb der TodayIR hat sich die EQS in einem sehr wachstumsstarken und von Aufholpotenzialen geprägten Markt gut positioniert. • Vom chinesischen Markt ausgehend können weitere asiatische Märkte erschlossen werden. • Der internationale Trend zur stärkeren Regulierung für börsennotierte Unternehmen sollte sich positiv auswirken. • Es ist geplant, Cross-Selling-Potenziale im Bereich Corporate Communications zu nutzen. 	<ul style="list-style-type: none"> • Ein anhaltend negativer Trend bei der Anzahl börsennotierter Unternehmen würde sich negativ auf die Nachfrage nach EQS-Produkten auswirken. • Der Wechsel von Unternehmen aus regulierten in nicht regulierte Segmente könnte zu einem weiterhin schrumpfenden Marktvolumen führen. • Durch den hohen Sättigungsgrad in den EQS-Kernmärkten ist nur noch geringes Wachstumspotenzial gegeben. • Mit dem Erwerb der TodayIR ist die EQS erstmalig im chinesischen Markt tätig.

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015e	GJ 2016e
Umsatzerlöse	16,39	18,50	19,80
EBITDA	3,45	3,34	4,16
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>21,0%</i>	<i>18,1%</i>	<i>21,0%</i>
EBIT	2,82	2,65	3,48
<i>EBIT-Marge</i>	<i>17,2%</i>	<i>14,3%</i>	<i>17,6%</i>
EBIT Non-IFRS	3,31	3,02	3,86
<i>EBIT-Marge Non-IFRS</i>	<i>20,2%</i>	<i>16,3%</i>	<i>19,5%</i>
Jahresüberschuss	1,84	1,79	2,37
EPS in €	1,55	1,50	1,99

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzprognosen

Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2014 hat die EQS Group AG die Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2015 kommuniziert. Dabei wird Top-Line ein Anstieg der Umsatzerlöse auf 18,0 - 18,8 Mio. € in Aussicht gestellt, was gegenüber dem vergangenen Geschäftsjahr 2014 einem Umsatzwachstum in Höhe von 9,8 % - 14,7 % entspricht. Einen maßgeblichen Beitrag zur erwarteten höheren Umsatzdynamik dürfte TodayIR liefern, welcher sich einerseits aus einem Basiseffekt (Erwerbszeitpunkt von TodayIR: April 2014) sowie andererseits aus der erwarteten Dynamik im chinesischen Markt zusammensetzt.

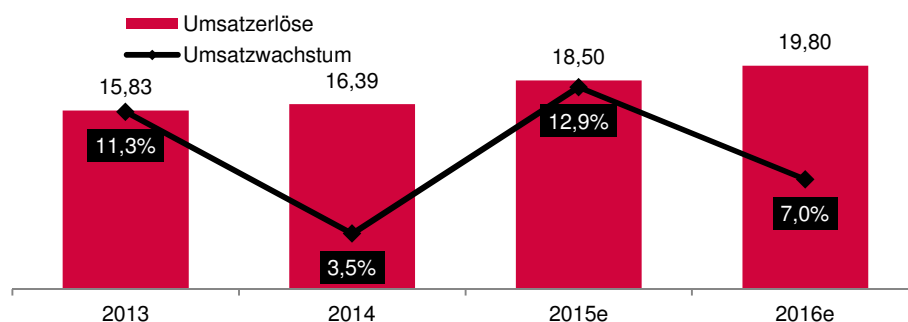
Mit TodayIR hat die EQS in 2014 ein Unternehmen erworben, das bisher als Dienstleister für Online-Investor Relations sowie als Dienstleister im Newsbereich aufgetreten ist. Mit rund 400 Kunden lag das Umsatzniveau zum Erwerbszeitpunkt bei rund 1,5 Mio. €. Es ist dabei ein erklärtes Ziel der EQS Group AG, die TodayIR als Premiumanbieter auf den stark wachsenden chinesischen Markt auszurichten. Hierfür soll das Kapitalmarkt-Know-How verbessert werden, um als gleichwertiger Partner mit den IR-Gesellschaften vor Ort zu agieren. Damit verbunden ist die Möglichkeit der Erweiterung des Produktangebotes und einer stärkeren Ausschöpfung der Umsatzpotenziale pro Kunde.

Zeitgleich dient die TodayIR als Sprungbrett für eine Fortsetzung der Asienexpansion. Diesbezüglich soll noch in 2015 in Shanghai ein weiterer Standort aufgebaut und die Präsenz in China weiter ausgebaut werden. Ein entscheidendes Kriterium des erwarteten überproportionalen Wachstums in China ist die Ende 2014 umgesetzte Öffnung der chinesischen Börse, womit nun auch internationale Investoren die Möglichkeit haben, in chinesische Unternehmen über die Börse in Shanghai zu investieren. Unserer Ansicht nach müsste dies zu Änderungen bei der Kommunikation börsennotierter chinesischer Unternehmen führen, um den stark erweiterten Adressatenkreis zu bedienen.

