



Researchstudie (Anno)

EQS Group AG



**Die strategische Expansion im Bereich Governance,
Regulation & Compliance bietet deutliche Wachstumschancen**

Kursziel: 85,40 € (bisher: 72,00 €)

Rating: Kaufen

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

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 19

EQS Group AG *5a;7;11

Rating: Kaufen
Kursziel: 85,40 €

aktueller Kurs: 75,00 €
24.04.2018 / ETR 13:07
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005494165
WKN: 549416
Börsenkürzel: EQS
Aktienanzahl³: 1,44
Marketcap³: 107,623
EnterpriseValue³: 107,06
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 48,9%

Transparenzlevel:

Marktsegment:
Entry Standard

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Baader Bank AG

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 20

Unternehmensprofil

Branche: Software

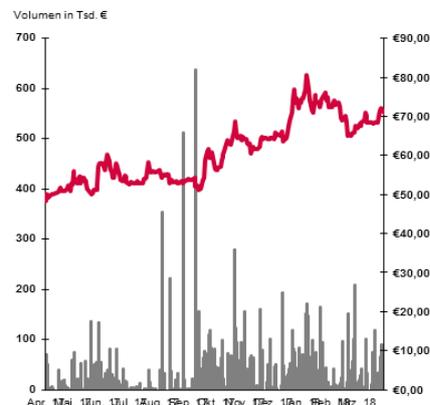
Fokus: Digital Investor Relations, Corporate Communications and Compliance

Mitarbeiter: 387 Stand: 31.12.2017

Gründung: 2000

Firmensitz: München

Vorstand: Achim Weick, Christian Pflieger



Die EQS Group ist ein führender internationaler Technologieanbieter für Digital Investor Relations, Corporate Communications und Compliance. Mehr als 8.000 Unternehmen weltweit sind dank der Anwendungen und Services in der Lage, komplexe nationale und internationale Informationsanforderungen und Meldepflichten sicher, effizient und gleichzeitig zu erfüllen sowie die Investment Community weltweit zu erreichen. Die cloud-basierte Plattform EQS COCKPIT bildet die Arbeitsprozesse von IR Managern digital ab. Zusätzliche Module ermöglichen die Pflege von Website-Inhalten, Kontaktdaten und die Erfüllung von Compliance-Anforderungen sowie den Zugriff auf globale Investorendaten. Darüber hinaus werden die Inhalte über einen der wichtigsten Financial Newswire veröffentlicht. Produkte wie IR- und Unternehmenswebsites, Apps, digitale Unternehmensberichte sowie Audio- und Videoübertragungen machen die EQS Group zum digitalen Komplettanbieter. Die EQS Group wurde im Jahr 2000 in München gegründet und hat sich kontinuierlich vom Startup zum internationalen Konzern mit Standorten in den wichtigsten Finanzmetropolen der Welt entwickelt. Der Konzern beschäftigt weltweit rund 400 Mitarbeiter.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019e	31.12.2020e
Umsatz	30,36	37,03	43,70	51,57
EBITDA	2,35	1,73	1,92	5,37
EBIT	0,35	-1,07	-1,48	1,57
Jahresüberschuss	-0,52	-1,76	-2,21	1,99

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,36	-1,22	-1,54	1,39
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,30	0,36	0,43	0,50
EV/EBITDA	0,02	0,02	0,02	0,05
EV/EBIT	0,00	-0,01	-0,01	0,02
KGV	neg.	neg.	neg.	36,21
KBV		3,68		

Finanztermine

26.04.2018: MKK
18.05.2018: Hauptversammlung
18.05.2018: Veröffentlichung Q1-Bericht
16.08.2018: Veröffentlichung HJ-Bericht
15.11.2018: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
11.12.2017: RG / 72,00 / KAUFEN
27.11.2017: RG / 72,00 / KAUFEN
21.08.2017: RG / 55,10 / HALTEN
02.06.2017: RG / 55,10 / HALTEN
24.04.2017: RG / 55,10 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Die EQS Group AG (EQS) steigerte die Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2017 um 16,5% auf 30,36 Mio. € (VJ: 26,06 Mio. €). Hintergrund dieses dynamischen Wachstums war die erfolgreiche Partizipation an den Megatrends der Regulierung, Digitalisierung und Globalisierung. So profitierte das Unternehmen unter anderem deutlich von dem Inkrafttreten der MAR (Marktmissbrauchsregulierung). Im Rahmen der MAR erhöhten sich seit Juli 2016 zum einen die Veröffentlichungspflichten von Emittenten und zum anderen müssten börsennotierte Unternehmen umfangreiche Insiderlisten führen. Dies führte dazu, dass das Meldevolumen durch eine höhere Anzahl an Ad hoc-Meldungen und Managers' Transactions (auch bekannt als Directors' Dealings) erhöhte. Des Weiteren konnte der INSIDER MANAGER erfolgreich am Markt platziert werden. Der INSIDER MANAGER ist eine SaaS-Lösung, welche Unternehmen das Führen von Insiderlisten deutlich erleichtert. Neben der MAR profitierte das Unternehmen auch durch das Inkrafttreten der PRIIP-Verordnung. Um Basisinformationsblätter zu erstellen, gemäß PRIIP-Verordnung, hatte die ARIVA.DE (67,5% Anteil gehören zu EQS) eine technische Lösung entwickelt, welche auch in 2017 wieder maßgeblich Umsatzbeiträge generierte. Insgesamt konnte die ARIVA.DE so Umsatzerlöse in Höhe von 7,36 Mio. € beitragen.
- Ergebnisseitig verzeichnete die EQS Group einen EBITDA-Rückgang auf 2,35 Mio. € (VJ: 4,17 Mio. €), was einer EBITDA-Marge von 7,7% entspricht (VJ: 16,0%). Der Grund für diese Entwicklung ist die neue strategische Ausrichtung, welche eine verstärkte Expansion in den Markt für Governance, Regulation & Compliance (GRC) vorsieht. Um den GRC-Markt erfolgreich erschließen zu können, müssen signifikante Investitionen in Software und Personal getätigt werden. So wurden in 2017 konzernweit 68 neue Mitarbeiter einstellen, wovon 35 im Bereich der Software-Entwicklung tätig sind.
- Um den GRC-Markt erfolgreich zu erschließen, sollen maßgeblich Investitionen getätigt werden. Dies sollte zu einem signifikanten Umsatzwachstum führen, jedoch sollten sich durch die Investitionen mittelfristig die Margen reduzieren. Vor dem Hintergrund des hohen Anteils an wiederkehrenden Umsatzerlösen und der GRC-Expansion mit dem Hinweisgebersystem INTEGRITY LINE erwarten wir eine Umsatzsteigerung um 22,0% auf 37,03 Mio. € in 2018, bzw. 18,0% auf 43,70 Mio. € in 2019 und weitere 18,0% auf 51,57 Mio. € in 2020.
- Ergebnisseitig gehen wir davon aus, dass ein Rückgang in den kommenden zwei Jahren und überproportional positive Entwicklungen in den Folgejahren stattfinden werden. Entsprechend prognostizieren wir, dass in 2018 ein EBITDA in Höhe von 1,73 Mio. € erzielt wird bei einer EBITDA-Marge von 4,7%. Auch 2019 sollte noch durch Investitionen geprägt sein und das Unternehmen sollte schätzungsweise 1,93 Mio. € EBITDA bei einer 4,4%igen EBITDA-Marge erzielen. Unseres Erachtens könnten in 2020 die Investitionen rückläufig sein und bereits eine deutliche EBITDA-Verbesserung auf 5,37 Mio. € bei einer 10,4% EBITDA-Marge erzielt werden.
- **Wir gehen davon aus, dass es sich bei den geplanten Investitionen um eine temporäre Ergebnisbelastung handelt, welche es dem Unternehmen jedoch langfristig ermöglichen wird, deutlich höhere Umsatzniveaus zu erreichen. Mit dem Rückgang der Investitionen, sollte die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells wieder deutlich werden und eine Rückkehr zu den historischen Margenniveaus könnte erreicht werden. Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir ein Kursziel von 85,40 € (bisher: 72,00 €) ermittelt und vergeben das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

