



Researchstudie (Anno)

EQS Group AG



Die Investitionen zahlen sich aus und das Unternehmen wächst sehr dynamisch. Durch Skalierbarkeit sollte es zukünftig zu deutlichen Ergebnisverbesserungen kommen.

Kursziel: 94,60 € (bisher: 91,70 €)

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

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 24.04.2019 (19:10 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 25.04.2019 (11:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2019

EQS Group AG *5a;7;11

Rating: Kaufen
Kursziel: 94,60 €
(bisher: 91,70 €)

aktueller Kurs: 70,00 €
24.04.2019 / ETR 17:36
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005494165
WKN: 549416
Börsenkürzel: EQS
Aktienanzahl³: 1,44
Marketcap³: 100,45
EnterpriseValue³: 106,98
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

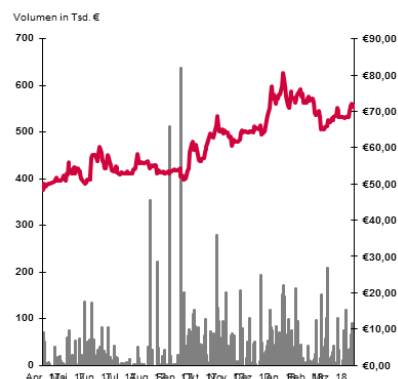
Fokus: Corporate Compliance und Investor Relations

Mitarbeiter: 447 Stand: 31.12.2018

Gründung: 2000

Firmensitz: München

Vorstand: Achim Weick, Christian Pflieger, André Marques, Marcus Sultzer



Die EQS Group ist ein führender internationaler Technologieanbieter für Compliance und Investor Relations. Mehrere tausend Unternehmen weltweit erfüllen mit der EQS Group komplexe nationale und internationale Publizitätspflichten, minimieren Risiken und sprechen Stakeholder gezielt an. EQS Group ist ein digitaler Komplettanbieter: Zu den Produkten und Services gehören ein globales Newswire, ein Meldepflichtenservice, Investor Targeting und Kontaktmanagement, sowie eine Insiderlistenverwaltung. Diese sind in der cloudbasierten Plattform EQS COCKPIT gebündelt, um die Arbeitsprozesse von Investor Relations-, Kommunikations- und Compliance-Verantwortlichen zu optimieren. Darüber hinaus bietet EQS Group eine innovative Whistleblowing- und Case-Management-Software, IR- Webseiten, digitale Berichte und Webcasts an. Die EQS Group wurde im Jahr 2000 in München gegründet. Heute ist der Konzern mit mehr als 450 Mitarbeitern in den wichtigsten Finanzmetropolen der Welt vertreten.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2018	31.12.2019	30.12.2020	30.12.2021
Umsatz	36,21	41,60	48,88	58,17
EBITDA	0,30	4,01	7,34	12,79
EBIT	-2,06	-0,81	2,33	7,58
Jahresüberschuss	0,79	-1,25	1,40	5,08

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,55	-0,87	0,97	3,54
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	2,95	2,57	2,19	1,84
EV/EBITDA	355,25	26,70	14,58	8,37
EV/EBIT	neg.	neg.	45,84	14,11
KGV	126,96	neg.	71,91	19,79
KBV	3,55			

Finanztermine

17.05.2019: Hauptversammlung
17.05.2019: Veröffentlichung Q1-Bericht
16.08.2019: Veröffentlichung HJ-Bericht
15.11.2019: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
03.12.2018: RS / 91,70 / KAUFEN
24.08.2018: RS / 92,00 / KAUFEN
07.06.2018: RS / 92,50 / KAUFEN
24.04.2018: RS / 85,40 / KAUFEN
27.11.2018: RS / 72,00 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- In 2018 konnten die Umsatzerlöse um 19,3% auf 36,21 Mio. € (VJ: 30,36 Mio. €) gesteigert werden. Zu dem organischen Wachstum von 13,7% steuerte die Integrity Line 1,68 Mio. € bei. Insgesamt wurde die Wachstumsstrategie weiter erfolgreich umgesetzt, insbesondere getrieben durch das Segment Compliance, welches um 48,8% auf 18,50 Mio. € (VJ: 12,69 Mio. €) anstieg.
- Investitionsbedingt reduzierte sich das EBITDA auf 0,30 Mio. € (VJ: 2,36 Mio. €) und lag im Rahmen der Guidance bzw. der Markterwartungen. Das Jahr 2018 stellte den Höhepunkt der Investitionen dar und zukünftig sollte es zu deutlich höheren Ergebnissen kommen. Insgesamt sollen bis 2020 rund 9 Mio. € investiert werden. Hiervon sind noch 3,4 Mio. € für die kommenden zwei Geschäftsjahre vorgesehen. Durch größtenteils cashneutrale Entwicklungen im Finanzergebnis und durch Aktivierung latenter Steuern wurde final ein Konzernergebnis in Höhe von 0,81 Mio. € erzielt (VJ: -0,57 Mio. €). Hintergrund dieser Entwicklung waren insbesondere die Andienung einer Put-Option auf den Kauf von ARIVA-Anteilen durch die ehemaligen Eigentümer.
- Die EQS Vision für 2025 ist es der führende Cloudanbieter für globale Investor Relations- und Corporate Compliance-Lösungen in Europa zu sein. Somit sind ambitionierte Wachstumsziele für das In- und Ausland gesetzt. Die besten Wachstumschancen sieht das Unternehmen insbesondere in Europa, da hier einheitliche Transparenzrichtlinien entwickelt werden. Für das laufende Geschäftsjahr 2019 gehen wir von einem Umsatzwachstum von 14,9% auf 41,60 Mio. € aus, sprich eher am unteren Ende der Guidance (Guidance: 41,5 bis 43,5 Mio. €). Der Grund, weshalb wir aktuell das untere Ende der Guidance erwarten, liegt an der Zahl der IPOs begründet. Aktuell ist der deutsche Börsenmarkt eher verhalten und IPOs sind im Segment IR ein wichtiger Umsatztreiber für die EQS. Zudem erwarten wir, dass im Jahr 2019 vornehmlich die Kundenakquise im Vordergrund steht, um eine breite Kundenbasis für den neuen Policy Manager (H2 2019) und das Cockpit 2.0 aufzubauen. Wir gehen davon aus, dass eine stärkere Monetisierung und entsprechende Umsatzsteigerungen insbesondere in den Jahren 2020 und 2021 zu sehen sind.
- Ergebnisseitig ist eine EBITDA-Guidance von 1,0 bis 2,0 Mio. € für 2019 ausgegeben worden. Anschließend sollte im Zuge der auslaufenden Investitionsoffensive und des skalierbaren Geschäftsmodells die EBITDA-Marge sukzessive ansteigen und im Jahr 2025 mindestens 25% erreichen. Die aktuelle Guidance beinhaltet noch nicht die Veränderungen durch IFRS 16. Somit müsste die aktuelle Guidance nach IFRS 16 einem EBITDA von 3,41 – 4,41 Mio. € entsprechen. Zudem sollte auch die geplante EBITDA-Marge von mindestens 25% im Jahr 2025, gemäß IFRS 16, deutlich höher liegen. Wir gehen davon aus, dass das EBITDA sich auf 4,01 Mio. € im Geschäftsjahr 2019 belaufen wird, bzw. auf 7,34 Mio. € im Jahr 2020 und 14,27 Mio. € im Jahr 2021 (jeweils gemäß IFRS 16).
- **Insgesamt gehen wir von einer sukzessiven Verbesserung der Ergebnisse aus, da nun die Schlussphase der Investitionen erreicht wurde. Parallel hierzu sollte mit der Vermarktung der neuen Produkte der Umsatz steigen und durch die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells gehen wir von einer stetigen Margenverbesserung aus. Vor dem Hintergrund der erfolgreichen Umsetzung der Wachstumsstrategie und des höheren Prognoselevels erhöhen wir unser Kursziel auf 94,60 € (bisher: 91,70 €) und vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

