



## **Researchstudie (Anno)**

### **JDC Group AG**



- **Basis in 2016 für dynamisches und margenstarkes Wachstum gelegt -**
- **Digitalisierungsstrategie wird forciert -**
- **Kursziel angehoben -**

**Kursziel: 10,25 €**

**Rating: KAUFEN**

#### **WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 19**

## JDC Group AG <sup>\*5a,11</sup>

### KAUFEN

Kursziel: 10,25

aktueller Kurs: 6,58  
08.05.17 / ETR / 11:45 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0B9N37  
WKN: A0B9N3  
Börsenkürzel: A8A  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 11,93  
Marketcap<sup>3</sup>: 78,53  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 88,88  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 39 %

Transparenzlevel:  
Freiverkehr  
Marktsegment:  
Scale  
Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

### Analysten:

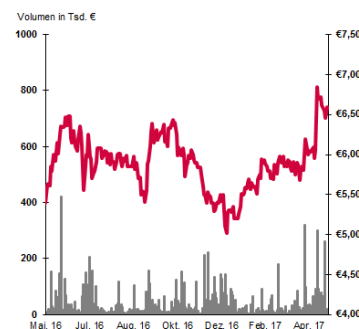
Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann  
goldmann@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 20

### Unternehmensprofil

Branche: Finanzen  
Fokus: Advisory, Advisortech  
Mitarbeiter: 226 Stand: 31.12.2016  
Gründung: 2004  
Firmensitz: Wiesbaden  
Vorstand: Dr. Sebastian Grabmaier, Ralph Konrad, Stefan Bachmann



Die JDC Group AG (vormals Aragon AG) ist ein deutsches Finanztechnologieunternehmen, das sich über seine operativen Tochtergesellschaften auf die Beratung und die Vermittlung von Finanzprodukten spezialisiert hat, gepaart mit neuen Beratungstechnologien in Zeiten der Digital Natives. Nach der in den letzten Geschäftsjahren erfolgten Neustrukturierung und damit verbundenen Trennung von nicht rentablen Tochtergesellschaften hat die JDC Group AG die Zielstruktur erreicht. Im Bereich Advisortech wird über die Tochtergesellschaft Jung, DMS & Cie. AG einer der größten unabhängigen Maklerpools (B2B) Deutschlands betrieben, mit insgesamt 16.000 freien Beratern und 850.000 Kunden. Innerhalb dieses Geschäftsbereiches werden moderne Beratungs- und Verwaltungstechnologien entwickelt und somit klassische Finanzdienstleistungen mit dem wachstumsstarken Fintech-Bereich kombiniert. Parallel dazu werden innerhalb des Advisory-Segments über die Marke FINUM. Finanzdienstleistungen für rund 80.000 vermögende Kunden erbracht (B2C).

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2016	31.12.2017e	31.12.2018e	31.12.2019e
Umsatz	78,05	92,56	105,52	121,35
EBITDA	2,72	5,66	8,41	11,61
EBIT	0,23	2,96	5,71	8,91
Jahresüberschuss	-1,21	1,73	4,20	7,01

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,10	0,14	0,35	0,59
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

### Kennzahlen

EV/Umsatz	1,14	0,96	0,84	0,73
EV/EBITDA	32,68	15,71	10,57	7,66
EV/EBIT	386,44	30,05	15,56	9,98
KGV	-64,69	45,50	18,70	11,20
KBV	2,64			

### Finanztermine

24.05.2017: Q1 2017  
24.08.2017: HJ-Bericht 2017  
23.11.2017: Q3 2017

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
07.03.2017: RG / 8,40 / KAUFEN  
06.12.2016: / RS / 8,40 / KAUFEN  
21.09.2016: RS / 9,00 / KAUFEN  
04.07.2016: RS / 9,00 / KAUFEN  
11.03.2016: RS / 6,80 / KAUFEN

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

## EXECUTIVE SUMMARY

- Die JDC Group AG hat im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016 die Grundlage für das künftige Unternehmenswachstum gelegt. Als ein wichtiger Bestandteil dessen wurde mit der Einführung der „allesmeins“-App das klassische Beratungsgeschäft mit dem Wachstumsbereich „Fintech“ verbunden. Darüber hinaus wurden als Antwort auf die Konsolidierungstendenz am Markt für Finanzvermittler sowie der zunehmenden Attraktivität im Fintech- und Insuretechbereich verschiedene Bestandsankäufe durchgeführt. Neben dem Erwerb eines Teils des Privatkundengeschäftes von Aon wurde beispielsweise die Online-Vergleichsplattform „Geld.de“ erworben.
- Signifikant positive Effekte aus der Umsetzung der neuen Geschäftsstrategie wurden erst im vierten Quartal 2016 ersichtlich, in dem gegenüber dem Vorjahresquartal deutliche Umsatzzuwächse in Höhe von 17,8 % erzielt wurden. Auf Gesamtjahresebene erreichte die JDC Group AG mit Umsatzerlösen in Höhe von 78,05 Mio. € (VJ: 75,70 Mio. €) ein Umsatzplus in Höhe von 3,1 %. Die Bestandskäufe sind hier, da unterjährig erfolgt, jedoch nur anteilig enthalten.
- Auffällig ist die deutliche Rentabilitätsverbesserung, mit einem überproportionalen EBITDA-Anstieg auf 2,72 Mio. € (VJ: 1,28 Mio. €) und einer Verbesserung der EBITDA-Marge auf 3,5 % (VJ: 1,7 %). Diese signifikante Ergebnisverbesserung ist insbesondere eine Folge der aus den Bestandskäufen stammenden Umsätze, bei denen kein Makler zwischengeschaltet ist und daher auch keine Provisionsaufwendungen anfallen. Bereinigt um Transaktionskosten und Einmaleffekte in Höhe von 0,5 Mio. € hätte die Gesellschaft sogar ein noch besseres Ergebnis erzielen können.
- Unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen berücksichtigen die erstmalige ganzjährige Auswirkung der im vergangenen Geschäftsjahr erfolgten Bestandszugänge, wodurch sich vom aktuellen Standpunkt aus ein deutlich positives Upside-Potenzial für die Umsatzerlöse und die Ergebnisentwicklung ergibt. Neben diesem Basiseffekt ist insbesondere die Digitalisierungsstrategie zu erwähnen, wodurch neue Kundengruppen erreicht sowie Cross-Selling-Potenziale bei den bestehenden Kunden gehoben werden können. Zudem ist es geplant, die Plattform „Geld.de“ zu modernisieren und vom Produktspektrum her auszuweiten. Als weiterer Bestandteil der Digitalisierungsstrategie ist die Erweiterung des Vorstands um Stefan Bachmann, einem ehemaligen Google-Manager, hervorzuheben. Bei Google Deutschland hatte er die gesamte Bankenindustrie und den Fintech- und Insuretechbereich verantwortet. Dementsprechend dürfte die Gesellschaft hier insbesondere bei der Vermarktung der digitalen Finanzprodukte profitieren.
- Analog zu der Unternehmens-Guidance rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2017 mit einem deutlichen Anstieg der Umsatzdynamik, welche sich auch in den kommenden Geschäftsjahren, gemäß der vorstehend dargestellten Unternehmensstrategie, fortsetzen dürfte. Da ein wesentlicher Teil des künftigen Umsatzwachstums aus dem Ausbau des direkten und damit margenstarken Endkundengeschäftes stammen sollte, rechnen wir mit einem überproportionalen EBITDA-Anstieg. Bis zum Geschäftsjahr 2019 erwarten wir eine EBITDA-Marge, als Basis für unser DCF-Bewertungsmodell, in Höhe von 9,6 % (2016: 3,5 %).
- Auf dieser Grundlage haben wir unser DCF-Bewertungsmodell aktualisiert und ein neues Kursziel von 10,25 € je Aktie (bisher: 8,40 €) ermittelt. Die Kurszielanhebung ist eine Folge des erstmaligen Einbezugs der höheren 2019er Prognosen, sowie auf einen Roll-Over-Effekt auf Kurszielbasis 2018 zurückzuführen. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 6,58 € ergibt sich ein Kurspotenzial in Höhe von 55,8 % und damit vergeben wir das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