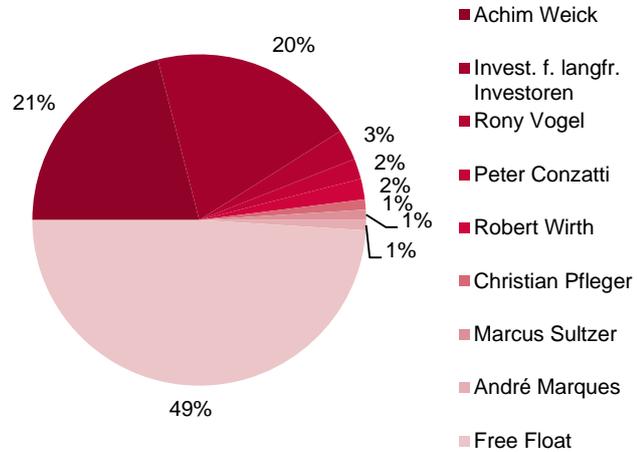
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Produktpalette und Unternehmensstrategie	4
Markt und Marktumfeld	6
Markt für Investor Relations	6
Markt für Governance, Risk & Compliance	7
Unternehmensentwicklung & Prognose	8
Kennzahlen im Überblick	8
Geschäftsentwicklung	9
Umsatzentwicklung 2017	9
Ergebnisentwicklung 2017	11
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2017	12
SWOT-Analyse	13
Prognose und Modellannahmen	14
Umsatzprognosen	14
Ergebnisprognosen	15
Bewertung	17
Modellannahmen	17
Bestimmung der Kapitalkosten	17
Bewertungsergebnis	17
DCF-Modell	18
Anhang	19

UNTERNEHMEN

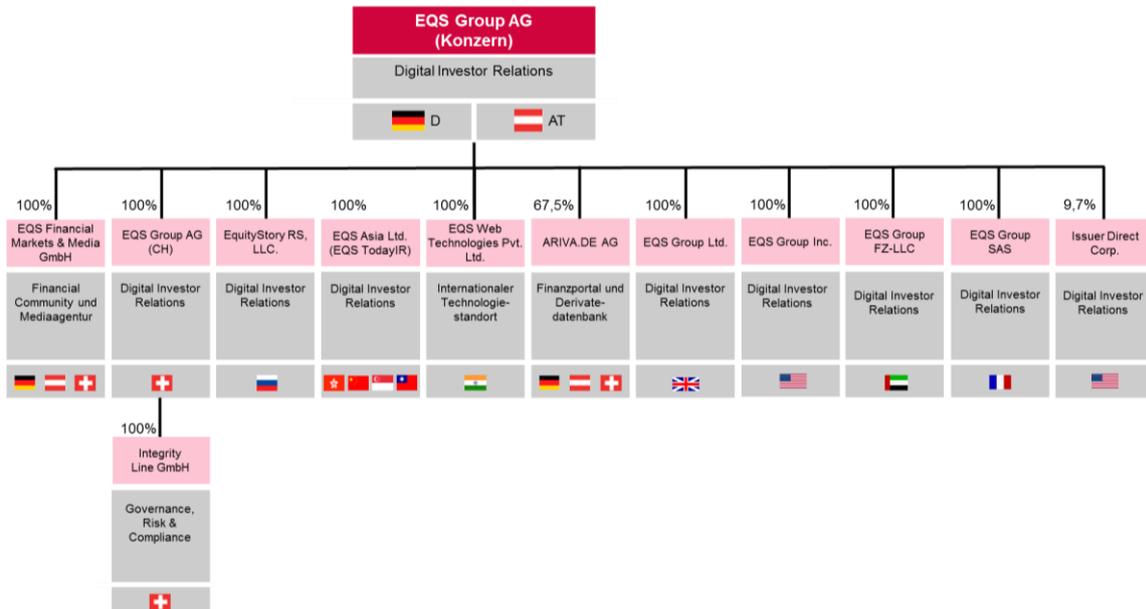
Aktionärsstruktur

Anteilseigener	in %
Achim Weick	21%
Invest. f. langfr. Investoren	20%
Rony Vogel	3%
Peter Conzatti	2%
Robert Wirth	2%
Christian Pflieger	1%
Marcus Sultzer	1%
André Marques	1%
Free Float	49%

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

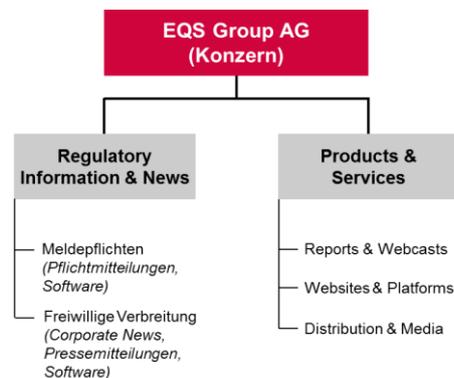


Konsolidierungskreis der EQS Group AG



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Produktpalette und Unternehmensstrategie