Gemäß Unternehmenserwartungen wird TodayIR ein Umsatzwachstum (Products & Services) von bis zu 20 % ermöglichen. Darüber hinaus soll der Bereich Regulatory Information & News aufgrund einer sich leicht aufhellenden Kapitalmarktsituation ein Wachstum von bis zu 5 % beisteuern. Auch dieser Bereich soll bei der TodayIR forciert werden, im Rahmen dessen zu Beginn des laufenden Geschäftsjahres 2015 der EQS IR-Cockpit bereits für den chinesischen Kapitalmarkt installiert worden ist.

Im Einklang zur Unternehmens-Guidance rechnen wir für 2015 mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 12,9 % auf 18,50 Mio. €. Für das kommende Geschäftsjahr 2016 unterstellen wir stärkere Umsatzimpulse von den chinesischen Tochtergesellschaften, darunter auch vom neuen Standort Shanghai. Darüber hinaus rechnen wir mit einer soliden Entwicklung des heimischen Kapitalmarktes, so dass wir insgesamt ein Umsatzwachstum in Höhe von 7,0 % auf 19,80 Mio. € als realistisch einstufen.

Prognose Umsatzerlöse (in Mio. €) und Umsatzwachstum (in %)

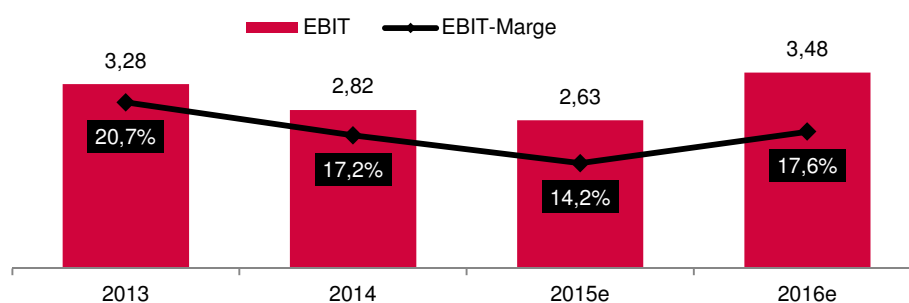


Quelle: GBC AG

Ergebnisprognosen

Für das laufende Geschäftsjahr rechnet die EQS Group AG mit Aufwendungen im Zusammenhang mit der Asienexpansion in Höhe von 1,00 Mio. €. Diese dürften vornehmlich für den Aufbau des neuen Standortes in Shanghai anfallen. Sie enthalten jedoch auch Anlaufverluste der weiteren Dependancen in Asien (Taipeh, Shenzhen, Singapur), so dass eine insgesamt unterproportionale Ergebnisentwicklung erzielt werden dürfte. Gemäß Unternehmensangaben lagen die Aufwendungen für die Asienexpansion im Geschäftsjahr 2014 bei insgesamt 0,81 Mio. € und damit niedriger als die für 2015 erwartete Größenordnung. Ab dem kommenden Geschäftsjahr 2016 ist mit Ergebnisverbesserungen zu rechnen. Folglich prognostizieren wir für 2015 ein EBIT in Höhe von 2,65 Mio. € (EBIT-Marge: 14,3 %) sowie für 2016 in Höhe von 3,49 Mio. € (EBIT-Marge: 17,6 %). Das Non-IFRS EBIT, für welches wir die Abschreibungen auf erworbene Kundenstämme bereinigt haben, dürfte demnach für 2015 bei 3,02 Mio. € (EBIT-Marge: 16,3 %) sowie für 2016 bei 3,86 Mio. € (EBIT-Marge: 17,6 %) liegen. Dies geht mit der Unternehmens-Guidance konform, wonach für das laufende Geschäftsjahr 2015 ein Non-IFRS EBIT in Höhe von 3,0 - 3,15 Mio. € in Aussicht gestellt wurde.

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



Quelle: GBC AG

Die EQS Group AG verfügt über ein skalierbares Geschäftsmodell, welches es ihr erlauben dürfte bei zunehmenden Umsatzniveaus, eine überproportionale Ergebnisentwicklung vorzuweisen. Bei einer rückläufigen Entwicklung der Expansionsaufwendungen ist daher mit einem Anstieg der EBIT-Margenniveaus zu rechnen. Langfristig erachten wir eine EBIT-Marge von 20,0 % als gut erreichbar, sogar als eine konservative Annahme. In der Unternehmenshistorie hat die EQS-Gruppe bereits nachhaltige EBIT-Margen von deutlich über 20 % (Mittelwert 2009-2013: 24,4 %) erreicht. In unserem DCF-Modell unterstellen wir eine langfristige EBIT-Marge von 20 %, was als Ausdruck eines konservativen Vorgehens bei der Bewertung zu verstehen ist und gleichzeitig weiteres Upside-Potenzial offenbart.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die EQS Group AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2015 und 2016 in Phase 1, erfolgt von 2017 bis 2022 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 23,0 % 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.

