



## **Researchstudie (Anno)**

### **JDC Group AG**



**Basis für weiteres Umsatzwachstum durch Forcierung des Großkundengeschäftes vorhanden, Ergebnisentwicklung sollte sich deutlich verbessern**

**Kursziel: 11,00 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

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

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“

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

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 11,00 €**  
**(bisher: 12,10 €)**

aktueller Kurs: 6,90 €  
24.05.19 / XETRA / 12:20 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0B9N37  
WKN: A0B9N3  
Börsenkürzel: A8A  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 13,13  
Marketcap<sup>3</sup>: 90,59  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 97,78  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: ca. 50 %

Transparenzlevel:  
Freiverkehr

Marktsegment:  
Scale

Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann  
goldmann@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 21

### Unternehmensprofil

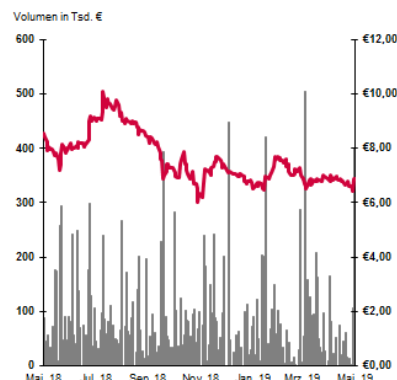
Branche: Finanzen  
Fokus: Advisory, Advisortech

Mitarbeiter: Ø 262 (GJ 2018)

Gründung: 2004

Firmensitz: Wiesbaden

Vorstand: Dr. Sebastian Grabmaier, Ralph Konrad,  
Stefan Bachmann



Die JDC Group AG ist ein deutsches Finanztechnologieunternehmen, das sich über seine operativen Tochtergesellschaften auf die Beratung und die Vermittlung von Finanzprodukten spezialisiert hat, gepaart mit neuen Beratungstechnologien in Zeiten der Digital Natives. Nach der in den letzten Geschäftsjahren erfolgten Neustrukturierung und damit verbundenen Trennung von nicht rentablen Tochtergesellschaften hat die JDC Group AG die Zielstruktur erreicht. Im Bereich Advisortech wird über die Tochtergesellschaft Jung, DMS & Cie. AG einer der größten unabhängigen Maklerpools (B2B) Deutschlands betrieben, mit insgesamt 16.000 freien Beratern und über 1,2 Mio. Kunden. Innerhalb dieses Geschäftsbereiches werden moderne Beratungs- und Verwaltungstechnologien entwickelt und somit klassische Finanzdienstleistungen mit dem wachstumsstarken Fintech-Bereich kombiniert. Parallel dazu werden innerhalb des Advisory-Segments über die Marke FINUM. Finanzdienstleistungen für rund 80.000 vermögende Kunden erbracht (B2C). Komplettiert wird die Geschäftstätigkeit der JDC Group AG von der in 2018 ins Leben gerufenen Blockchain-Lab, womit die dritte Stufe der Digitalisierungsstrategie gestartet wurde.

| GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende | 31.12.2018 | 31.12.2019e | 31.12.2020e | 31.12.2021e |
|----------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| Umsatz                     | 95,03      | 111,18      | 130,05      | 150,85      |
| EBITDA                     | 1,46       | 5,07        | 9,16        | 13,14       |
| EBIT                       | -1,70      | 1,97        | 5,96        | 9,94        |
| Jahresüberschuss           | -4,34      | 0,54        | 3,29        | 6,12        |

### Kennzahlen in EUR

|                    |       |      |      |      |
|--------------------|-------|------|------|------|
| Gewinn je Aktie    | -0,33 | 0,04 | 0,25 | 0,47 |
| Dividende je Aktie | 0,00  | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

### Kennzahlen

|           |       |        |       |       |
|-----------|-------|--------|-------|-------|
| EV/Umsatz | 1,03  | 0,88   | 0,75  | 0,65  |
| EV/EBITDA | 66,97 | 19,27  | 10,67 | 7,44  |
| EV/EBIT   | neg.  | 49,56  | 16,41 | 9,84  |
| KGV       | neg.  | 167,44 | 27,53 | 14,80 |
| KBV       | 2,72  |        |       |       |

### Finanztermine

22.08.2019: HJ-Zahlen 2019  
August 2019: Hauptversammlung  
21.11.2019: Q3-Zahlen 2019