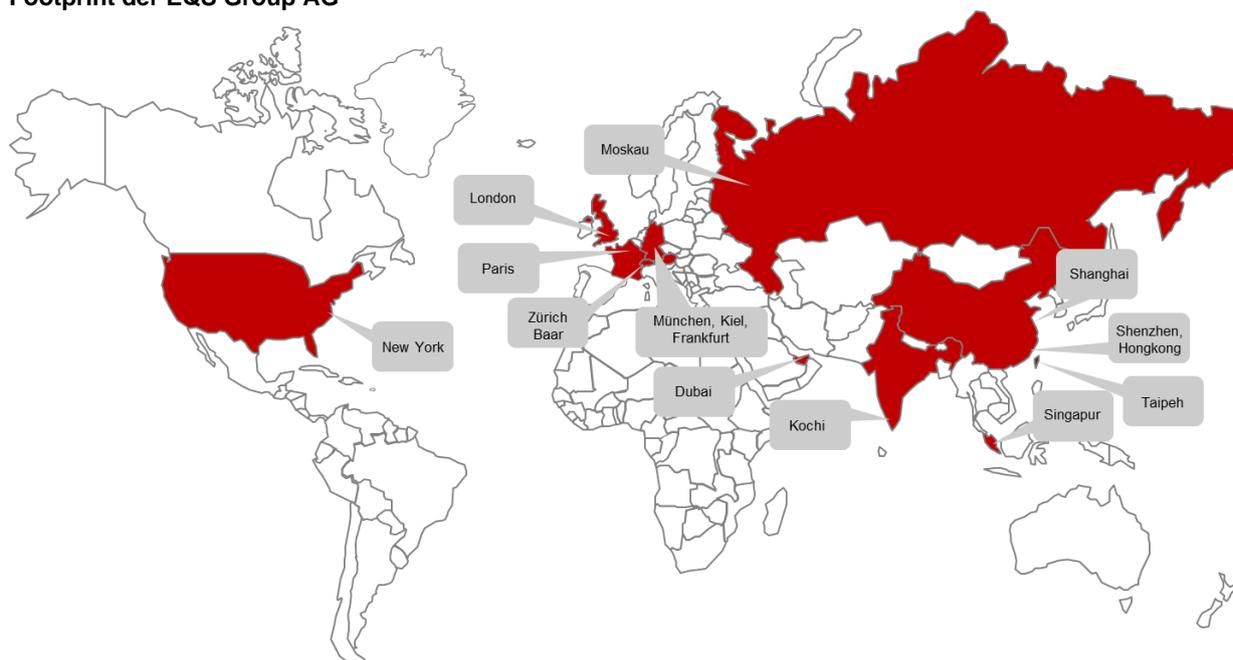


Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Die EQS Group AG (kurz: EQS) deckt über ihre Tochtergesellschaften alle wesentlichen Bereiche von Digital Investor Relations 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. Weiterhin ist das Unternehmen verstärkt im Bereich Compliance 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. Ende des Geschäftsjahres 2015 hat die EQS mit dem Erwerb der Tensid AG (Schweiz) zudem die Marktstellung in der Schweiz weiter ausgebaut. Darüber hinaus wurde der in London ansässige Anbieter für Digital Investor Relations, die Obsidian IR LTD (jetzt: EQS Group Ltd.), übernommen und damit der Markteintritt in UK umgesetzt.

Footprint der EQS Group AG



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Neben Russland, Schweiz und UK steht China als derzeit wichtigster internationaler 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.

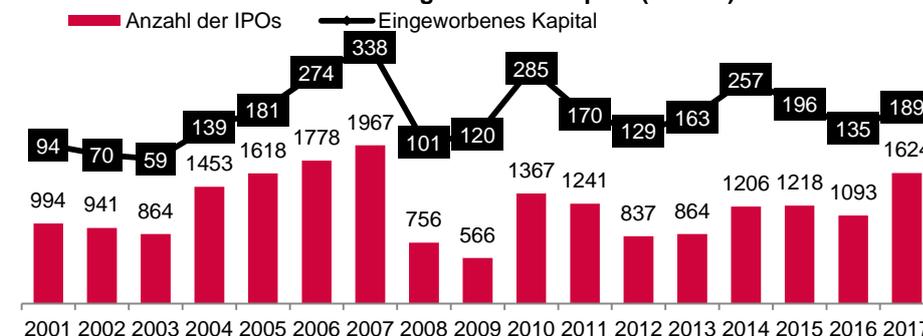
MARKT UND MARKTUMFELD

Gegenwärtig operiert die EQS Group noch primär in dem Marktumfeld für Investor Relations. Jedoch verzeichnet dieser Markt seit Jahren ein vergleichsweise geringes Wachstum von 2,6%. Entsprechend plant das Unternehmen nun die vorhandene Expertise auf das neue Geschäftsfeld der Governance, Risk & Compliance (GRC) zu übertragen. Im Vergleich zum Markt für Investor Relations, ist der Markt für GRC rund 5 Mal so groß und soll mit 12,7% pro Jahr wachsen.

Markt für Investor Relations

Der Markt für Investor Relations (IR) wird maßgeblich durch drei Faktoren beeinflusst. Zum einen die Anzahl der Unternehmen und deren finanzielle Ausstattung, zum anderen, die gesetzliche Regulierung zu Veröffentlichungspflichten und drittens die unternehmensinterne Planung zum Umfang der IR-Aktivitäten. Die unternehmenseigene IR-Planung steigt meist mit einer positiven Unternehmensentwicklung an, da die guten Nachrichten gerne kommuniziert werden. Das Marktumfeld ist aktuell äußerst attraktiv und so wurde von den deutschen ‚Wirtschaftsweisen‘ die Konjunkturprognose für 2018 leicht angehoben und es wird nun von einem Wachstum des Bruttoinlandsprodukts um 2,3% ausgegangen. Auch die USA versucht mit Senkung der Unternehmenssteuern das Wirtschaftswachstum noch weiter zu beschleunigen. Mit Verweis auf die kräftigere globale Wachstumsdynamik und den durch stetige Einkommenszuwächse gestärkten inländischen Konsum rechnen auch die Invesco-Analysten in Asien in 2018 mit einem stabilen BIP-Wachstum von rund 6%. Insgesamt ist das gesamtwirtschaftliche Umfeld als positiv zu sehen, was in der Regel bei Unternehmen zu erhöhten IR-Investitionen führt. Gleichsam erholen sich aktuell die globalen IPO Märkte wieder und 2017 könnte das erfolgreichste IPO-Jahr seit 2007 sein. Weiterhin ist die Pipeline für mögliche IPO Kandidaten prall gefüllt. Insgesamt sollte somit die Zahl der Marktteilnehmer, welche sich für IR-Aktivitäten interessieren deutlich steigen. Der globale IPO Markt kann zudem positive Rahmenbedingungen für sich beanspruchen mit einer weltweit geringen Volatilität, höhere Bewertungen und höheres Interesse an Cross-Border IPOs im Bereich USA, Hong Kong und London. Die starke Dynamik und die große Pipeline veranlasst EY zu der Annahme, dass der IPO Markt in 2018 eine noch höhere Wachstumsgeschwindigkeit vorlegen wird.

Globaler Markt für IPOs und das eingeworbene Kapital (in Mrd.)



Quelle: EY

So wurden in 2017 weltweit 1.624 IPOs durchgeführt und 189 Mrd. USD an Kapital eingeworben. Insbesondere die EMEA-Region konnte ein Wachstum von 50% bei der Anzahl der IPOs vorweisen und erhöhte das eingeworbene Kapital um 67%. Zu einem gewissen Umfang kann diese Trendentwicklung auch in Deutschland gesehen werden und im Jahr 2017 wurden 8 IPOs im Prime Standard platziert bei 2,8 Mrd. € eingeworben.

nem Kapital. EY rechnet aufgrund des guten Marktumfeldes mit 13 bis 18 deutschen IPOs für 2018, was die höchste jährliche Anzahl an Börsengängen seit den letzten 10 Jahren wäre.

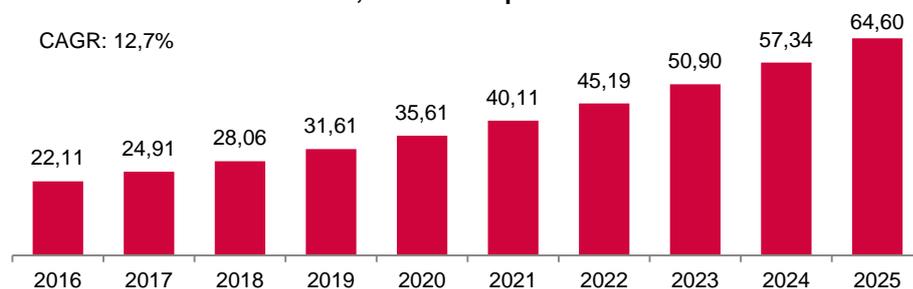
Aber auch das regulatorische Umfeld verschärft sich zunehmend und so steigen die Veröffentlichungspflichten und Transparenzrichtlinien zunehmend an. Mit der MAR (Marktmissbrauchsverordnung), PRIIPs Regulierung (Packaged Retail and Insurance-based Investment Products) und der MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive) kommen stetig neue Veröffentlichungspflichten auf Unternehmen zu.