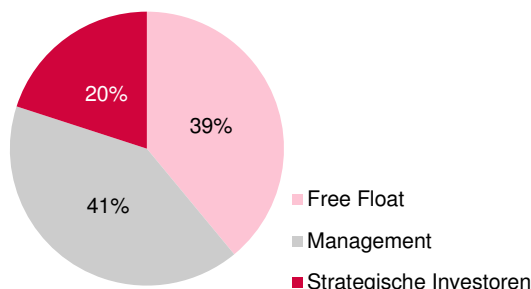
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Geschäftsstrategie .....	4
Advisortech .....	4
Advisory .....	5
Wichtige Ereignisse in 2016.....	5
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>7</b>
Fintech-Bereich als wichtiger Wachstumsfaktor.....	7
Marktumfeld Vermögensaufbau .....	7
Marktumfeld Versicherungsprodukte .....	8
<b>Unternehmensentwicklung.....</b>	<b>9</b>
Kennzahlen im Überblick .....	9
Geschäftsentwicklung 2016 .....	10
Umsatzentwicklung 2016 .....	10
Ergebnisentwicklung 2016 .....	11
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2016 .....	13
<b>Prognose und Modellannahmen .....</b>	<b>14</b>
Umsatzprognosen 2017 – 2019 .....	15
Ergebnisprognosen 2017 - 2019.....	15
Bewertung.....	17
Modellannahmen.....	17
Bestimmung der Kapitalkosten.....	17
Bewertungsergebnis.....	17
DCF-Modell.....	18
<b>Anhang .....</b>	<b>19</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	30.06.2016
Management	41%
Strategische Investoren	20%
<b>Free Float</b>	<b>39%</b>

Quelle: JDC Group AG; GBC AG



### Geschäftsstrategie



#### Advisortech

Innerhalb des Advisortech-Segments sind die B2B-Aktivitäten im Maklerpool- und Plattformbereich der JDC Group AG gebündelt. Insbesondere handelt es sich hier um die Vermittlung von Finanzprodukten an private Endkunden über Finanzintermediäre. Als Vollsortimenter können die Berater auf über 12.000 Produkte von mehr als 1.000 Gesellschaften zurückgreifen, wobei über Investmentfonds, Versicherungen, Beteiligungen und Finanzierungen alle relevanten Finanzprodukt-Bereiche abgedeckt sind. Als weitere Dienstleistung für die Poolpartner sind für die Auswahl der Produkte im Rahmen eines stetigen Markt-Screenings, Produktmanager verantwortlich. Hierbei liegt ein besonderes Augenmerk auf den gesetzlichen Prüf- und Nachforschungspflichten sowie auf den Punkten Produktqualität und Produkthaftung.

Seit dem Beginn des abgelaufenen Geschäftsjahres 2016 bietet die JDC-Gruppe mit „allesmeins“ einen digitalen Finanzmanager an und verbindet somit die Bereiche der traditionellen Finanzanlageberatung mit dem wachstumsstarken FinTech-Segment. „allesmeins“ ermöglicht den Endkunden einen schnellen Überblick über die gesamten Versicherungsverträge mit der entsprechenden Vertragsdokumentation. Während sich der Berater auf den Bereich der Kundenpflege und Akquise sowie auf die Beantwortung komplexer Fragen konzentrieren soll, können innerhalb der technologischen Lösungen der JDC Group AG die wiederkehrenden Themen und Fragen mit einem hohen Standardisierungsgrad abgedeckt werden. Darüber hinaus soll die Beratungs- und Verwaltungstätigkeit durch den Einsatz der „allesmeins“-App deutlich vereinfacht werden. So können

beispielsweise einfache Fragestellungen oder leicht verständliche Produkte direkt online abgewickelt und selbstständig Abschlüsse vorgenommen werden. Parallel hierzu soll jedoch der persönliche Kundenkontakt durch die Berater aufrechterhalten werden, mit dem Fokus auf komplexe Fragestellungen sowie die persönliche Kundenpflege.

Mit dem in 2016 erfolgten Erwerb der Online-Vergleichsplattform **Geld.de** verfügt die JDC-Gruppe über einen weiteren Kanal zur Vermittlung von Finanzprodukten an Endkunden. Neben Finanzprodukten wurde die Plattform noch über die Bereiche Strom, Gas, DSL etc. ergänzt, mit dem Ziel, den Kunden ein möglichst umfassendes Produktspektrum anzubieten.

Das Stammgeschäft der JDC Group AG ist der innerhalb der Tochtergesellschaft **Jung, DMS & Cie. AG** gebündelte Maklerpool unabhängiger Finanzberater. Derzeit sind mehr als 16.000 freie Finanzdienstleister in Deutschland und Österreich angeschlossen. Damit hat die Jung, DMS & Cie. AG bereits eine attraktive Verhandlungsposition gegenüber den Produktanbietern erreicht und ist folglich in der Lage, höhere Provisionen und Vergütungen für die angeschlossenen Berater und Vermittler auszuhandeln. Innerhalb dieses Geschäftsbereiches werden insgesamt rund 850.000 Kunden mit einem Kundenvermögen von etwa 3,5 Mrd. € betreut.