Hinweis: Seit dem 28.01.2015 verwenden wir nicht mehr den Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen (mit einem Mindestzinssatz von 2,00 %) für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes sondern eine neue Methodik.

Der risikolose Zinssatz wird fortan 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. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 % (bisher: 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 (bisher: 1,38).

Unter Verwendung der getroffenen Annahmen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 8,56 % (bisher: 9,56 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 95 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,22 % (bisher: 9,17 %).

Bewertungsergebnis

Der im Rahmen des DCF-Modells errechnete faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2015 entspricht einem Kursziel in Höhe 38,00 € (bisher: 36,80 €). Die Kurszielerhöhung ergibt sich insbesondere aus der Reduktion des risikolosen Zinssatzes, als Berechnungsbasis der gewogenen Kapitalkosten (WACC).

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	23,0%	ewige EBITA - Marge	20,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	11,3%	effektive Steuerquote im Endwert	32,0%
Working Capital zu Umsatz	5,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency					final End- wert	
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e		GJ 22e
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	18,50	19,80	20,78	21,82	22,92	24,06	25,26	26,53	
US Veränderung	12,9%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	3,06	3,30	3,57	3,57	3,57	3,57	3,57	3,57	
EBITDA	3,34	4,16	4,78	5,02	5,27	5,53	5,81	6,10	
EBITDA-Marge	18,1%	21,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	
EBITA	2,65	3,48	4,10	4,36	4,58	4,81	5,05	5,30	
EBITA-Marge	14,3%	17,6%	19,7%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Steuern auf EBITA	-0,85	-1,11	-1,31	-1,39	-1,46	-1,54	-1,61	-1,70	
zu EBITA	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%
EBI (NOPLAT)	1,80	2,37	2,79	2,96	3,11	3,27	3,43	3,60	
Kapitalrendite	27,1%	35,1%	40,4%	43,2%	43,2%	43,2%	43,2%	43,2%	42,0%
Working Capital (WC)	0,70	0,90	1,04	1,09	1,15	1,20	1,26	1,33	
WC zu Umsatz	3,8%	4,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Investitionen in WC	-0,09	-0,20	-0,14	-0,05	-0,05	-0,06	-0,06	-0,06	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	6,05	6,00	5,83	6,12	6,43	6,75	7,09	7,44	
AFA auf OAV	-0,70	-0,68	-0,68	-0,66	-0,69	-0,73	-0,76	-0,80	
AFA zu OAV	11,5%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	
Investitionen in OAV	-0,72	-0,63	-0,51	-0,95	-1,00	-1,05	-1,10	-1,16	
Investiertes Kapital	6,75	6,90	6,87	7,21	7,57	7,95	8,35	8,77	
EBITDA	3,34	4,16	4,78	5,02	5,27	5,53	5,81	6,10	
Steuern auf EBITA	-0,85	-1,11	-1,31	-1,39	-1,46	-1,54	-1,61	-1,70	
Investitionen gesamt	-0,81	-0,83	-1,83	-1,00	-1,05	-1,11	-1,16	-1,22	
Investitionen in OAV	-0,72	-0,63	-0,51	-0,95	-1,00	-1,05	-1,10	-1,16	
Investitionen in WC	-0,09	-0,20	-0,14	-0,05	-0,05	-0,06	-0,06	-0,06	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	-1,18	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	1,68	2,22	1,64	2,62	2,75	2,89	3,03	3,19	56,31

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	45,58	47,10
Barwert expliziter FCFs	13,19	12,06
Barwert des Continuing Value	32,38	35,05
Nettoschulden (Net debt)	0,40	-0,93
Wert des Eigenkapitals	45,18	48,03
Fremde Gewinnanteile	0,04	0,04
Wert des Aktienkapitals	45,22	48,07
Ausstehende Aktien in Mio.	1,19	1,19
Fairer Wert der Aktie in EUR	38,00	40,40

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,38
Eigenkapitalkosten	8,6%
Zielgewichtung	95,0%
Fremdkapitalkosten	2,5%
Zielgewichtung	5,0%
Taxshield	28,7%
WACC	8,2%

Kapitalrendite	WACC				
	7,6%	7,9%	8,2%	8,5%	8,8%
41,5%	41,71	39,57	37,66	35,93	34,36
41,7%	41,90	39,76	37,83	36,09	34,51
42,0%	42,10	39,94	38,00	36,25	34,66
42,2%	42,29	40,12	38,17	36,41	34,81
42,5%	42,49	40,30	38,34	36,57	34,96

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: (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 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) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent 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 Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligt 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.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: klebl@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:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst
Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (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



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