Insgesamt entwickeln sich die drei wichtigsten Treiber für IR Aktivitäten deutlich positiv, in Deutschland, als auch Global. Hier sollte die EQS Group vornehmlich mit dem Stammgeschäft im Bereich IR profitieren.

Markt für Governance, Risk & Compliance

Trotz der zuletzt äußerst positiven Indikatoren für eine gute Entwicklung im IPO Markt, ist der IPO Markt dennoch in der Wachstumsdynamik limitiert. Weiterhin ist der Markt für Investor Relations wenig fragmentiert und einzelne große Player besetzen den Gesamtmarkt. Im Gegensatz hierzu ist der Governance, Risk & Compliance Markt deutlich größer und entwickelt sich dynamischer mit rund 12,7% Wachstum pro Jahr und einem erwarteten Marktvolumen in Höhe von 64,20 Mrd. € im Jahr 2025 (gemäß Grand View Research).

Globaler Markt für Governance, Risk & Compliance



Quelle: Grand View Research

Hintergrund dieser dynamischen Entwicklung sind eine Vielzahl an Faktoren. So spielt insbesondere die ansteigende Komplexität im Bereich Compliance, Regulierung und Risiko Management für Unternehmen eine maßgebliche Rolle. Darüber hinaus gibt es entscheidende Entwicklungen in den Bereichen Big Data, Cloud Computing und Internet of the Things und dessen Implementierung, die in Compliance- und Risikomanagementprozessen eine wichtige Rolle spielen und den Weg ebnen für eine stärkere Nutzung von digitalen GRC-Lösungen.

Der Bedarf an Compliance-Management ist beeinflusst durch die Einführung neuer Regulierungen und betrifft eine Vielzahl an Branchen. Häufig müssen private Unternehmen sowie öffentliche Organisationen auf externe Dienstleister zurückgreifen, um die Anonymitäts- und Datensicherheitsvorschriften erfüllen zu können. Genau in diesem Bereich bietet EQS Group Lösungsmöglichkeiten an und kann so als externe Dienstleistung die Anonymität von beispielsweise Whistleblowern (Hinweisgeber) gewährleisten. Die EQS ist unseres Erachtens gegenwärtig in einem äußerst attraktiven Marktumfeld unterwegs. Der IR-Markt sollte in den kommenden Jahren wieder an Dynamik gewinnen und der Markt für GCR ist sehr dynamisch und bietet durch die hohe Fragmentierung eine leichte Einstiegsmöglichkeit. Hier könnte die EQS durch technisch gute Lösungen schnell Marktanteile gewinnen.

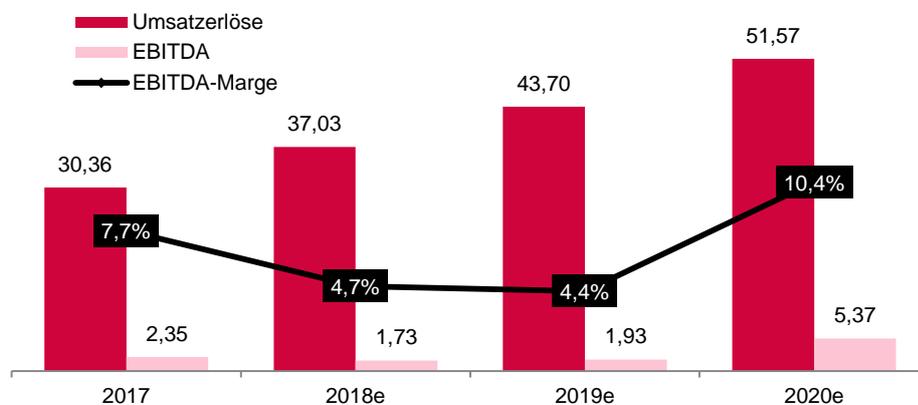
UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020
Umsatzerlöse	26,06	30,36	37,03	43,70	51,57
aktivierte Eigenleistungen	0,40	2,37	2,80	2,30	1,50
Gesamtleistung	26,46	32,72	39,83	46,00	53,07
Sonstige betriebliche Erträge	0,48	0,34	0,00	0,00	0,00
Materialaufwand	-4,14	-5,72	-6,60	-8,20	-9,70
Rohrertrag	22,79	27,35	33,23	37,80	43,37
Personalaufwand	-12,90	-17,00	-22,50	-25,88	-27,00
Abschreibungen	-1,51	-2,00	-2,80	-3,40	-3,80
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-5,72	-8,00	-9,00	-10,00	-11,00
EBIT	2,66	0,35	-1,07	-1,48	1,57
Ergebnis aus assoziierten UN	-0,74	0,00	0,00	0,00	0,00
Zinserträge	0,11	0,02	0,02	0,00	0,00
Zinsaufwand	-0,13	-0,16	-0,16	-0,15	-0,15
Sonstige finanzielle Aufwendungen	-0,14	-0,82	0,00	0,00	0,00
Ergebnis aus Aufgabe GB	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige finanzielle Erträge	0,00	0,66	0,00	0,00	0,00
Erträge aus Beteiligungen	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00
Gewinn vor Steuern	1,78	0,06	-1,21	-1,63	3,48
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-0,96	-0,63	-0,60	-0,53	-1,39
Ergebnis nach Steuer	0,81	-0,57	-1,81	-2,16	2,09
Gewinnanteile Fremder	-0,30	0,06	0,05	-0,05	-0,10
Jahresüberschuss/-Fehlbetrag	0,52	-0,52	-1,76	-2,21	1,99
EBITDA	4,17	2,35	1,73	1,93	5,37
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>16,0%</i>	<i>7,7%</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,4%</i>	<i>10,4%</i>
EBIT	2,66	0,346	-1,07	-1,48	1,57
<i>EBIT-Marge</i>	<i>0,10</i>	<i>1,1%</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>3,0%</i>
Jahresüberschuss	0,52	-0,52	-1,8	-2,21	1,99
EPS in EUR	0,39	-0,36	-1,22	-1,54	1,39
EV / EBITDA	23,38	43,73	59,27	53,39	19,15

Quelle: GBC AG

Prognose der Umsatzerlöse (in Mio. €), des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Geschäftsentwicklung

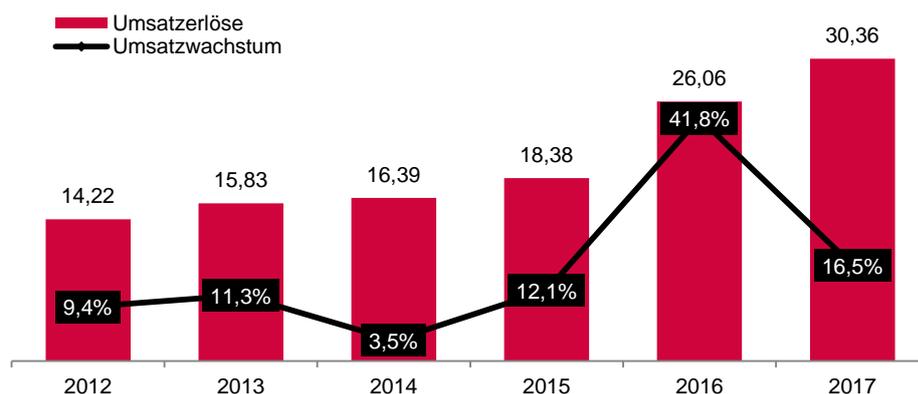
GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017
Umsatzerlöse	18,38	26,06	30,36
EBITDA	3,22	4,17	2,35
EBITDA-Marge	17,5%	16,0%	7,7%
EBIT	2,36	2,66	0,35
EBIT-Marge	12,9%	10,2%	1,1%
Non-IFRS-EBIT	2,98	3,28	1,11
Non-IFRS-EBIT-Marge	16,2%	12,6%	3,7%
Jahresüberschuss	1,12	0,51	-0,52
EPS in €	0,95	0,39	-0,36

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2017

Die Konzernumsätze der EQS Group AG (EQS) legten im Geschäftsjahr 2017 um 16,5% zu und erhöhten sich auf 30,35 Mio. € (VJ: 26,06 Mio. €). Somit wurde die ambitionierte unternehmenseigene Prognose von 20% bis 25% Wachstum auf 31,20 Mio. € bis 32,50 Mio. € nahezu erfüllt.