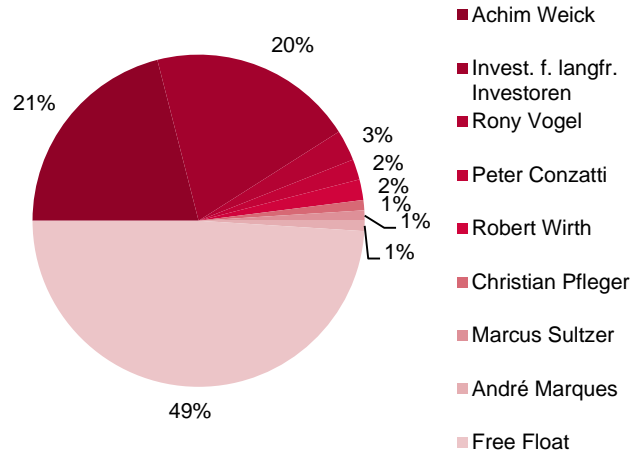
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur.....	4
Konsolidierungskreis der EQS Group AG	4
Produktpalette und Unternehmensstrategie.....	4
Markt und Marktumfeld	6
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	8
Kennzahlen im Überblick	8
Geschäftsentwicklung 2018	9
Umsatzentwicklung	9
Ergebnisentwicklung	10
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2018	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

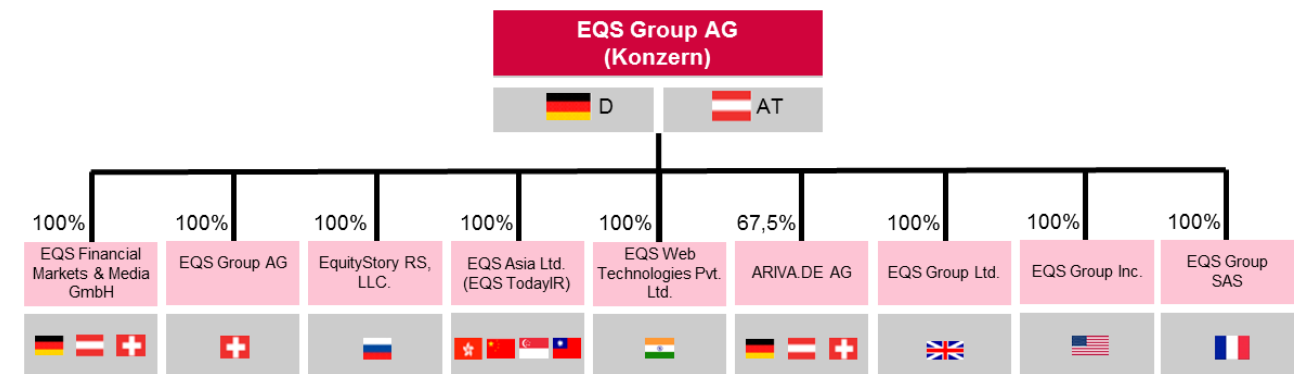
Aktionärsstruktur

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

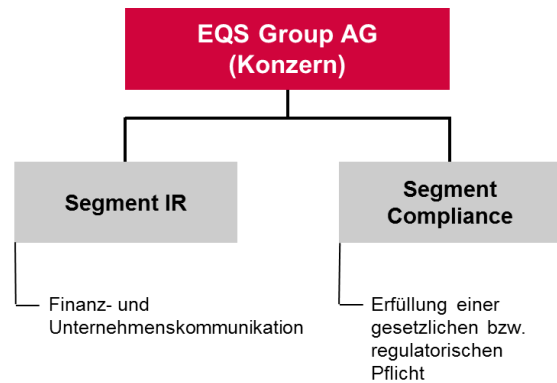


Konsolidierungskreis der EQS Group AG



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Produktpalette und Unternehmensstrategie



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Die EQS-Group fokussiert sich auf die Märkte Investor Relations (IR) und Compliance. Dementsprechend wurde auch die Segmentierung geändert, entsprechend weist das Unternehmen nun das Segment IR und das Segment Compliance aus. Im Segment Compliance sind alle Produkte zur Erfüllung entsprechender gesetzlicher bzw. regulatorischer Pflichten. Dies beinhaltet die Meldepflichten im Nachrichtsbereich (Disclosure), die Einreichung beim Bundesanzeiger (Filing) und die neuen Produkte Insider Manager, Integrity Line, LEI sowie die ARIVA Workflows. Das Segment Investor Relations beinhaltet die Produkte im Bereich Finanz- und Unternehmenskommunikation. Diese sind insbesondere News, Websites, Portals, Webcasts und Media sowie die neuen COCKPIT Module Investors und CRM.

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



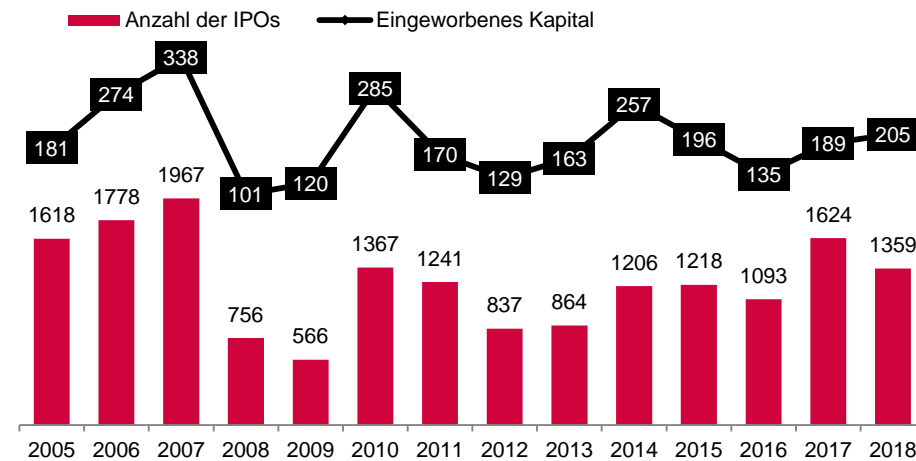
Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Die EQS-Group ist weltweit an allen wichtigen Börsenplätzen vertreten, plant aber im Rahmen der Wachstumsstrategie im Bereich Compliance insbesondere in Europa weiter zu wachsen. EQS sieht aktuell das größte Wachstumspotenzial in Europa. Die Zunahme EU-weiter Regulierungen sollte zu einer starken Vereinheitlichung der Transparenzanforderungen führen. Zudem gibt es noch keinen paneuropäischen Anbieter in diesem Bereich. Zudem gelingt es den US-amerikanischen Marktteilnehmern bisher nicht, ihre Produkte in Europa vollumfänglich anzubieten.