### **Advisory**

Im zweiten Geschäftsfeld sind die „B2C“-Aktivitäten der JDC Group, also die Vermittlung von Finanzprodukten an Endkunden, gebündelt. Innerhalb der FINUM.Private findet eine Fokussierung auf die direkte Endkundenberatung anspruchsvoller Privatkunden statt. Insgesamt sind in der FINUM.-Gruppe etwa 230 exklusive Berater tätig, welche rund 80.000 Kunden mit einem Kundenvermögen von 1,0 Mrd. € betreuen. Dabei tritt die Gesellschaft als unabhängiges Vermögens- und Finanzberatungsinstitut auf, mit dem Fokus auf der Betreuung anspruchsvoller Privatkunden sowie Freiberufler und Geschäftskunden.

Innerhalb des ganzheitlichen Beratungsansatzes, wobei der Vermögensaufbau und die -Mehring, die Betreuung, und die Absicherung im Vordergrund stehen, werden Finanzprodukte, Lebensversicherungen, Investmentfonds, Finanzierungen und Produkte zur Altersvorsorge vermittelt. Somit wird der Ansatz eines One-stop-Shops verfolgt. Dabei werden sowohl externe Partner herangezogen als auch die Versicherungs- und Vorsorgeplattform der Jung, DMS & Cie. AG.

### **Wichtige Ereignisse in 2016**

- Einführung der „allesmeins“-App, wodurch die Nutzer einen Überblick über den eigenen Finanzvertragsbestand erhalten. Damit verbindet die JDC das klassische Beratungsgeschäft mit dem Wachstumsmarkt Fintech.
- Ankauf eines Privatkunden-Versicherungsbestandes mit bis zu 195.000 Kunden (jährliche Courtageeinnahmen: ca. 5,0 Mio. €; jährliches EBITDA: ca. 4,0 Mio. €). Hier profitiert die JDC von der derzeitigen Konsolidierung am Markt der Finanzberater (strengere regulatorische Vorgaben, Nachfolgeregelungen etc.) und ist damit in der Lage, Marktanteile zu gewinnen.
- Erwerb der Online-Vergleichsplattform „Geld.de“, als neuer Kanal zur Gewinnung von Endkunden. Es existieren Synergiepotenziale sowohl zum klassischen Beratungsgeschäft als auch zum digitalen Versicherungsordner „allesmeins“.

- Erwerb eines Teils des Privatkundengeschäftes von Aon Deutschland. Es handelt sich dabei um insgesamt 20.000 Verträge (jährliche Courtageeinnahmen: ca. 1,5 Mio. €; jährliches EBITDA: ca. 1,2 Mio. €). Da es sich hier vornehmlich um kleinteilige Verträge aus dem Bereich Rechtsschutz-, Haftpflicht-, Wohngebäude- und Hausratsversicherungen handelt, ist mit geringen Kündigungsquoten zu rechnen.
- Vertriebskooperation mit dem Onlinebroker „flatex“ weitet die Kundenbasis für den Einsatz der „allesmeins“-App deutlich aus. Seit 2016 wird „allesmeins“ den insgesamt 165.000 flatex-Kunden angeboten.
- Einführung der „allesmeins“-App in Österreich, Tschechien und Slowakei, im Rahmen einer Kooperation mit Phoenix Strategic Investors. Für 2017 erwartet die JDC Group AG hierdurch zusätzliche Provisionsumsätze von bis zu 5,0 Mio. €.

## MARKT UND MARKTUMFELD

Im Rahmen des Geschäftsmodells, mit den beiden Hauptsegmenten „Advisortech“ und „Advisory“, deckt die JDC Group AG die beiden Bereiche „Vermögensaufbau“ und „Absicherungsgeschäft“ ab, wobei alle wesentlichen Vertriebskanäle (online und offline) genutzt werden. Besonders im Fokus der künftigen Unternehmensentwicklung steht der Onlinebereich, als Bestandteil des wachstumsstarken Fintech-Segments. Analog zur zunehmenden Internetverfügbarkeit und -Nutzung wird dabei von einer steigenden Bedeutung des Vertriebskanals „Online“ für die Finanzdienstleistungsbranche ausgegangen.

### Fintech-Bereich als wichtiger Wachstumsfaktor

Die JDC Group AG verfügt über eine sehr gute Positionierung, um den klassischen Bereich der Vermögens- und Absicherungsdienstleistungen mit digitalen Vertriebswegen zu kombinieren. Ein zentraler Aspekt dieser Annahme ist die Anfang 2016 erfolgte Einführung der „allesmeins“-App, welche den Digitalisierungstrend bei den Finanzdienstleistungen (FinTech) unterstützt. Aufbauend auf der zunehmenden Bedeutung mobiler digitaler Lösungen kann die JDC Group AG eine stetig steigende Kundenanzahl adressieren und damit von den hohen Wachstumspotenzialen der Fintech-Branche profitieren.

Vor diesem Hintergrund ist die steigende Bereitschaft zum Onlineabschluss einfacher Finanzprodukte zu nennen. Gemäß einer aktuellen GfK-Studie „Customer Journey Banking“ ist beispielsweise der Anteil der online abgeschlossenen Verträge aus dem Bankbereich zwischen 2013 und 2016 von 18 % (2013) auf 30 % (2016) deutlich angestiegen. Auch beim Abschluss von Versicherungen wird ein ähnlich dynamischer Trend gesehen, mit einem Anstieg des Online-Anteils von 15 % (2013) auf 25 % (2016). Je einfacher ein Anlage- oder Versicherungsprodukt ist, desto höher ist der Online-Anteil, lautet ein Fazit der GfK-Studie. Dies deckt sich mit der JDC-Strategie, wonach einfache Produkte online vertrieben werden können, sowie parallel hierzu ein persönlicher Beraterkontakt vorhanden ist, um komplexe Fragestellungen abzudecken sowie die persönliche Kundenpflege aufrecht zu erhalten.