Umsatzentwicklung (in Mio. €) und Umsatzwachstum (in %)



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Maßgeblich beeinflusst wurden die Umsatzerlöse durch die Beteiligung ARIVA.DE AG, welche zum 01.07.2016 (67,5%) mehrheitlich übernommen wurde. ARIVA.DE hat entsprechend zeitanteilig 4,75 Mio. € in 2016 beigetragen und 7,36 Mio. € in 2017. Nach einer Bereinigung der Basiseffekte, gingen die Umsatzerlöse der ARIVA.DE jedoch auf Jahresbasis um 1% zurück. Hintergrund dieser Entwicklung waren hohe Projektumsätze in 2016 und ein stärkerer Fokus auf die Softwareentwicklung. Exklusive der Umsätze der ARIVA.DE hätte die EQS Group AG ein Umsatzwachstum von 7,9% auf rund 23,00 Mio. € (VJ: 21,31 Mio. €) erzielt.

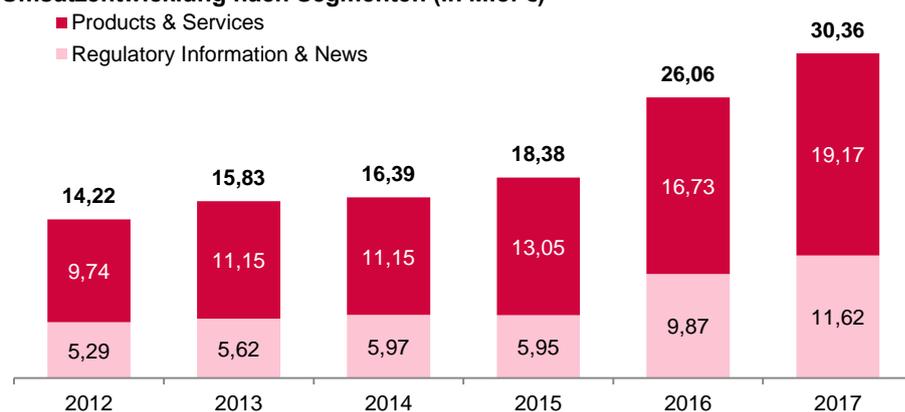
Hintergrund des dynamischen Umsatzwachstums war weiterhin das Zusammenspiel der drei Megatrends Regulierung, Digitalisierung und Globalisierung. Insbesondere die regulatorischen Änderungen konnten von der EQS erfolgreich genutzt werden, um die Umsätze zu steigern. So trat im Juli 2016 die Marktmissbrauchsverordnung (MAR) in Kraft und erhöhte die Publizitätspflichten für gelistete Unternehmen. Dies spiegelt sich auch im deutlich angestiegenen Nachrichtenvolumen der EQS wider, welches sich um rund 9% auf 20,971 erhöhte. Dieser positive Effekt wurde insbesondere durch Ad-hoc-Meldungen verursacht, also Pflichtmitteilungen von Emittenten.

Neben dem höheren Meldevolumen konnte die EQS Group auch den INSIDER MANAGER erfolgreich am Markt positionieren. Durch die MAR müssen börsennotierte Unter-

nehmen eine sogenannte Insiderliste führen, jedoch ist diese Aufgabe an eine Vielzahl von Anforderungen gebunden. So müssen Auf- und Abgänge zeitlich chronisch erfasst werden und die Insider müssen zeitnah informiert werden. Zudem müssen Insider auch projektbezogen, beispielsweise für die Erstellung des Jahresabschlusses, kategorisiert werden. Somit wäre eine klassische Excel-Lösung möglich, jedoch sehr aufwendig und auch das Nachhalten der Veränderungen könnte sich als schwierig erweisen. Diese Herausforderung hatte die EQS Group bereits vor dem Inkrafttreten der MAR erkannt und mit dem INSIDER MANAGER eine cloudbasierte Lösung angeboten, welche automatisch die möglichen Insider informiert. Der INSIDER MANAGER konnte sehr gut am Markt etabliert werden und bereits mehr als 500 Unternehmen in Europa nutzen diese Lösung.

Der INSIDER MANAGER zeigt beispielhaft wie die EQS von den genannten Megatrends Regulierung, Digitalisierung und Globalisierung profitieren kann. Durch regulatorische Änderungen kamen erhöhte Anforderungen auf Unternehmen zu, welche mit bestehenden digitalen Lösungen kaum abdeckbar waren. Gleichzeitig ist die MAR eine europäische Richtlinie, welche somit alle Staaten in der EU betrifft. Vergleichbare Entwicklungen sind durch die Regulierungsanpassungen im Bereich MiFID II und PRIIP-Verordnung bereits ersichtlich.

Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Segmentseitig erhöhte sich das Regulatory Information & News (RI&N) um 17,7% auf 11,62 Mio. € (VJ: 9,87 Mio. €). Das Segment profitierte, wie bereits beschrieben, von der MAR und den erhöhten Veröffentlichungspflichten im Bereich Ad-hoc sowie Managers' Transactions (auch bekannt als Directors' Dealings). Gleichsam spiegelt sich hier auch der Erfolg des INSIDER MANAGERS wider.

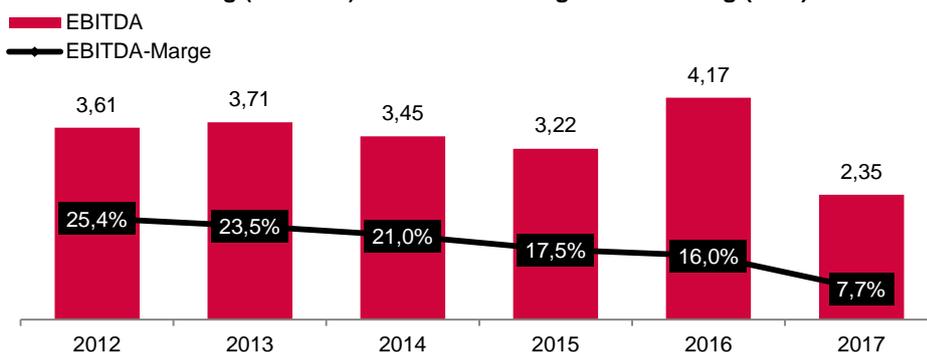
Das Segment Products & Services entwickelte sich noch dynamischer und steigerte sich um 14,6% auf 19,17 Mio. € (VJ: 16,73 Mio. €). Neben einer sehr guten Steigerung der Umsätze im Bereich Reports & Webcasts, war vor allem ARIVA.DE maßgeblich an der Umsatzsteigerung beteiligt. Durch ARIVA.DE wurden die Umsätze (zum Teil Basiseffekte) vornehmlich im Bereich Websites & Platforms sowie im Bereich der Werbeumsätze im Portalbereich signifikant erhöht.