MARKT UND MARKTUMFELD

Die EQS Group war historisch in dem Investor Relations Markt (IR) aktiv. Seit 2016 versucht das Unternehmen zudem zunehmend in dem Markt Governance, Risk & Compliance (GRC) zu partizipieren. Im Gegensatz zum IR-Markt ist der GRC-Markt deutlich größer und entwickelt sich deutlich dynamischer.

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



Quelle: EY

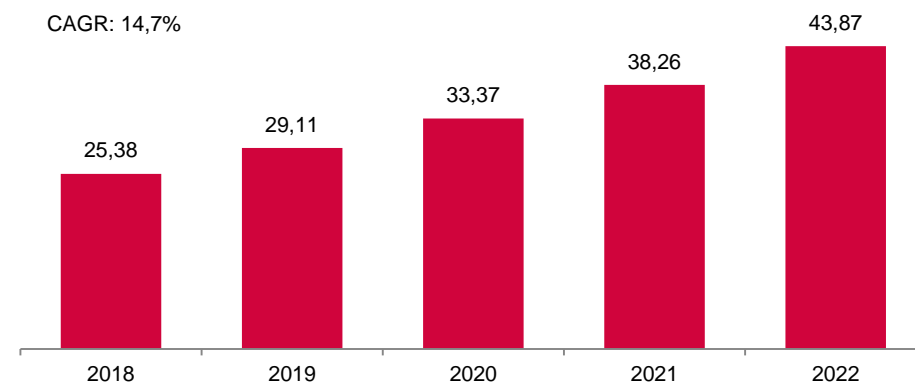
Der IR-Markt hängt größtenteils von der Anzahl der Marktteilnehmer ab, sprich ein Wachstum wird insbesondere erreicht, wenn mehr IPOs als Delistings (Börsenabgänge) vorliegen. Zu einem weiteren Anteil regelt die Nachfrage bzw. der Bedarf nach IR die Marktgröße. Die Nachfrage in diesem Bereich nimmt unseres Erachtens mit zunehmender Unternehmensgröße zu. So hat ein DAX-Unternehmen deutlich mehr IR-Tätigkeiten zu erfüllen als ein Small-Cap, da deutlich mehr und größere Share- und Stakeholder involviert sind. Kirchhoff Consult erwartet in Bezug auf die deutschen IPOs und KMU-Anleihen ein gutes Börsenjahr 2019, jedoch sollte nicht das Niveau von 2018 erreicht werden.

Ernst & Young erwartet auf globaler Ebene, angesichts der Marktvolatilitäten und geopolitischen Unsicherheiten, insgesamt mehr Zurückhaltung im Jahr 2019. Obwohl die IPO-Deal-Zahlen für 2019 unter denen von 2018 liegen könnten, könnte im laufenden Jahr das global platzierte Volumen auf Höhe des Niveaus von 2018 oder sogar darüber liegen. In Bezug auf EMEA liegen noch zahlreiche Unsicherheiten wie z.B. die US-China-EU-Handelsspannungen, der Brexit und Unsicherheit hinsichtlich der Stabilität ausgewählter europäischer Volkswirtschaften vor. Zudem könnten steigende Zinssätze weitere Börsengänge im zweiten Halbjahr 2019 verhindern.

Im Kontrast hierzu ist der GRC Markt mehr von der Regulierung getrieben und betrifft nahezu alle Unternehmen. Markets and Markets erwartet, dass der GRC-Markt von 20,14 Mrd. USD im Jahr 2017 auf 43,87 Mrd. USD bis 2022 steigen wird, wobei die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) bei 14,7% liegen sollte. Hintergrund ist einerseits die steigende Regulierung aber andererseits auch die Verknüpfung mit Risikomanagement. So können Organisationen global äußerst komplexe Strukturen aufweisen und durch diese Komplexität steigt auch das Risiko, nationale oder supranationale rechtliche Anforderungen zu erfüllen. Die Herausforderung besteht darin, Governance, Risikomanagement und Compliance in Einklang zu bringen. Eine Möglichkeit besteht in der Nutzung gemeinsamer Technologieplattformen, welche Konsistenz, Transparenz und Effizienz verbessern. Eine Möglichkeit wäre beispielsweise die EQS-Lösung sowie der neu entwickelte Policy Manger, welcher noch dieses Jahr auf den

Markt kommen soll. Durch die steigenden Compliance-Verpflichtungen werden technische Lösungen hierfür immer wichtiger, denn es geht nicht allein um die Einhaltung von Vorschriften, sondern auch um die intern auferlegten Anforderungen, welche einzuhalten sind.

Globaler Markt für Governance, Risk & Compliance (eGRC)



Quelle: Markets and Markets

Die Herausforderung wird durch die zunehmende Regulierung weiter erhöht, sowie durch strengere Strafen für die Nichteinhaltung geahndet, bedingt durch durchsetzungsfähige Regulierungsbehörden und eine informierte Öffentlichkeit. Darüber hinaus geht es zunehmend um prinzipienbasierte Regulierung, welche sich auf Ergebnisse konzentriert anstatt auf Checklisten der Anforderungen. Somit wird GRC immer wichtiger für Unternehmen und erklärt auch den hohen prognostizierten Zuwachs von Markets and Markets.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e
Umsatzerlöse	36,21	41,60	48,88	58,17
andere aktivierte Eigenleistungen	3,84	3,23	2,40	2,00
Gesamtleistung	40,05	44,83	51,28	60,17
Sonstige betriebliche Erträge	0,46	0,00	0,00	0,00
Materialaufwand	-7,44	-6,92	-6,44	-6,12
Rohertrag	33,07	37,91	44,84	54,05
Personalaufwand	-22,64	-26,49	-30,46	-34,57
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-10,13	-7,41	-7,04	-6,69
EBITDA	0,30	4,01	7,34	12,79
Abschreibungen	-2,36	-4,81	-5,00	-5,20
EBIT	-2,06	-0,81	2,33	7,58
Zinserträge	0,03	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwand	-0,20	-0,35	-0,34	-0,33
Sonstige finanzielle Aufwendungen/Erträge	-0,56	0,00	0,00	0,00
Sonstige finanzielle Erträge	2,65	0,00	0,00	0,00
Erträge aus Beteiligungen	0,04	0,00	0,00	0,00
Gewinn vor Steuern	-0,10	-1,15	2,00	7,25
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	0,91	-0,10	-0,60	-2,18
Konzernergebnis	0,81	-1,25	1,40	5,08
Gewinnanteile Fremder	-0,02	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	0,79	-1,25	1,40	5,08
Umsatzerlöse	36,21	41,60	48,88	58,17
EBITDA	0,30	4,01	7,34	12,79
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>0,8%</i>	<i>9,6%</i>	<i>15,0%</i>	<i>22,0%</i>
EBIT	-2,06	-0,81	2,33	7,58
<i>EBIT-Marge</i>	<i>-5,7%</i>	<i>-1,9%</i>	<i>4,8%</i>	<i>13,0%</i>
Konzernergebnis	0,81	-1,25	1,40	5,08
<i>Netto-Marge</i>	<i>2,2%</i>	<i>-3,0%</i>	<i>2,9%</i>	<i>8,7%</i>