### Marktumfeld Vermögensaufbau

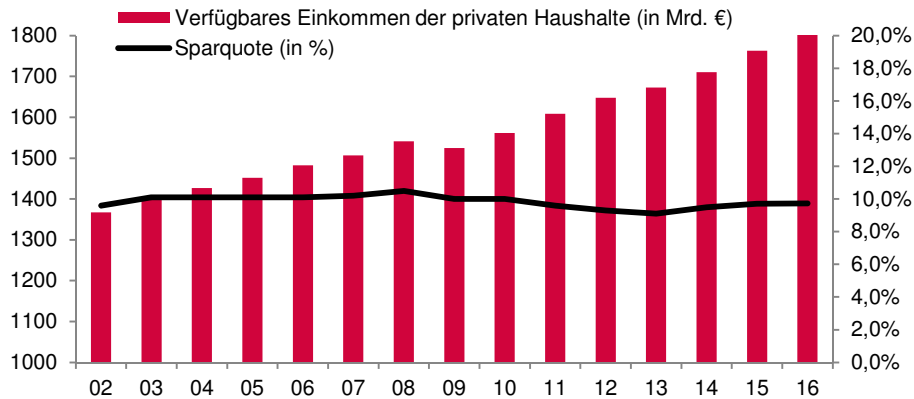
Sowohl der Online- als auch der Offlinebereich sind dabei grundsätzlich von einer zunehmenden Nachfrage nach Vermögenslösungen geprägt. Ein wichtiger Aspekt hierfür ist der sukzessive Anstieg des privaten Geldvermögens, auf Grundlage der weiterhin stabilen Arbeitsmarktlage. In den vergangenen zehn Jahren (2007-2016) kletterte das verfügbare Einkommen deutlich um 20,2 % von 1.506,76 Mrd. € (2007) auf 1.811,80 Mrd. € (2016). Bei einer konstanten Sparquote in Höhe von 9,7 % lag der nominelle Sparbetrag der deutschen Haushalte in 2016 bei 181,10 Mrd. €.

Der Sparbetrag, welcher als Folge des steigenden verfügbaren Einkommens in den vergangenen zehn Jahren ebenfalls deutlich um 17,8 % zugelegt hat, dient als Grundlage und Orientierungsgröße für die Vermögensbildung in Deutschland. Nach wie vor liegt, angesichts der aktuellen Niedrigzinsphase, ein herausforderndes Umfeld für Sparer vor. Für die JDC Group AG, als Anbieter von Finanzprodukten, ist dabei besonders die Struktur des Geldvermögens interessant, da dadurch der Anteil der Privatinvestitionen in beratungsbedürftige Produkte ersichtlich wird. Insgesamt werden dabei rund 40 % des Bruttogeldvermögens als Bargeld oder Sichteinlagen gehalten. Es lässt sich also zusammenfassen, dass der Markt für beratungsfähige Finanzprodukte sowohl durch das



steigende Geldvermögen zunimmt als auch durch den immer noch hohen Anteil an Bar-  
 geldeinlagen deutliches Potenzial aufweist.

### Verfügbares Einkommen (in Mrd. €) und Sparquote (in %)



Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG

### Marktumfeld Versicherungsprodukte

Die Beitragseinnahmen innerhalb der deutschen Versicherungsbranche legten im ver-  
 gangenen Geschäftsjahr nur noch um 0,2 % auf 194,20 Mrd. € (VJ: 193,90 Mrd. €) leicht  
 zu, nachdem in den Vorjahren noch eine deutlich höhere Wachstumsdynamik erreicht  
 wurde. Diese nur noch vergleichsweise konstante Entwicklung ist in erster Linie auf  
 einen Rückgang bei der Versicherungsdurchdringung zurückzuführen. Genannt werden  
 dabei besonders die Lebensversicherungen, welche aufgrund des aktuell niedrigen  
 Zinsniveaus nicht mehr in dem Maße als Vorsorgealternative wahrgenommen werden.  
 Die rückläufige Entwicklung bei den Lebensversicherungen wurde weitestgehend von  
 den anderen Versicherungsarten kompensiert. Während die Lebensversicherungsbeiträge  
 in 2016 um 2,0 % gefallen sind, kletterten beispielsweise die Beiträge im Bereich  
 Schaden- Unfallversicherung um 2,8 %.

Die JDC Group AG deckt als Vermittler von Finanzprodukten ein breites Produktangebot  
 ab und ist daher nicht von der Entwicklung einzelner Produkte abhängig. Vielmehr ist für  
 die JDC Group AG die dynamisch erwartete Gesamtnachfrageentwicklung nach Dienst-  
 leistungen für den Vermögensaufbau und nach Versicherungslösungen ausschlagge-  
 bend. Einzelne Bestandteile des Absicherungsmarktes sollten jedoch von einer Fortset-  
 zung des dynamischen Wachstums geprägt und damit von einer entsprechend hohen  
 Nachfrage gekennzeichnet sein. Grundsätzlich lässt sich hier ein Zusammenhang zwi-  
 schen steigendem Vermögen und höherem Versicherungsbedarf erkennen. Der tenden-  
 zielle Anstieg des Geldvermögens und des verfügbaren Einkommens in Deutschland  
 lässt folglich eine höhere Nachfrage nach Versicherungslösungen erwarten.

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e
Provisionserlöse	75,70	78,05	92,56	105,52	121,35
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,67	0,59	0,50	0,50	0,00
Sonstige betriebliche Erträge	2,83	1,98	1,40	2,00	1,50
Provisionsaufwendungen	-56,68	-55,31	-64,79	-73,65	-83,73
<b>Rohertrag</b>	<b>22,51</b>	<b>25,32</b>	<b>29,67</b>	<b>34,37</b>	<b>39,12</b>
Personalaufwand	-12,14	-13,11	-14,81	-16,56	-18,21
Abschreibungen	-1,55	-2,49	-2,70	-2,70	-2,70
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-9,09	-9,49	-9,20	-9,40	-9,30
<b>EBIT</b>	<b>-0,27</b>	<b>0,23</b>	<b>2,96</b>	<b>5,71</b>	<b>8,91</b>
Zinserträge	0,07	0,06	0,05	0,05	0,05
Zinsaufwendungen	-0,78	-0,99	-0,99	-0,99	-0,99
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>-0,98</b>	<b>-0,70</b>	<b>2,02</b>	<b>4,77</b>	<b>7,97</b>
Steuern	-0,73	-0,44	-0,24	-0,57	-0,96
Sonstige Steuern	-0,02	-0,07	-0,05	0,00	0,00
<b>Periodenergebnis</b>	<b>-1,73</b>	<b>-1,21</b>	<b>1,73</b>	<b>4,20</b>	<b>7,01</b>
EBITDA	1,28	2,72	5,66	8,41	11,61
in % der Umsatzerlöse	1,7%	3,5%	6,1%	8,0%	9,6%
EBIT	-0,27	0,23	2,96	5,71	8,91
in % der Umsatzerlöse	-0,4%	0,3%	3,2%	5,4%	7,3%
Ergebnis je Aktie in €	-0,16	-0,10	0,14	0,35	0,59