Insgesamt zeigt sich, dass die EQS Group im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 die Megatrends Regulierung, Digitalisierung und Globalisierung erfolgreich nutzen konnte, um sich umsatzseitig zu verbessern. Die begonnene Fokussierung auf das strategische Geschäftsfeld Governance, Risk & Compliance steht noch in den Anfängen und hat noch keinen signifikanten Effekt auf die Umsatzentwicklung. Diese strategische Expansion sollte jedoch in den kommenden Jahren mehr in den Vordergrund treten.

Ergebnisentwicklung 2017

Ergebnisseitig verzeichnete die EQS Group einen EBITDA-Rückgang auf 2,35 Mio. € (VJ: 4,17 Mio. €), was einer EBITDA-Marge von 7,7% entspricht (VJ: 16,0%). Hintergrund dieser Entwicklung ist die neue strategische Ausrichtung, welche eine verstärkte Expansion in den Markt für Governance, Regulation & Compliance (GRC) vorsieht. Um den GRC-Markt erfolgreich erschließen zu können, müssen signifikante Investitionen in Software und Personal getätigt werden. Dennoch ist hier das Risiko überschaubar, da ein großer Anteil der Ergebnisse aus wiederkehrenden Erlösen besteht.

EBITDA-Entwicklung (in Mio. €) und EBITDA-Margenentwicklung (in %)



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Primär soll die EQS Plattform COCKPIT, welche den hauptsächlichen Kundenzugangspunkt darstellt, ausgebaut werden, was laut Unternehmensaussage, die größte Investitionsoffensive der Unternehmensgeschichte darstellt. Insgesamt sollen bis 2020 Investitionen von rund 8 Mio. € in das Cloud-Geschäft getätigt werden. Hier sind Ausbauten im Bereich Entwicklungskompetenz notwendig und bereits bis Ende 2017 wurden 68 neue Mitarbeiter und davon 35 Software-Entwickler eingestellt.

Gegenläufig zu den Investitionen wirkten sich die aktivierten Eigenleistungen ergebniserhöhend aus, welche sich in 2017 auf 2,37 Mio. € beliefen (VJ: 0,40 Mio. €). Hier enthalten sind auch die Software-Lösungen der ARIVA.DE, welche auf die Regulierung der PRIIP-Verordnung ausgerichtet ist. Darüber hinaus wurde auch die LEI-Vergabeplattform entwickelt, welche die EQS zu einer akkreditierten LEI-Vergabestelle befähigt.

Die getätigten Investitionen in die Produktentwicklung und die Infrastrukturentwicklungen wirkten sich in beiden Segmenten deutlich ergebnismindernd aus. So reduzierte sich das EBITDA im Segment RI&N auf 1,62 Mio. € (VJ: 2,14 Mio. €) und das Segment P&S verzeichnete ein EBITDA in Höhe von 0,73 Mio. € (VJ: 2,03 Mio. €).

Die Gesamtinvestitionen sollen sich auf rund 8 Mio. € bis 2020 belaufen. So wurden die ersten 2,10 Mio. € in 2017 investiert und weitere 2,8 Mio. € sollen in 2018 folgen. Somit würden etwa 3,1 Mio. € zwischen den Jahren 2019 und 2020 anfallen.

Unseres Erachtens ist der Wandel des Unternehmens von einem Dividententitel hin zu einem dynamischen Wachstumswert als äußerst positiv zu betrachten. Sofern die Strategie in den Markt der GRC erfolgreich verläuft, sollten die Aktionäre überproportional von diesem Wandel profitieren.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2017

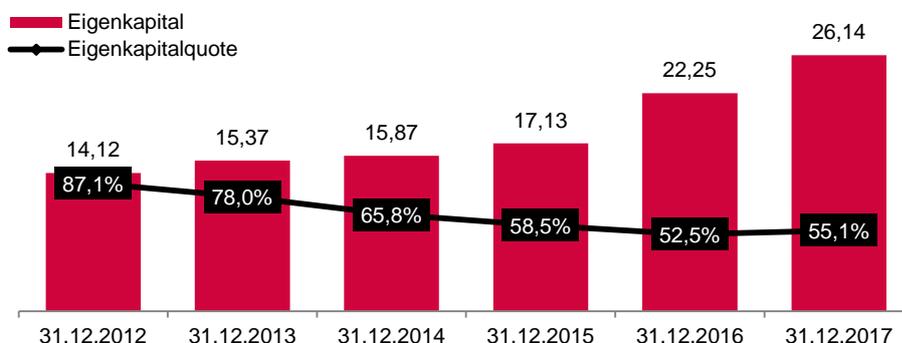
in Mio. €	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017
Eigenkapital	17,15	22,25	26,14
EK-Quote (in %)	57,6%	52,5%	56,6%
Operatives Anlagevermögen	7,30	12,67	13,67
Working Capital	-0,25	-0,86	0,21
Net Debt	1,04	0,37	-2,49
Cashflow (Operativ)	3,64	3,47	1,65
Cashflow (Investition)	-0,30	-2,93	-7,59
Cashflow (Finanzierung)	2,07	2,45	6,09

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Das bilanzielle Bild der EQS Group ist immer noch durch die guten operativen Cashflows und der guten Eigenkapitalquote geprägt. Insgesamt kam es zu einer deutlichen Bilanzverlängerung durch die Kapitalerhöhung in Höhe von 7,88 Mio. €. Somit stieg die Bilanzsumme um 11,9% auf 47,45 Mio. € an (VJ: 42,40 Mio. €). Mit der Kapitalerhöhung erhöhte sich auch das Eigenkapital um 16,4% auf 26,14 Mio. € (VJ: 22,25 Mio. €).

Die eingeworbenen Mittel wurden hauptsächlich für die Akquisition der Integrity Line GmbH (zum 01.01.2018) in der Schweiz genutzt. Die Integrity Line GmbH ist eine wichtige Akquisition für den neuen strategischen Bereich Governance, Regulation & Compliance (GRC). Die Integrity Line betreut interne Hinweisgebersysteme ähnlich dem SAFE CHANNEL von der EQS Group AG.

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Weiterhin erhöhten sich die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen im abgelaufenen Geschäftsjahr um 10,0% auf 4,30 Mio. € (VJ: 3,91 Mio. €). Im Vergleich zum Umsatz ist der Forderungsanstieg deutlich unterproportional, was entsprechend zu einer signifikanten Verbesserung der Umschlagshäufigkeit der Forderungen auf 7,06 führte (VJ: 6,67). Eine derartige Entwicklung konnte bereits im Vorjahreszeitraum beobachtet werden, damals wurden die Forderungszeiträume von ARIVA.DE noch weiter optimiert.

Der operative Cashflow reduzierte sich auf 1,65 Mio. € (VJ: 3,47 Mio. €). Hintergrund dieser Entwicklung ist vornehmlich der Rückgang des Konzernergebnisses auf -0,57 Mio. € (VJ: 0,81 Mio. €). Trotz des Rückgangs des operativen Cashflows kann das Unternehmen weiterhin einen hohen operativen Cashflow vorweisen, welcher sich aus einem hohen Anteil an wiederkehrenden Umsätzen und Erlösen zusammensetzt. Entsprechend ist das Unternehmen trotz der umfangreichen Investitionen weiterhin sehr konservativ aufgestellt.