Quelle: GBC AG

Durch den neuen Rechnungslegungsstandard **IFRS 16** „Leasingverhältnisse“ wird sich die Bilanzierung von Leasingverhältnissen für Leasingnehmer grundlegend ändern. Es sollte zu einer Verschiebung des Mietaufwands zu den Abschreibungen, bzw. zu dem Zinsaufwand kommen. Diese Differenz sollte mit der Länge des Mietvertrags noch weiter zunehmen. Dies führt zu einer deutlichen Veränderung der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen. Gemäß des Geschäftsberichts 2018 von EQS sollte es statt des jährlichen Mietaufwands in Höhe von 2,41 Mio. € nun zu Abschreibungen in Höhe von 2,31 Mio. € und einem Finanzaufwand in Höhe von 0,15 Mio. € kommen. Sprich, das EBITDA erhöht sich um 2,41 Mio. €, das EBIT um 0,10 Mio. € und das EBT reduziert sich um 0,05 Mio. €. Diese Effekte sind cashneutral und werden auch in unserem DCF-Modell entsprechend angepasst.

Geschäftsentwicklung 2018

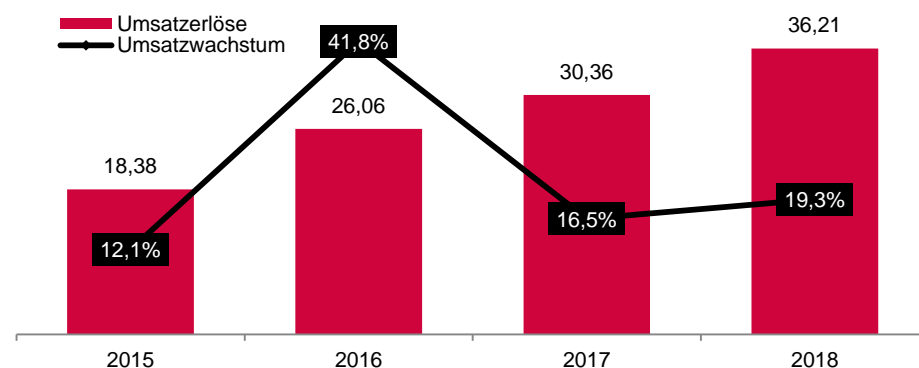
GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018
Umsatzerlöse	26,06	30,36	36,21
EBITDA	4,17	2,35	0,30
EBITDA-Marge	16,0%	7,7%	0,8%
EBIT	2,66	0,35	-2,06
EBIT-Marge	10,2%	1,1%	-5,7%
Nettoergebnis	0,51	-0,52	0,79
EPS in €	0,39	-0,36	0,55

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzentwicklung

Die Umsatzerlöse stiegen im Geschäftsjahr 2018 um 19,3% auf 36,21 Mio. € an (VJ: 30,36 Mio. €) und lagen somit innerhalb der zu den Q3-Zahlen konkretisierten Guidance. Die rückwirkend zum 01.01.2018 akquirierte Integrity Line (Zürich) trug erstmalige Umsatzerlöse in Höhe von 1,68 Mio. € zu den Konzernumsätzen bei. Exklusive der Integrity Line lag das organische Wachstum bei 13,7%.

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



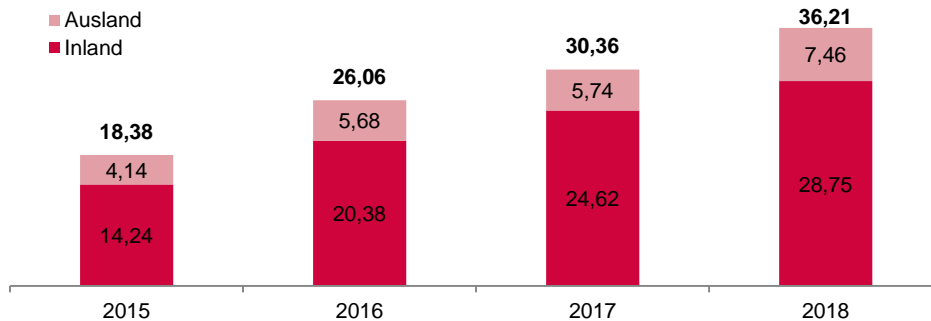
Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Die EQS Group AG (EQS) legt insbesondere Wert auf einen hohen Anteil an wiederkehrenden Erlösen und kann so auf eine sehr nachhaltige Umsatzentwicklung setzen. So konnte im Geschäftsjahr 2018 die Quote der wiederkehrenden Erlöse (RR-Quote) von 78% (Q1 2018) auf 86% (Q4 2018) gesteigert werden und es wurden 107 neue Konzernkunden hierfür gewonnen. Maßgeblich zu dieser Entwicklung hat auch die Integrity Line beigetragen. Für diese Kennzahl sind auch die IPOs in Deutschland ein entscheidender Faktor, da hier in der Regel alle neuen Marktteilnehmer von der EQS gewonnen werden können und diese somit direkt die RR-Quote weiter erhöhen können. Die hohe RR-Quote zeigt auch die deutliche Skalierbarkeit des Geschäftsmodells auf und sollte zukünftig zu weiteren Margenverbesserungen führen.

Mit Beginn des Geschäftsjahres 2018 wurde die Segmentierung umgestellt. So wurden die Segmente Regulatory Information & News und Products & Services ersetzt durch Compliance und Investor Relations. Somit sind die Segmente vornehmlich den unterschiedlichen Märkten zugeordnet und weisen zudem unterschiedliche Dynamiken und Strategien auf. Getrieben wurde das Umsatzwachstum vornehmlich durch das Segment Compliance, welches die Umsatzerlöse um 45,8% auf 18,50 Mio. € steigerte (VJ: 12,69 Mio. €). Besonders hohe Wachstumsraten wurden im XML-Konvertierungsgeschäft und dem neuen LEI-Vergabe-Geschäft erzielt. Das Segment Investor Relations verblieb mit 17,71 Mio. € (VJ: 17,66 Mio. €) auf Vorjahresniveau, bedingt durch rückläufige Fremdvermarktungen des ARIVA Portals. Dennoch konnten auf Konzernkundenbasis die Umsatzerlöse um 6% auf 13,31 Mio. € gesteigert werden.