Quelle: JDC Group AG; GBC AG

## Geschäftsentwicklung 2016

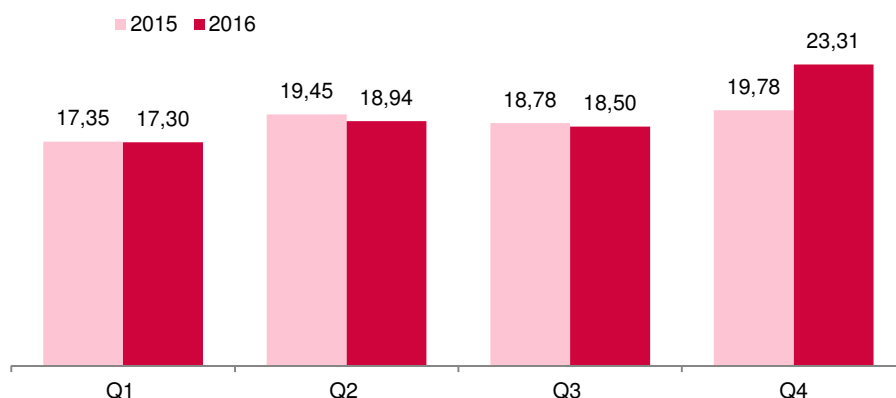
GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014*	GJ 2015*	GJ 2016
Umsatzerlöse	88,60	74,54	75,70	78,05
EBITDA	-2,49	-1,43	1,28	2,72
EBITDA-Marge	-2,8%	-1,9%	1,7%	3,5%
EBIT	-4,38	-3,06	-0,27	0,23
EBIT-Marge	-4,9%	-4,1%	-0,4%	0,3%
Jahresüberschuss	-6,09	-6,62	-1,73	-1,21
EPS in €	-0,56	-0,61	-0,16	-0,10

Quelle: JDC Group AG; GBC AG; \*Werte teilweise angepasst

## Umsatzentwicklung 2016

Insbesondere infolge einer sehr starken Umsatzentwicklung im vierten Quartal 2016 kletterten die 2016er Gesamtjahresumsätze der JDC Group AG um 3,1 % auf 78,05 Mio. € (VJ: 75,70 Mio. €). Nachdem die Gesellschaft in den vergangenen Geschäftsjahren eine erfolgreiche Fokussierung auf das Kerngeschäft der Finanzproduktvermittlung sowie auf die Ausweitung der digitalen Anwendungen realisiert hat, konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr damit eine Rückkehr zum Umsatzwachstum erreicht werden. Der Rekordwert des vierten Quartals 2016 wird von der JDC Group AG als eine nachhaltige Anhebung des Umsatzniveaus angesehen.

## Quartalsbezogene Umsatzentwicklung 2015 vs. 2016 (in Mio. €)



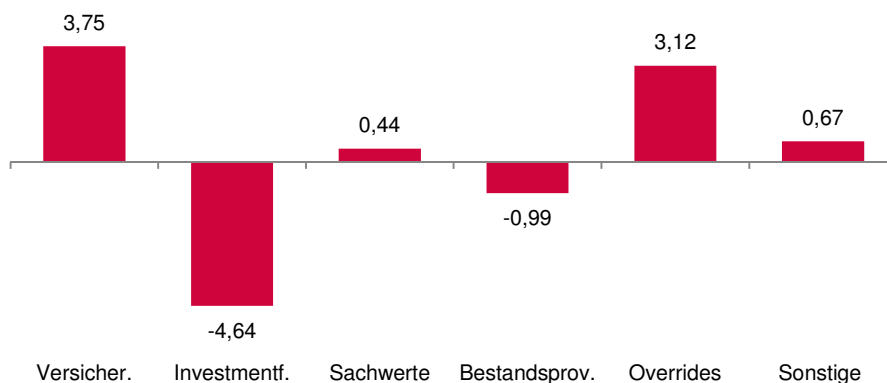
Quelle: JDC Group AG; GBC AG

Ein wichtiger Aspekt dieser Entwicklung ist das akquisitionsbedingte anorganische Umsatzwachstum, als Folge der im abgelaufenen Geschäftsjahr erfolgten Transaktionen. Neben dem Erwerb eines Privatkunden-Versicherungsbestandes mit einem potenziellen Umsatzvolumen von bis zu 5,00 Mio. € hat die Gesellschaft aus dem Erwerb der Online-Vergleichsplattform „Geld.de“ und des Privatkundengeschäftes von Aon Deutschland zusätzliche Provisionserlöse in Höhe von 3,35 Mio. € erwirtschaftet. Hierbei gilt es zu bedenken, dass diese Transaktionen zur Jahresmitte hin erfolgt sind und sich die dazugehörigen anorganischen Effekte bisher nur anteilig ausgewirkt haben.

Getrennt nach Produktgruppen werden speziell bei den Versicherungen deutliche Vertriebsfolge ersichtlich, wodurch die Versicherungsumsätze gegenüber der Vorjahresperiode um 3,75 Mio. € zugelegt haben. Die neu hinzugekommenen aus den Bestands-erwerben stammenden Umsätze haben zu einem deutlichen Anstieg bei den so genannten Override-Umsätzen in Höhe von 3,12 Mio. € geführt. In Summe konnten somit die rückläufigen Umsätze mit Investmentfonds (-4,64 Mio. €) mehr als ausgeglichen werden. Hier hatte die Insolvenz des auf den Fondsvertrieb spezialisierten österreichischen Ver-

triebspartners „Ertrag & Sicherheit“ zu einem entsprechenden Umsatzrückgang geführt. Ab dem laufenden Geschäftsjahr ist in dieser Produktgruppe mit den Nachfolgesellschaften von „Ertrag & Sicherheit“ jedoch mit wieder deutlich steigenden Umsätzen zu rechnen.