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 ist weiterhin 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 50 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 Digital Investor Relations zu nutzen. • Der GRC-Markt bietet umfangreiche Wachstumsmöglichkeiten • Mit dem Erwerb von Obsidian IR und Tensid AG sollen Cross Selling- und Synergiepotenziale gehoben und gleichzeitig die regionale Abdeckung erweitert werden. 	<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. • Der Zugang zum GRC-Markt könnte sich schwieriger erweisen als geplant und weitere Investitionen können anfallen.

Prognose und Modellannahmen

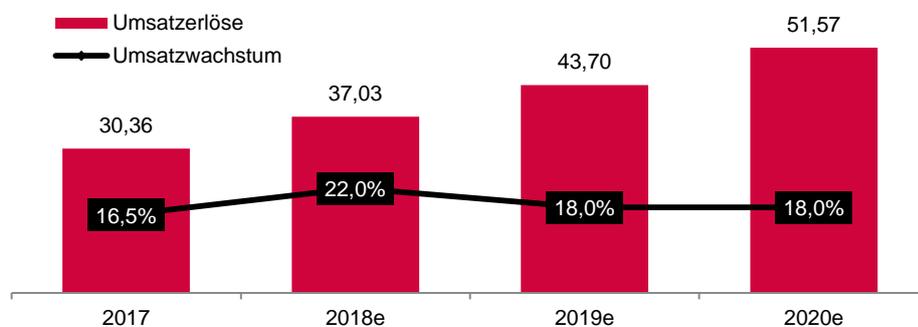
GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	30,36	37,03	43,70	51,57
EBITDA	2,35	1,73	1,92	5,37
EBITDA-Marge	7,7%	4,7%	4,4%	10,4%
EBIT	0,35	-1,07	-1,48	1,57
EBIT-Marge	1,1%	-2,9%	-3,4%	3,0%
Jahresüberschuss	-0,52	-1,76	-2,21	1,99

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzprognosen

Die Umsatzentwicklung der EQS Group AG sollte neben den Megatrends der Regulierung, Digitalisierung und Globalisierung maßgeblich durch die strategische Expansion in das Geschäftsfeld der GRC (Governance, Regulation & Compliance) geprägt sein. Einhergehend sollte diese Expansion mit einer dynamischen Umsatzentwicklung durch die Erschließung neuer Märkte und dem Upselling bei Bestandskunden. Entsprechend erwarten wir ein Umsatzwachstum von 22,0% auf 37,03 Mio. € (VJ: 30,36 Mio. €) für das Jahr 2018. Anschließend sollte die Wachstumsdynamik weiterhin auf einem hohen Niveau bleiben und unseres Erachtens sollte der Umsatz in 2019 um 18,0% auf 43,70 Mio. € bzw. um weitere 18,0% in 2020 auf 51,57 Mio. € ansteigen. Mit unserer Planung liegen wir im Rahmen der unternehmenseigenen Guidance in Höhe von 36,0 bis 37,6 Mio. € für 2018 und einem jährlichen Umsatzwachstum von 15,0 bis 20,0% zwischen den Jahren 2018 und 2022. Diese dynamischen Wachstumsziele entsprechen auch der Unternehmensvision, in der die EQS bis zum Jahr 2025 zu einem führenden europäischen Cloud-Anbieter für globale Investor Relations und Corporate Compliance Lösungen werden soll.

Prognose der Umsatzerlöse (in Mio. €) und des Umsatzwachstums (in %)



Quelle: GBC AG

Auch für die kommenden Jahre sind die hohen wiederkehrenden Umsatzerlöse des Unternehmens ein maßgeblicher Erfolgsfaktor. So sollte der in 2016 entwickelte INSIDER MANAGER auch in 2018 noch entscheidende Umsatzerlöse beisteuern und mit der Gewinnung von Neukunden noch höhere Umsatzniveaus erreichen. Weiterhin gehen wir davon aus, dass das neue Geschäftsfeld GRC mit der INTEGRITY LINE und LEI-Vergabestelle weitere Umsätze generiert. Insbesondere von der INTEGRITY LINE erwarten wir mittel- bis langfristig einen signifikanten Umsatzbeitrag, da die regulatorischen Rahmenbedingungen eine Whistleblower-Lösung ab 2018 in Frankreich (Sapin II) und Italien (3365-B) gesetzlich erforderlich machen. In Deutschland, weiterhin der wichtigste Markt für die EQS, ist eine derartige Lösung noch nicht verbindlich erforderlich. Jedoch wird dies im Rahmen des Deutschen Corporate Governance Index bereits empfohlen. Auf EU-Ebene existieren zudem bereits Gesetzesinitiativen zur europaweiten Regulierung bezüglich der verpflichtenden Einführung von Hinweisgebersystemen.

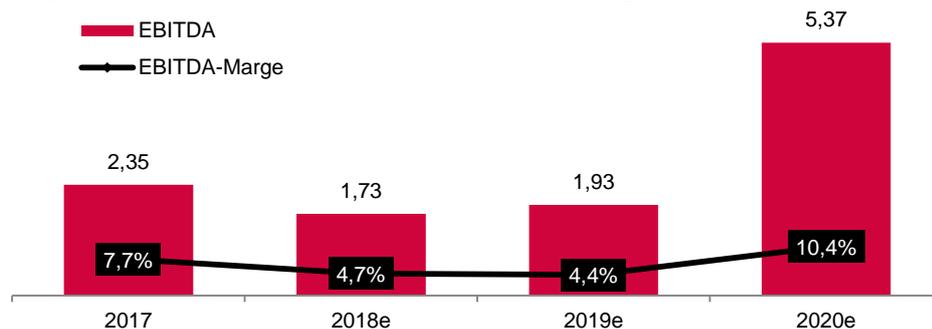
Darüber hinaus erwarten wir weitere Wachstumsimpulse mit der Einführung des neuen COCKPIT, welches das zentrale Kundenportal der EQS darstellt, und noch im Jahr 2018 vorgestellt werden soll.

Insgesamt profitiert der EQS weiterhin vom sehr guten Marktumfeld und geht mit dem neuen Geschäftsfeld GRC einen neuen großen Wachstumsmarkt an. Mit unserer gegenwärtigen Prognose liegen wir relativ zur unternehmenseigenen Guidance im Mittelfeld und daher sind unsere Schätzungen eher als konservativ anzusehen.

Ergebnisprognosen

Die Ergebnisentwicklung der EQS Group sollte über die kommenden Jahre deutlich durch Investitionen geprägt sein, um die Expansion in das neue strategische Geschäftsfeld GRC erfolgreich durchzuführen. Insgesamt sollten bis 2020 8 Mio. € investiert werden. Hiervon sind bereits rund 2,10 Mio. € in 2017 angefallen und weitere 2,80 Mio. € sollen in 2018 investiert werden. Entsprechend würden etwa weitere 3 Mio. € in 2019 und 2020 investiert werden. Eine konkrete Aussage bezüglich der genauen Allokation der 3 Mio. € für die beiden Jahre wurde noch nicht getroffen. Ziel ist es, auf die aktuellen Bedürfnisse reagieren zu können.