Die EQS hat sich als Vision gesetzt, der führende europäische Anbieter für Cloud-Compliance und IR-Lösungen zu werden. Dies spricht für einen starken Ausbau der ausländischen Umsätze. Aktuell bleibt jedoch der inländische Markt für die EQS weiterhin der wichtigste Umsatzlieferant mit einem Umsatzwachstum von 16,8% auf 28,75 Mio. € (VJ: 24,62 Mio. €). Im Vergleich hierzu konnte der Auslandsmarkt um 30,1% auf 7,46 Mio. € ansteigen (VJ: 5,74 Mio. €), was größtenteils der schweizerischen Integrity Line entstammen sollte. Auf die letzten vier Geschäftsjahre bezogen belief sich der Auslandsanteil stets auf um die 20%. Entsprechend der selbstgesetzten Vision des Unternehmens könnte hier zukünftig noch ein weiterer Anstieg stattfinden. Insgesamt kam es zu gegenläufigen Effekten im Auslandsgeschäft, so konnten im Grunde alle Märkte (Schweiz, Russland, UK, Frankreich, USA) wachsen, jedoch war Asien rückläufig und stand dem organischen Wachstum entgegen. Hintergrund hierfür war eine neue Fokussierung auf margenstarke Verträge in Asien. Dies führte auch dazu, dass weniger attraktive Verträge seitens der EQS nicht verlängert wurden.

Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)



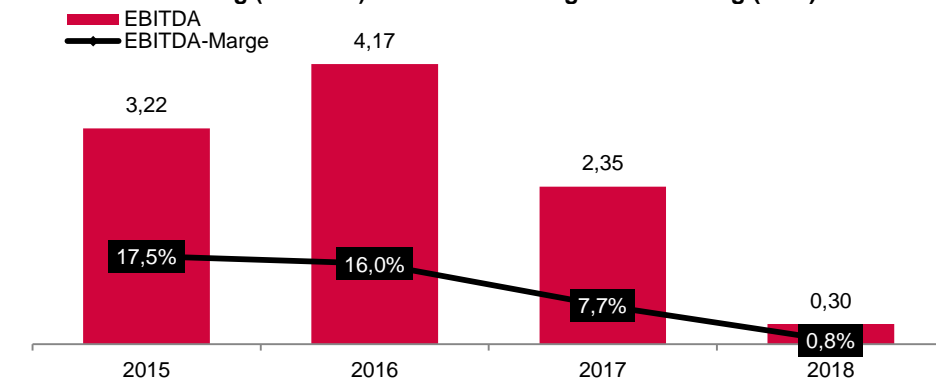
Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Insgesamt konnte die EQS das Jahr 2018 erfolgreich abschließen und verzeichnete ein weiteres dynamisches Umsatzwachstum. Vor dem Hintergrund der aktuellen Wachstumsstrategie wurde somit unseres Erachtens die Strategie auch im Geschäftsjahr 2018 erfolgreich umgesetzt.

Ergebnisentwicklung

Investitionsbedingt reduzierte sich das EBITDA auf 0,30 Mio. € (VJ: 2,35 Mio. €) und entsprechend reduzierte sich die EBITDA-Marge von 7,7% auf 0,8%. Diese Entwicklung lag im Rahmen der Erwartungen, da das Geschäftsjahr 2018 als Übergangsjahr mit hohen Investitionen zu sehen ist. Gemäß der Guidance sollte eine EBITDA von bis zu 1 Mio. € erreicht werden.

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Die Investitionsoffensive in die Cloud sollte bis 2020 abgeschlossen sein und soll sich in Summe auf 9 Mio. € belaufen. Im Geschäftsjahr 2018 wurde der Höhepunkt der Investitionen erreicht und insgesamt wurden bislang rund 5,9 Mio. € investiert. Weitere 3,4 Mio. € sollen über die nächsten Jahre hinzukommen. Besonders kostenintensiv war die Akquisition von neuen Software-Entwicklern. Dieser Markt ist insbesondere in München stark umkämpft und so wurde auch die Entwicklerpräsenz in Indien gestärkt. Wesentliche Kostentreiber waren in diesem Zusammenhang Freelancer sowie Personalagenturen.

Das EBIT belief sich auf -2,06 Mio. € (VJ: 0,35 Mio. €) und trotzdem wurde zum Geschäftsjahresende ein Konzernergebnis in Höhe von 0,81 Mio. € (VJ: -0,57 Mio. €) verbucht. Hintergrund dieser Entwicklung waren einerseits die Aktivierung latenter Steuern, was zu einem positiven Ertragsteuerergebnis in Höhe von 0,91 Mio. € (VJ: -0,63 Mio. €) führte und andererseits das positive Finanzergebnis in Höhe von 1,96 Mio. € (VJ: -0,29 Mio. €). Das hohe Finanzergebnis war durch wesentliche Einmaleffekte sowie non-cashwirksame Effekte geprägt. Den größten Effekt hatte die Auflösung der Put-Option auf ARIVA (2,14 Mio. €), was zugleich cashneutral war, da hier finanzielle Schulden von einem Andienungsrecht umgebucht wurden. Der Grund für die Put-Option war, dass die EQS mit den (ehemaligen) Eigentümern der ARIVA ein exklusives Kauf- bzw. Verkaufsrecht einräumen wollte, um so Teilverkäufe an Dritte auszuschließen. Da diese Put-Option einen Wert hatte und angedient wurde, kam es zu einem cashneutralen Finanzertrag. Zur Andienung der Put-Option kam es, da die (ehemaligen) Eigentümer nun verkaufen wollten. Gleichsam existiert noch eine Call-Option (innerhalb der sonstigen finanziellen Vermögenswerte in Höhe von 0,36 Mio. €), welche EQS die Aufstockung von ARIVA auf 100% im Jahr 2020 ermöglicht. Die Call-Option wirkte sich als Finanzaufwand in Höhe von 0,30 Mio. € aus. Weiterhin wurde die EQS Group FZ-LLC (Dubai) liquidiert, was zu einer Abschreibung des Darlehens an die Gesellschaft in Höhe von 0,25 Mio. € führte und ebenfalls das Finanzergebnis belastete. Zudem wurde die gesamte Beteiligung an der Issuer Direct Corporation (USA) veräußert. Im Rahmen des Verkaufs der Wertpapiere kam es zu einem Nettogewinn in Höhe von 0,06 Mio. €. Insgesamt war somit das Ergebnis stark durch Einmaleffekte geprägt.