**Umsatzveränderung bei den Produktgruppen (in Mio. €)**



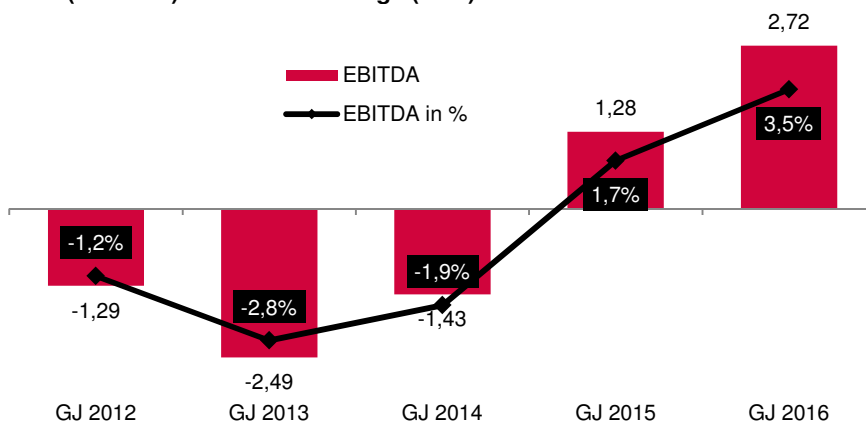
Quelle: JDC Group AG; GBC AG

**Ergebnisentwicklung 2016**

Das EBITDA konnte auf 2,72 Mio. € (VJ: 1,28 Mio. €) mehr als verdoppelt werden und legte damit, gegenüber dem leichten Umsatzwachstum, deutlich überproportional zu. Dementsprechend kletterte die EBITDA-Marge auf 3,5 % (VJ: 1,7 %). Diese signifikante Ergebnisverbesserung ist insbesondere eine Folge der aus den Bestandskäufen stammenden Umsätze, bei denen kein Makler zwischengeschaltet ist und daher auch keine Provisionsaufwendungen anfallen. Dementsprechend lagen die Provisionsaufwendungen mit 55,31 Mio. € (VJ: 56,68 Mio. €), trotz des höheren Umsatzes, unterhalb des Vorjahresniveaus, wodurch die Rohertragsmarge deutlich auf 32,4 % (29,7 %) zugelegt hat.

Das EBITDA hätte ohne Transaktionskosten für die Bestandskäufe oder Einmaleffekte in Höhe von insgesamt rund 0,5 Mio. € noch höher ausfallen können. Bereinigt um diese Effekte hätte das EBITDA bei rund 3,2 Mio. € gelegen, was einer EBITDA-Marge von über 4,0 % entspricht.

**EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)**



Quelle: JDC Group AG; GBC AG

Auf EBIT-Basis war die JDC Group AG in der Lage, mit 0,23 Mio. € (VJ: -0,27 Mio. €), erstmals seit dem Geschäftsjahr 2011 wieder ein positives Niveau zu erreichen. Im EBIT sind die deutlich höheren Abschreibungen in Höhe von 2,49 Mio. € (VJ: 1,55 Mio. €) berücksichtigt, als Folge der erheblichen Vermögenszugänge aus den erfolgten Transaktionen. Die erworbene Software aber auch die erworbenen Versicherungsbestände hatten einen deutlichen Anstieg des immateriellen Vermögens und dementsprechend der planmäßigen Abschreibungen nach sich gezogen.

Das Nachsteuerergebnis weist mit -1,21 Mio. € (VJ: -1,71 Mio. €) zwar noch ein negatives Niveau auf, die positive Tendenz wird jedoch auch auf dieser Ergebnisebene ersichtlich. Hierbei gilt es zu bedenken, dass die JDC Group AG über einen hohen Bestand an Verlustvorträgen verfügt (31.12.16: 28,36 Mio. €), wodurch die Steueraufwendungen der kommenden Geschäftsjahre niedrig ausfallen sollten.

## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2016

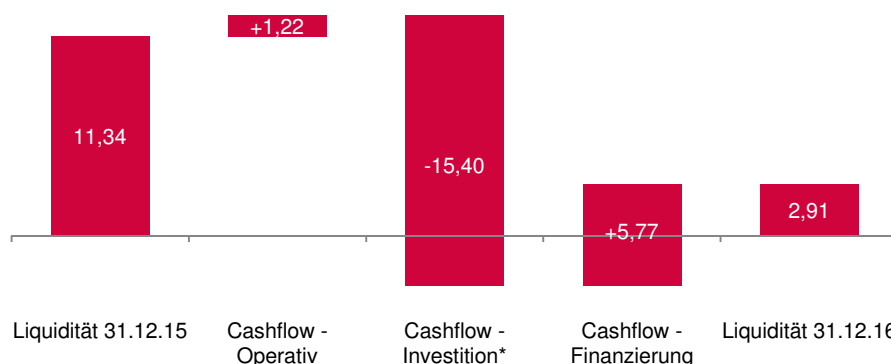
in Mio. €	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015*	31.12.2016
Eigenkapital	34,98	26,41	24,68	29,71
EK-Quote	44,8%	43,8%	37,5%	40,7%
Total Debt	5,78	4,97	12,69	13,26
Net Debt	-2,86	0,79	1,35	10,35
Finanzmittel	8,63	4,18	11,34	2,91
Anlagevermögen	40,49	32,12	31,66	45,80
Working Capital	-8,05	-7,28	-7,59	-9,69
Cashflow – Operativ	-5,55	-4,55	-0,65	1,22
Cashflow – Investition	4,10	2,90	-5,23	-9,40
Cashflow - Finanzierung	1,42	-2,47	7,25	5,77

Quelle: JDC Group AG; GBC AG; \*Werte teilweise angepasst

Die wesentliche Änderung bei den, unserer Ansicht nach, soliden Bilanzrelationen stehen im Zusammenhang mit den im vergangenen Geschäftsjahr erfolgten Bestandskäufen. Aktivseitig findet sich der Zugang der neuen Geschäftseinheiten insbesondere beim immateriellen Vermögen wieder, welches durch den Zugang der Versicherungsbestände um 13,84 Mio. € auf insgesamt 45,09 Mio. € (31.12.15: 31,25 Mio. €) zugelegt hat.

Für die Bestandskäufe weist die JDC Group AG einen Liquiditätsabgang in Höhe von 15,28 Mio. € aus. Dem steht ein Liquiditätszugang aus dem operativen Geschäft in Höhe von 1,22 Mio. € sowie aus einer erfolgten Kapitalerhöhung in Höhe von 6,25 Mio. € entgegen, so dass sich die Finanzmittel (inkl. kurzfristige Geldanlagen) innerhalb des vergangenen Geschäftsjahres deutlich auf 2,91 Mio. € (VJ: 11,34 Mio. €) reduziert haben. Die Finanzierung der Transaktionen wurde demnach insbesondere durch die erfolgte Kapitalmaßnahme sowie durch die in 2015 emittierte Unternehmensanleihe der Tochtergesellschaft Jung, DMS & Cie. AG gestemmt. Eine weitere Aufnahme von Fremdkapital war im vergangenen Geschäftsjahr folglich nicht notwendig.

### Liquiditätsbrücke (in Mio. €)



Quelle: JDC Group AG; GBC AG; \*bereinigt um Einzahlungen aus dem Verkauf von Geldanlagen in Höhe von 6,0 Mio. €.

Durch die in 2016 erfolgreich durchgeführte Kapitalerhöhung mit einem Nettoemissionserlös in Höhe von 6,25 Mio. €, war die JDC Group AG in der Lage, trotz der akquisitionsbedingten Bilanzverlängerung, die Eigenkapitalquote auf ein komfortables Niveau in Höhe von 40,7 % (VJ: 37,5 %) zu steigern.

## PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e
Umsatzerlöse	78,05	92,56	105,52	121,35
EBITDA	2,72	5,66	8,41	11,61
EBITDA-Marge	3,5%	6,1%	8,0%	9,6%
EBIT	0,23	2,96	5,71	8,91
EBIT-Marge	0,3%	3,2%	5,4%	7,3%
Jahresüberschuss	-1,21	1,73	4,20	7,01
EPS in €	-0,10	0,14	0,35	0,59

Quelle: GBC AG

In unseren Umsatzprognosen haben wir erstmals eine ganzjährige Auswirkung der im vergangenen Geschäftsjahr erfolgten Bestandszugänge berücksichtigt, woraus sich vom aktuellen Standpunkt aus ein erhebliches Wachstumspotenzial ergibt. Die jährlichen zusätzlichen anorganischen Umsatzerlöse, welche von der JDC Group AG bei der jeweiligen Transaktionsmeldung publiziert wurden, belaufen sich auf insgesamt deutlich über 10,0 Mio. €. Da die anorganischen Effekte in 2016 bei 3,35 Mio. € lagen, ergibt sich aus diesem **Basiseffekt** ein deutlich positives Upside-Potenzial für die Umsatzerlöse des laufenden Geschäftsjahres.

Zusätzlich zum anorganischen Umsatzwachstum ist insbesondere die **Digitalisierungsstrategie** der JDC Group AG zu nennen, wodurch neue Kundengruppen erreicht sowie Cross-Selling-Potenziale bei den bestehenden Kunden gehoben werden können. Ein wichtiger Faktor beim Einsatz der selbst entwickelten Fintech-Lösung „allesmeins“ ist der Übertrag der bestehenden Finanzverträge innerhalb des digitalen Versicherungsordners, was dann eine deutliche Erhöhung der Vertragsdichte und damit der Bestandsprovision je Kunde zur Folge haben dürfte. Gemäß Unternehmensangaben befindet sich die „allesmeins“-App nach der letztjährigen Testphase derzeit in einer intensiven Roll-Out-Phase. Dabei können alle von der JDC Group AG direkt und indirekt betreuten Kunden angesprochen werden. Auf dieser Basis verfügt die Gesellschaft über einen Kundenbestand von rund 1,2 Millionen Endkunden, was den Roll-Out der Fintech-Lösung, im Gegensatz zu den Konkurrenzprodukten, erheblich erleichtert.

Zudem kann der Adressatenkreis durch Kooperationen, wie die im Oktober 2016 eingegangene Bankenkooperation mit dem Onlinebroker flatex, erheblich erweitert werden. Seit Dezember 2016 kann im Rahmen der Vertriebsvereinbarung die „allesmeins“-App den insgesamt 165.000 flatex-Kunden angeboten werden. Gemäß unserer Berechnung ergibt sich, selbst wenn nur 10 % der Kunden die JDC-Lösung einsetzen, ein jährliches Umsatzpotenzial von ca. 3,0 Mio. €.

Ein weiterer Bestandteil der Digitalisierungsstrategie ist die Erweiterung des Vorstands um Stefan Bachmann, einem ehemaligen Google-Manager. Bei Google Deutschland hatte er die gesamte Bankenindustrie und den Fintech- und Insuretechbereich verantwortet. Dementsprechend dürfte die Gesellschaft hier insbesondere bei der Vermarktung der digitalen Finanzprodukte profitieren.

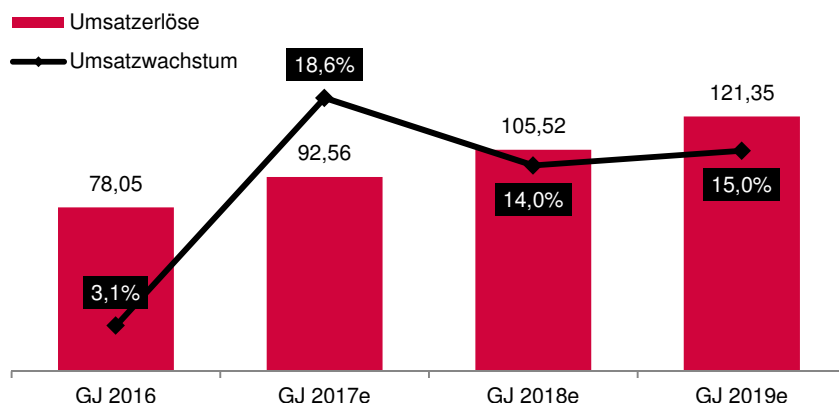
Künftiges **anorganisches Wachstum** ist insbesondere vor dem Hintergrund der aktuellen Konsolidierungstendenzen bei den Finanzproduktvermittlern ein wichtiger strategischer Bestandteil der JDC Group AG. Aufgrund der zunehmenden Regulierung in der Finanzdienstleistungsbranche sowie des steigenden Durchschnittsalters unabhängiger Makler, ist bereits jetzt eine Konsolidierung von Maklerbeständen zu beobachten. Dabei trifft die stärkere Regulierung mit dem Trend zu mehr administrativem Aufwand bei geringerer Vergütung, insbesondere die unabhängigen Makler. Während dabei aufgrund der Finanzanlagevermittlerverordnung der Dokumentierungsaufwand deutlich angestie-

gen ist, werden von den Produktunternehmen, als Resultat des LVRG (Lebensversicherungs- Reformgesetz) oder der MiFID-Umsetzungsgesetze, geringere Provisionen gezahlt. Große Maklerpools wie die Jung, DMS & Cie. AG verzeichnen vor diesem Hintergrund einen Zulauf von bisher einzeln agierenden Finanzvermittlern. Denn nur innerhalb größerer Organisationen können die höheren regulatorischen und IT-spezifischen Anforderungen umgesetzt werden. Darüber hinaus ist die JDC-Gruppe aufgrund des höheren vermittelten Volumens in der Lage, bessere Konditionen bei den Produktanbietern zu erhalten.

## Umsatzprognosen 2017 – 2019

Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes hat die JDC Group AG nochmals die 2017er Umsatzprognosen bekräftigt. Bei Umsatzerlösen in einer Bandbreite von 85,0 – 95,0 Mio. € soll dabei eine deutliche Beschleunigung der Wachstumsdynamik erreicht werden, was angesichts der genannten Faktoren, ein sehr realistisches Szenario ist. Eine gute Grundlage zur Erreichung dieser Prognose liefert zudem der gute Start in das laufende Geschäftsjahr 2017. Hiervon ausgehend rechnen wir mit einem deutlichen Anstieg der Umsatzdynamik, welche sich auch in den kommenden Geschäftsjahren, gemäß der vorstehend dargestellten Unternehmensstrategie, fortsetzen dürfte.

### Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

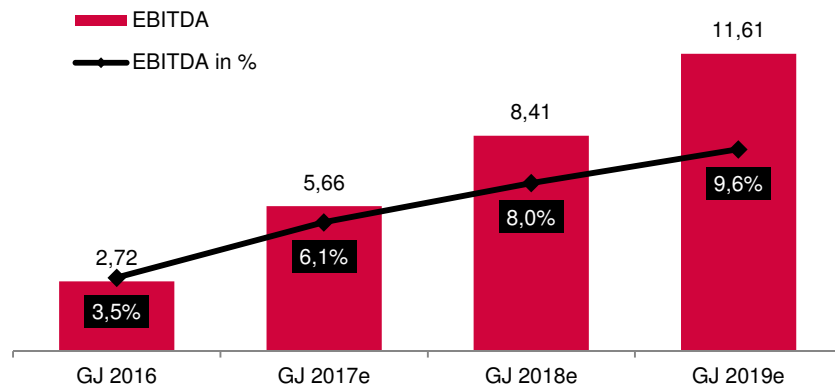
## Ergebnisprognosen 2017 - 2019

Ein wesentlicher Teil des künftigen Umsatzwachstums dürfte durch einen Anstieg des direkten Endkundengeschäftes (Erwerb von Maklerbeständen, Ausbau der digitalen Umsätze etc.) erreicht werden, was sich in einem überproportionalen Anstieg der Rohertragsmarge niederschlagen sollte. Beim direkten Endkundengeschäft fallen keine Maklerprovisionen an und damit sollte hier ein nur unterproportionaler Anstieg der Provisionsaufwendungen aufkommen.

Darüber hinaus ermöglichen die allgemein höheren Umsatzniveaus das Heben von Skaleneffekten. In Summe rechnen wir für die kommenden Geschäftsjahre daher mit einem Anstieg der EBITDA-Marge von 3,5 % (2016) auf bis zu 9,6 % (GJ 2019e). Zunächst rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2017 mit einer Verdoppelung des EBITDA von 2,72 Mio. € (GJ 2016) auf 5,66 Mio. € (GJ 2017) und bewegen uns damit im Rahmen der kommunizierten Unternehmens-Guidance. Gemäß JDC-Prognosen wird ein EBITDA in einer Bandbreite von 5,0 - 6,0 Mio. € erwartet.



### EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Der von uns prognostizierte 2019er Wert dient dabei als Basis für die Stetigkeitsphase unseres DCF-Bewertungsmodells.

## **Bewertung**

### ***Modellannahmen***

Die JDC Group AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2016 - 2019 in Phase 1, erfolgt von 2020 - 2024 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir zunächst aufgrund angelaufener Verlustvorträge (28,36 Mio. €) mit 12,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

### ***Bestimmung der Kapitalkosten***

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der JDC 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.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,25 % (bisher: 1,00 %).**

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 1,41.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,03% (bisher: 8,78 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,08 % (bisher: 7,88 %).

### ***Bewertungsergebnis***

Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018 entspricht als Kursziel 10,25 € (bisher: 8,40 €). Die Kurszielanhebung erfolgt in erster Linie vor dem Hintergrund des erstmaligen Einbezugs der 2019er Prognosen in die konkrete Schätzperiode des DCF-Bewertungsmodells. Damit ist für die Stetigkeitsphase des DCF-Modells eine höhere Basis gegeben. Darüber hinaus ist ein Roll-Over-Effekt für die Kurszielanhebung verantwortlich, da wir die Kurszielbasis turnusmäßig auf das Geschäftsjahresende 2018 (bisher: 2017) „rolliert“ haben.

## DCF-Modell

### JDC Group - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	10,0%	ewige EBITA - Marge	9,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	6,1%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	-4,9%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	92,56	105,52	121,35	124,99	128,74	132,60	136,58	140,67	
US Veränderung	18,6%	14,0%	15,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,05	2,37	2,76	2,87	2,99	3,11	3,24	3,37	
EBITDA	5,66	8,41	11,61	12,50	12,87	13,26	13,66	14,07	
EBITDA-Marge	6,1%	8,0%	9,6%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
EBITA	2,96	5,71	8,91	9,80	10,20	10,62	11,04	11,48	9,3%
EBITA-Marge	3,2%	5,4%	7,3%	7,8%	7,9%	8,0%	8,1%	8,2%	
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,43	-0,69	-1,07	-1,18	-1,22	-1,27	-3,31	-3,44	30,0%
EBI (NOPLAT)	2,53	5,03	7,84	8,62	8,98	9,34	7,73	8,03	
Kapitalrendite	7,0%	13,5%	20,9%	22,7%	24,1%	25,5%	21,5%	22,7%	26,8%
Working Capital (WC)	-8,00	-7,00	-6,00	-6,17	-6,36	-6,55	-6,75	-6,95	
WC zu Umsatz	-8,6%	-6,6%	-4,9%	-4,9%	-4,9%	-4,9%	-4,9%	-4,9%	
Investitionen in WC	-1,69	-1,00	-1,00	0,17	0,19	0,19	0,20	0,20	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	45,20	44,50	44,00	43,50	43,03	42,59	42,17	41,78	
AFA auf OAV	-2,70	-2,70	-2,70	-2,70	-2,67	-2,64	-2,61	-2,59	
AFA zu OAV	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	
Investitionen in OAV	-2,10	-2,00	-2,20	-2,20	-2,20	-2,20	-2,20	-2,20	
Investitionen in WC	-1,69	-1,00	-1,00	0,17	0,19	0,19	0,20	0,20	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	1,45	4,73	7,34	9,30	9,63	9,98	8,34	8,63	142,20

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	124,64	129,98
Barwert expliziter FCFs	42,09	40,76
Barwert des Continuing Value	82,55	89,22
Nettoschulden (Net debt)	11,44	7,66
Wert des Eigenkapitals	113,19	122,32
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	113,19	122,32
Ausstehende Aktien in Mio.	11,93	11,93
Fairer Wert der Aktie in EUR	9,48	<b>10,25</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,41
Eigenkapitalkosten	9,0%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	6,0%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	28,7%
WACC	<b>8,1%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	7,1%	7,6%	8,1%	8,6%	9,1%
23,8%	11,09	10,14	9,35	8,68	8,11
25,3%	11,66	10,64	9,80	9,09	8,48
26,8%	12,23	11,15	<b>10,25</b>	9,49	8,85
28,3%	12,81	11,66	10,70	9,90	9,22
29,8%	13,38	12,16	11,15	10,30	9,58

## 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 anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

### **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 Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.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 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.)

**§ 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, Kristina Bauer, Email: bauer@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) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**  
**Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst**

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst**

**§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg  
Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG<sup>®</sup>**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)