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



Quelle: GBC AG

Gegenläufig zu den Investitionen sollten die aktivierten Eigenleistungen sich ergebniserhöhend auswirken. Unseres Erachtens sollte die Entwicklung der neuen Version des COCKPIT und der Ausbau der INTEGRITY LINE noch weitere Entwicklungsressourcen in Anspruch nehmen, welche anschließend bilanziell aktiviert werden. Durch diese höheren Entwicklungstätigkeiten gehen wir davon aus, dass 2,80 Mio. € aktivierte Eigenleistungen in 2018 verbucht werden und diese anschließend sich wieder rückläufig entwickeln werden. Folglich erwarten wir 2,30 Mio. € in 2019, bzw. 1,5 Mio. € in 2020.

Im Zuge der weiteren Software-Entwicklungen sollte auch der Materialaufwand, welcher sich vornehmlich aus angeheuerten Freelancern zusammensetzt, über die kommenden Jahre ansteigen. Gleiches gilt auch für die Personalkosten. Die EQS Group kündigte bereits eine deutliche Aufstockung der Software-Entwickler an. Somit erwarten wir einen Anstieg der Materialkosten auf 6,60 Mio. € in 2018, 8,22 Mio. € in 2019 und 9,69 Mio. € in 2020. Analog hierzu sollten die Personalkosten noch deutlicher ansteigen auf 22,50 Mio. € in 2018, 25,88 Mio. € in 2019 und 27,00 Mio. € in 2020. Im Rahmen des Personalausbaus und der Investitionen gehen wir von einem sukzessiven Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (SBA) aus. Wir erwarten, dass die SBA auf 9,00 Mio. € in 2018 ansteigen und sich auf 10,00 in 2019, bzw. 11,00 Mio. € in 2020 erhöhen werden.

Mit den höheren aktivierten Eigenleistungen sollten auch die Abschreibungen ansteigen. Wir gehen davon aus, dass sich diese auf 2,80 Mio. € in 2018 belaufen werden, bzw. 3,40 Mio. € in 2019 und 3,80 Mio. € in 2020.

Durch die Investitionen sollte das Ergebnisniveau mittelfristig zunächst rückläufig sein. Unsere EBITDA-Prognose für 2018 liegt bei 1,73 Mio. € und 1,91 Mio. € in 2019. Durch die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells und die rückläufigen Investitionen, sollte in 2020 bereits ein EBITDA in Höhe von 5,37 Mio. € erzielt werden können. Mit unseren Schätzungen für 2018 liegen wir im Rahmen der Unternehmensguidance, welche für 2018 bei 1,50 bis 2,10 Mio. € EBITDA liegt.

Wir gehen davon aus, dass es sich bei den geplanten Investitionen um eine temporäre Ergebnisbelastung handelt, welche es dem Unternehmen jedoch langfristig ermöglichen wird, deutlich höhere Umsatzniveaus zu erreichen. Mit dem Rückgang der Investitionen sollte die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells wieder deutlich werden und eine Rückkehr zu den historischen Margenniveaus von über 25,0% EBIT-Marge möglich sein.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die EQS Group AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2018, 2019 und 2020 in Phase 1, erfolgt von 2021 bis 2025 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 11,0 % und eine lineare jährliche Steigerung der EBITDA-Marge um 2,5%. Die Steuerquote haben wir mit 35,0% 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 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.

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: 1,25%).**

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

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

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,81 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 95 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,46 % (bisher: 8,46 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,46 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018 entspricht als Kursziel 85,40 € (bisher: 72,00 €).

DCF-Modell

EQS Group AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	11,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	25,0%	ewige EBITA - Marge	20,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	16,1%	effektive Steuerquote im Endwert	32,0%
Working Capital zu Umsatz	1,3%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency					final End- wert	
	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 14e		GJ 25e
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	37,03	43,70	51,57	57,24	63,53	70,51	78,27	86,87	
US Veränderung	22,0%	18,0%	18,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,55	2,91	3,22	3,22	3,48	3,76	4,06	4,40	
EBITDA	1,73	1,92	5,37	8,30	10,80	13,75	17,22	21,28	
EBITDA-Marge	4,7%	4,4%	10,4%	14,5%	17,0%	19,5%	22,0%	24,5%	
EBITA	-1,07	-1,48	1,57	5,73	7,95	10,82	14,21	18,19	20,9%
EBITA-Marge	-2,9%	-3,4%	3,0%	10,0%	12,5%	15,3%	18,2%	20,9%	
Steuern auf EBITA	-0,53	-0,48	-0,55	-2,01	-2,78	-3,79	-4,97	-6,37	
zu EBITA	-49,7%	-32,8%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	32,0%
EBI (NOPLAT)	-1,60	-1,96	1,02	3,73	5,17	7,03	9,23	11,83	
Kapitalrendite	-11,5%	-13,7%	6,8%	22,6%	27,9%	36,8%	46,9%	58,3%	60,4%
Working Capital (WC)	-0,20	0,00	0,50	0,74	0,83	0,92	1,02	1,13	
WC zu Umsatz	-0,5%	0,0%	1,0%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	
Investitionen in WC	0,41	-0,20	-0,50	-0,24	-0,08	-0,09	-0,10	-0,11	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	14,50	15,00	16,00	17,76	18,26	18,76	19,26	19,76	
AFA auf OAV	-2,80	-3,40	-3,80	-2,57	-2,85	-2,93	-3,01	-3,09	
AFA zu OAV	19,3%	22,7%	23,8%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	
Investitionen in OAV	-3,63	-3,90	-4,80	-4,33	-3,35	-3,43	-3,51	-3,59	
Investiertes Kapital	14,30	15,00	16,50	18,50	19,09	19,68	20,28	20,89	
EBITDA	1,73	1,92	5,37	8,30	10,80	13,75	17,22	21,28	
Steuern auf EBITA	-0,53	-0,48	-0,55	-2,01	-2,78	-3,79	-4,97	-6,37	
Investitionen gesamt	-3,50	-4,10	-5,30	-4,57	-3,43	-3,52	-3,61	-3,70	
Investitionen in OAV	-3,63	-3,90	-4,80	-4,33	-3,35	-3,43	-3,51	-3,59	
Investitionen in WC	0,41	-0,20	-0,50	-0,24	-0,08	-0,09	-0,10	-0,11	
Investitionen in Goodwill	-0,29	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-2,30	-2,66	-0,48	1,72	4,59	6,44	8,63	11,21	188,70

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	124,58	137,78
Barwert expliziter FCFs	17,74	21,90
Barwert des Continuing Value	106,84	115,88
Nettoschulden (Net debt)	-0,05	2,76
Wert des Eigenkapitals	124,63	135,02
Fremde Gewinnanteile	-2,08	-2,25
Wert des Aktienkapitals	122,55	132,77
Ausstehende Aktien in Mio.	1,43	1,43
Fairer Wert der Aktie in EUR	85,40	92,53

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,38
Eigenkapitalkosten	8,8%
Zielgewichtung	95,0%
Fremdkapitalkosten	2,5%
Zielgewichtung	5,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,5%

Kapitalrendite	WACC				
	7,9%	8,2%	8,5%	8,8%	9,1%
59,9%	95,54	89,87	84,76	80,14	75,94
60,2%	95,90	90,21	85,08	80,44	76,22
60,4%	96,27	90,55	85,40	80,74	76,50
60,7%	96,63	90,89	85,72	81,04	76,78
60,9%	97,00	91,23	86,04	81,33	77,06

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,7,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem 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 Studienstellung 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), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellv. Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & 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