Unseres Erachtens ist in der aktuellen Phase das Umsatzwachstum der entscheidendste Faktor, um die erfolgreiche Strategieumsetzung zu evaluieren. Weiterhin legen wir Wert auf die Ergebniskennzahl EBITDA, da die Abschreibungen auch umfangreiche Anteile beispielsweise an Kundenstämmen enthält und somit unseres Erachtens aussagekräftiger als das EBIT ist. Für die wichtigsten Kennzahlen konnten wir für das Geschäftsjahr 2018 mit unserer Prognose nahezu exakt die finalen Zahlen treffen. Wir sind von Umsatzerlösen in Höhe von 36,20 Mio. € ausgegangen und final wurden 36,21 Mio. € vom Unternehmen erreicht. Für das EBITDA erwarteten wir 0,30 Mio. €, womit wir auch hier genau richtig lagen.

in Mio. €	EQS GJ 2018	GBC Prognose	Prognoseabweichung
Umsatzerlöse	36,21	36,20	0,0%
EBITDA	0,30	0,30	0,0%

Quelle: GBC

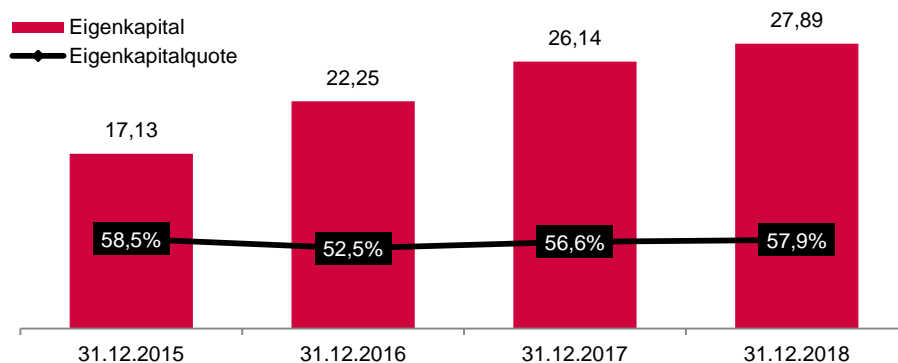
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2018

in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Eigenkapital*	22,25	26,14	27,89
EK-Quote (in %)	52,5%	56,6%	57,9%
Operatives Anlagevermögen	12,67	13,67	18,95
Working Capital	-0,86	0,21	-1,83
Net Debt	0,37	-2,49	7,75
Cashflow (Operativ)	3,47	1,65	2,60
Cashflow (Investition)	-2,93	-7,59	-8,37
Cashflow (Finanzierung)	2,45	6,09	0,63

Quelle: EQS Group AG; GBC AG; *exklusive Minderheiten

Die Eigenkapitalquote ist unverändert auf einem hohen Niveau mit 57,9% (VJ: 56,6%). Der leichte Anstieg entstammt dem leicht überproportionalen Anstieg des Eigenkapitals (EK). So erhöhte sich das Eigenkapital exklusive der Minderheiten auf 27,89 Mio. € (VJ: 26,14 Mio. €). Unbereinigt der Minderheiten sank das EK durch die Veräußerung um 3,5% auf 28,31 Mio. € (VJ: 29,36 Mio. €). Durch die Ausbuchung der Put-Option stieg zudem der Bilanzgewinn auf 8,10 Mio. € an (VJ: 6,30 Mio. €). Insgesamt stieg die Bilanzsumme zum 31.12.2018 auf 48,17 Mio. € an (31.12.2017: 47,45 Mio. €). Während die Akquisition der Integrity Line die Bilanzsumme erhöhte, wirkte sich die Veräußerung der Wertpapiere der Issuer Direct Corporation bilanzverkürzend aus.

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG; *exklusive Minderheiten

Durch den neuen Rechnungslegungsstandard **IFRS 16** „Leasingverhältnisse“ wird sich die Bilanzierung von Leasingverhältnissen für Leasingnehmer grundlegend ändern. Es sollte zu einer Verschiebung des Mietaufwands zu den Abschreibungen, bzw. zu dem Zinsaufwand kommen. Diese Differenz sollte mit der Länge des Mietvertrags noch weiter zunehmen. Im Falle der EQS wird von einer Bilanzverlängerung um 11,44 Mio. € für das Geschäftsjahr 2019 ausgegangen. Dies sollte zudem zu einer rein buchhalterisch bedingten Reduktion der Eigenkapitalquote führen. Hauptgrund für die Bilanzverlängerung ist das Mietverhältnis des Gebäudes. Hier sollte es zu Nutzungsrechten (Sachanlagen) in Höhe von 11,13 Mio. € kommen und gegenläufig zu Leasingverbindlichkeiten auf der Passivseite.

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 25 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. • 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 	<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. • Der Zugang zum GRC-Markt könnte sich schwieriger erweisen als geplant und weitere Investitionen können anfallen.

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e
Umsatzerlöse	36,21	41,60	48,88	58,17
EBITDA	8,07	6,61	9,38	14,27
EBITDA-Marge	22,3%	15,9%	19,2%	24,5%
EBIT	-2,06	-0,81	2,33	7,58
EBIT-Marge	-5,7%	-1,9%	4,8%	13,0%
Nettoergebnis	0,79	-1,25	1,40	5,08
EPS in €	0,55	-0,87	0,97	3,54

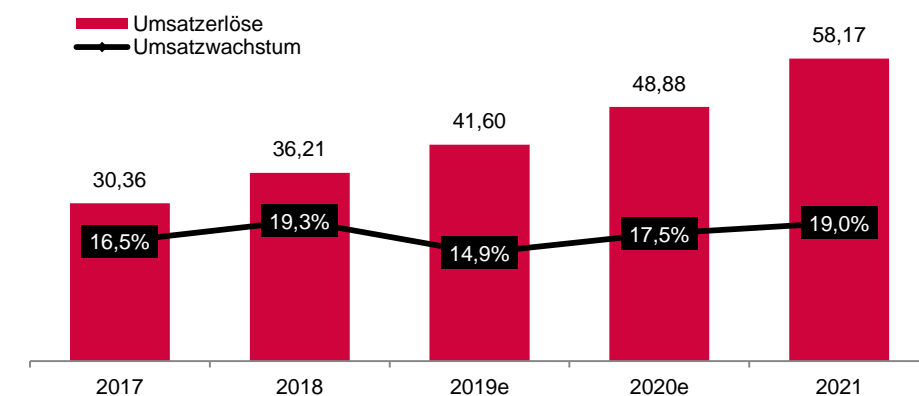
Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzprognosen

Die EQS-Vision für 2025 ist es, der führende Cloudanbieter für globale Investor Relations- und Corporate Compliance-Lösungen in Europa zu sein. Somit sind ambitionierte Wachstumsziele für das In- und Ausland gesetzt. Die wichtigsten globalen Treiber sollten hierbei weiterhin die zunehmende Globalisierung, Digitalisierung und Regulierung sein. Die besten Wachstumschancen sieht das Unternehmen insbesondere in Europa, da hier einheitliche Transparenzrichtlinien entwickelt werden. Zudem existiert aktuell noch kein paneuropäischer Anbieter und auch die US-amerikanischen Anbieter tun sich schwer mit der ganzheitlichen Erschließung von Europa. Das Unternehmen geht für das Jahr 2019 von einem Umsatzanstieg auf 41,5 bis 43,5 Mio. € aus, getrieben durch beide Segmente, welche jeweils etwa 15% – 20% wachsen sollen. Im Anschluss an die gegenwärtig laufende Investitionsoffensive soll auch in den nächsten Jahren bis 2025 ein jährliches durchschnittliches Wachstum von 15% – 20% erreicht werden.

Für das laufende Geschäftsjahr 2019 gehen wir von einem Wachstum von 14,9% auf 41,60 Mio. € aus, sprich eher am unteren Ende der Guidance. In den Folgejahren erwarten wir, dass die Wachstumsdynamik an Geschwindigkeit gewinnt und gehen von einem Wachstum in Höhe von 17,5% im Jahr 2020 aus und in Höhe von 19,0% im Jahr 2021, sprich 48,88 Mio. € im Jahr 2020 sowie 58,17 Mio. € im Jahr 2021.

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



Quelle: GBC AG

Der Grund weshalb wir aktuell das untere Ende der Guidance erwarten, liegt in der Zahl der IPOs begründet. Aktuell ist der deutsche Börsenmarkt eher verhalten und IPOs sind im Segment IR ein wichtiger Umsatztreiber für die EQS. Sofern sich jedoch die Marktstimmung im zweiten Halbjahr bessert, könnte unseres Erachtens auch noch das obere Ende der Guidance erreicht werden. Zudem gehen wir davon aus, dass aktuell noch Kunden für das Cockpit 2.0 gewonnen werden und mit dem Rollout des Policy Managers im zweiten Halbjahr sollte auch zunächst die Kundengewinnung im Fokus liegen. Also könnte im Jahr 2019 unseres Erachtens der Fokus auf der Kundengewinnung bzw. der starken Verbreiterung der Kundenbasis liegen und auf einer zunehmenden Monetarisie-

zung der gewonnenen Kunden ab dem Jahr 2020. Somit wäre der Umsatztreiber im Jahr 2019 zunächst noch das Portfolio der Bestandsprodukte. Vorstellbar wäre eine sukzessive Preissteigerung durch ein Release-Management des neuen Cockpits 2.0 und des Policy Managers, so dass Kunden von den neuen Funktionen profitieren und diese auch entsprechend vergüten.

Mit dem Rollout der neuen Produkte ist die EQS in der Lage, den Kunden ein einzigartiges System anzubieten. So könnten Unternehmen beispielsweise Newswire, Investorendatenbanken, CRM/Kontaktdaten in einem Policy Management verbinden und müssen nicht auf mehrere Anbieter zurückgreifen. Dies könnte aus Kundensicht günstiger und auch komfortabler sein.

Geographisch betrachtet erwarten wir, dass Deutschland weiterhin der wichtigste Markt für die EQS bleibt, aber dass das Auslandsgeschäft gute Wachstumsraten vorweisen wird. Neben den genannten Produkten kann auch die Integrity Line weiter in Deutschland vertrieben werden und hierdurch können auch nicht gelistete Unternehmen adressiert werden. Zudem ergeben sich hier zahllose Cross-Selling Opportunitäten. Aber auch der ausländische Markt sollte zukünftig sehr hohe Wachstumsniveaus erreichen, wobei hier die Basis im Vergleich zum Inland deutlich geringer ist. Im Ausland sehen wir den Insider Manager weiterhin als wichtigen Marktöffner. Insbesondere in Frankreich und UK besteht durch die Marktmissbrauchsverordnung (MAR) Bedarf an einer derartigen Lösung. Aber auch die Integrity Line sollte hier erfolgreich platzierbar sein, da zunehmend Whistleblower-Lösungen regulatorisch gefordert werden. Im Anschluss könnten bei den Kunden weitere Produkte der EQS vertrieben werden und weiteres Potenzial heben. Auch Hong Kong und die USA sehen wir als langfristige Wachstumsmärkte, welche sukzessive erschlossen werden können.

Ergebnisprognosen

Das Unternehmen geht von einem EBITDA von 1,0 bis 2,0 Mio. € für 2019 aus. Anschließend sollte im Zuge der auslaufenden Investitionsoffensive und des skalierbaren Geschäftsmodells die EBITDA-Marge sukzessive ansteigen und im Jahr 2025 mindestens 25% erreichen. Die aktuelle Guidance beinhaltet aber noch nicht die Veränderungen durch die erstmalige Anwendung von IFRS 16.

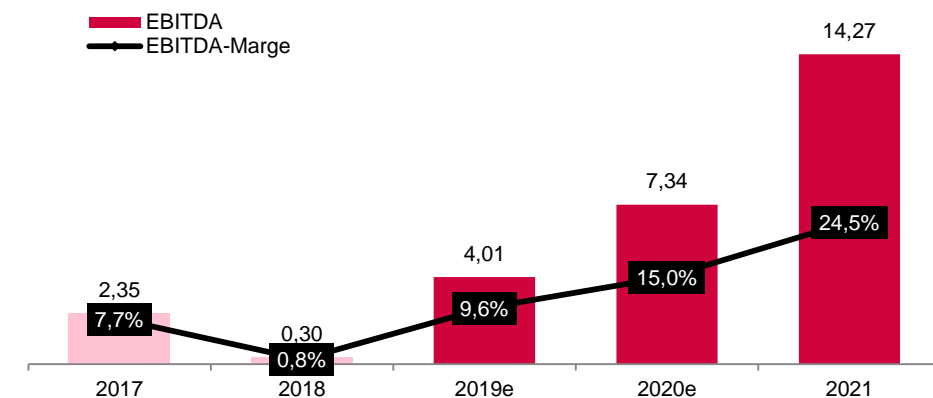
IFRS 16	GJ 2019e
Abschreibungen	+2,312
Mietaufwand (SBA)	-2,408
Finanzaufwendungen	-0,145
EBITDA	+2,408
EBIT	+0,096
EBT	-0,049

Quelle: EQS

Durch den neuen Rechnungslegungsstandard **IFRS 16** „Leasingverhältnisse“ wird sich die Bilanzierung von Leasingverhältnissen für Leasingnehmer grundlegend ändern. Es sollte zu einer Verschiebung des Mietaufwands zu den Abschreibungen, bzw. zu dem Zinsaufwand kommen. Diese Differenz sollte mit der Länge des Mietvertrags noch weiter zunehmen. Dies führt zu einer deutlichen Veränderung der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen. Gemäß des Geschäftsberichts 2018 von EQS sollte es statt des jährlichen Mietaufwands in Höhe von 2,41 Mio. € nun zu Abschreibungen in Höhe von 2,31 Mio. € und zu einem Finanzaufwand in Höhe von 0,15 Mio. € kommen. Sprich, das EBITDA erhöht sich um 2,41 Mio. €, das EBIT um 0,10 Mio. € und das EBT reduziert sich um 0,05 Mio. €. Diese Effekte sind cashneutral und werden auch in unserem DCF-Modell entsprechend angepasst. Somit müsste die aktuelle Guidance nach IFRS 16 einem

EBITDA von 3,41 – 4,41 Mio. € entsprechen. Zudem sollte auch die geplante EBITDA-Marge von mindestens 25% im Jahr 2025, gemäß IFRS 16, deutlich höher liegen.

Prognose des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %), gemäß IFRS 16 ab dem Jahr 2019



Quelle: GBC AG

Wir gehen davon aus, dass das EBITDA sich auf 4,01 Mio. € im Geschäftsjahr 2019 belaufen wird, bzw. auf 7,34 Mio. € im Jahr 2020 und 14,27 Mio. € im Jahr 2021 (jeweils gemäß IFRS 16). Somit sollte die Investitionsoffensive auch noch das Jahr 2019 belasten, wobei der Höhepunkt mit rund 3,80 Mio. € im Jahr 2018 bereits erreicht worden ist. Von insgesamt 9 Mio. € an Investitionen stehen nun noch etwa 3,40 Mio. € aus, welche sich über die nächsten beiden Jahre verteilen sollen.

Wir gehen davon aus, dass ein Teil des Ergebnisses weiterhin aus aktivierten Eigenleistungen kommen sollte, da weiterhin der Policy Manager, das Investorenmanagement-Tool und auch das CRM weiterentwickelt werden. Dennoch erwarten wir, dass sich die aktivierten Eigenleistungen auf einem niedrigeren Niveau bewegen sollten als im Vorjahr, sprich 3,23 Mio. € im Jahr 2019 (VJ: 3,84 Mio. €). In den Folgejahren sollte sich dieser Rückgang fortsetzen und langfristig auf einem Niveau zwischen 1,50 und 2,00 Mio. € verbleiben. Durch Basiseffekte aus dem Vorjahr und weiteres Entwicklerpersonal sollten die Personalaufwendungen weiterhin zunehmen, aber auf einem geringeren Niveau. Investitionsbedingt erwarten wir leichte Rückgänge im Bereich der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (unabhängig von IFRS 16) und den bezogenen Leistungen.

Insgesamt gehen wir von einer sukzessiven Verbesserung der Ergebnisse aus, da nun die Schlussphase der Investitionen erreicht wurde. Gleichzeitig sollte mit der Vermarktung der neuen Produkte der Umsatz steigen und durch die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells gehen wir von einer stetigen Margenverbesserung aus.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die EQS Group AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019, 2020 und 2021 in Phase 1, erfolgt von 2022 bis 2026 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 1,2%. 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 1,00% (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 8,21 % (bisher: 8,47 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,21 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2019 entspricht als Kursziel 94,60 € (bisher: 91,80 €). Die Kursziel-Steigerung kommt durch den geringen risikolosen Zinssatz, sowie dem Rollover-Effekt in das Jahr 2019, mit einem entsprechend höheren Schätzniveau, zustande.

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	0,0%	ewige EBITA - Marge	19,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	22,3%	effektive Steuerquote im Endwert	32,0%
Working Capital zu Umsatz	1,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	
Umsatz (US)	41,60	48,88	58,17	64,57	71,67	79,55	88,30	98,02	
US Veränderung	14,9%	17,5%	19,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,53	1,87	2,31	2,68	3,10	3,59	4,18	4,87	
EBITDA	4,01	7,34	12,79	14,97	17,48	20,35	23,65	27,43	
EBITDA-Marge	9,6%	15,0%	22,0%	23,2%	24,4%	25,6%	26,8%	28,0%	
EBITA	-0,81	2,33	7,58	9,37	12,10	15,20	18,72	22,72	
EBITA-Marge	-1,9%	4,8%	13,0%	14,5%	16,9%	19,1%	21,2%	23,2%	19,0%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,07 -8,7%	-0,70 30,0%	-2,65 35,0%	-3,28 35,0%	-4,24 35,0%	-5,32 35,0%	-6,55 35,0%	-7,95 35,0%	-7,95 32,0%
EBI (NOPLAT)	-0,88	1,63	4,93	6,09	7,87	9,88	12,17	14,77	
Kapitalrendite	-5,1%	6,4%	19,4%	24,2%	31,8%	41,4%	53,1%	67,1%	61,2%
Working Capital (WC)	-1,50	-0,75	0,00	0,65	0,72	0,80	0,88	0,98	
WC zu Umsatz	-3,6%	-1,5%	0,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Investitionen in WC	-0,33	-0,75	-0,75	-0,65	-0,07	-0,08	-0,09	-0,10	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	27,13	26,13	25,13	24,13	23,13	22,13	21,13	20,13	
AFA auf OAV	-4,81	-5,00	-5,20	-5,59	-5,37	-5,15	-4,93	-4,70	
AFA zu OAV	17,7%	19,2%	20,7%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	
Investitionen in OAV	-12,99	-4,00	-4,20	-4,59	-4,37	-4,15	-3,93	-3,70	
Investiertes Kapital	25,63	25,38	25,13	24,78	23,85	22,93	22,01	21,11	
EBITDA	4,01	7,34	12,79	14,97	17,48	20,35	23,65	27,43	
Steuern auf EBITA	-0,07	-0,70	-2,65	-3,28	-4,24	-5,32	-6,55	-7,95	
Investitionen gesamt	-13,33	-4,75	-4,95	-5,24	-4,44	-4,23	-4,01	-3,80	
Investitionen in OAV	-12,99	-4,00	-4,20	-4,59	-4,37	-4,15	-3,93	-3,70	
Investitionen in WC	-0,33	-0,75	-0,75	-0,65	-0,07	-0,08	-0,09	-0,10	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Nicht zahlungswirksame Posten	8,63	-2,50	-2,50	-2,50	-2,50	-2,50	-2,50	-2,50	
Freie Cashflows	-0,76	-0,62	2,68	3,95	6,30	8,30	10,58	13,17	201,26

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	145,06	157,58
Barwert expliziter FCFs	29,20	32,21
Barwert des Continuing Value	115,86	125,37
Nettoschulden (Net debt)	8,85	9,80
Wert des Eigenkapitals	136,21	147,78
Fremde Gewinnanteile	-0,46	-0,49
Wert des Aktienkapitals	135,75	147,28
Ausstehende Aktien in Mio.	1,43	1,43
Fairer Wert der Aktie in EUR	94,60	102,64

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,38
Eigenkapitalkosten	8,6%
Zielgewichtung	95,0%
Fremdkapitalkosten	2,0%
Zielgewichtung	5,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,2%

Kapitalrendite	WACC				
	7,6%	7,9%	8,2%	8,5%	8,8%
60,7%	106,00	99,64	93,92	88,76	84,09
60,9%	106,40	100,00	94,26	89,08	84,39
61,2%	106,79	100,37	94,60	89,40	84,69
61,4%	107,18	100,73	94,94	89,72	84,99
61,7%	107,57	101,10	95,28	90,04	85,29

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 analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der 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.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, 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), stellvert. 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