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
02.11.2018: RS / 12,10 / KAUFEN  
04.09.2018: RS / 12,10 / KAUFEN  
11.07.2018: RS / 12,40 / KAUFEN  
16.03.2018: RS / 11,50 / KAUFEN  
05.09.2017: RS / 11,50 / KAUFEN

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

## EXECUTIVE SUMMARY

- Die JDC Group AG hat die auf dem Erwerb von Kundenbeständen sowie auf dem verstärkten Einbezug des Großkundengeschäftes auf der eigenen Plattform basierende Wachstumsstrategie in 2018 sowie im ersten Quartal 2019 fortgesetzt. Nachdem noch in 2017 mit der Albatros Versicherungsdienste (Lufthansa-Tochter) eine Kooperationsvereinbarung abgeschlossen wurde, erfolgte in 2018 der vollständige Erwerb der Assekuranz Herrmann-Gruppe. In der zweiten Jahreshälfte 2018 wurden weitere Kooperationsvereinbarungen mit der comdirect Bank AG oder dem BMW-Konzernunternehmen Bavaria Wirtschaftsagentur GmbH abgeschlossen. In den ersten Monaten 2019 hatte die JDC Group AG weitere Kooperationen mit der Sparda Bank Baden Württemberg und der RheinLand Versicherungs AG abgeschlossen. Schließlich wurde der Stuttgarter Investmentpool KOMM Investment & Anlagenvermittlung GmbH übernommen. Insgesamt sind diese Highlights als ein „Proof of Concepts“ für die JDC-Technologie und Strategie zu sehen.
- In den Umsatzerlösen sind die Akquisitionen und neuen Kooperationen nur teilweise enthalten. Zudem lag bislang noch nicht eine vollständige Übertragung der Albatros-Kundenbestände vor, weswegen die Gesellschaft zwar mit 95,03 Mio. € (VJ: 84,48 Mio. €) ein deutliches Umsatzwachstum in Höhe von 12,5 % erreicht, die ursprünglichen Planungen (alte Guidance: +18 %) jedoch verfehlt hatte. Im ersten Quartal 2019 wurde sogar das Wachstumstempo mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 19,4 % auf 26,81 Mio. € (VJ: 22,46 Mio. €) gesteigert. Besonders vom Großkundengeschäft hatte dabei das B2B-Segment Advisortech profitiert, welches sich in den ersten drei Monaten 2019 mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 26,8 % sehr dynamisch entwickelt hat.
- Das anorganische Wachstum hatte einen Anstieg der operativen Kosten zur Folge. Bezeichnend hierfür stehen der signifikante Belegschaftsausbau sowie die höheren sonstigen Aufwendungen. Darüber hinaus erreichte in den vergangenen Geschäftsjahren insbesondere die Produktgruppe „Versicherungen“ ein überproportionales Wachstum. Bei den Versicherungen liegt jedoch bei der Erfassung der Anträge ein vergleichsweise geringerer Automatisierungsgrad und damit einhergehend ein höherer Personalaufwand vor. Trotz der Umsatzsteigerung verzeichnete die JDC Group AG damit in 2018 einen Rückgang des EBITDA auf 1,46 Mio. € (VJ: 3,19 Mio. €) und das von der Gesellschaft zu Beginn des Geschäftsjahres erwartete deutliche EBITDA-Wachstum wurde nicht erreicht. Im ersten Quartal 2019 wurde zwar beim EBITDA in Höhe von 1,53 Mio. € (VJ: 1,48 Mio. €) eine Trendumkehr erreicht, weiterhin sind hier Eingliederungskosten enthalten, die die Ergebnissituation belasten.
- Die Basis für das künftige Umsatzwachstum (Umsatzguidance: > 110 Mio. €) sowie für das von der Gesellschaft erwartete deutliche EBITDA-Wachstum ist bereits vorhanden. In den vergangenen Monaten wurden dabei eine Reihe von Kooperationen (comdirect Bank, Sparda Bank Baden Württemberg, RheinLand Versicherungs AG) geplant bzw. vereinbart sowie mit dem Erwerb des KOMM-Investmentpools (Jahresumsatz: 5,0 Mio. €) das Großkundengeschäft weiter vorangetrieben. Zusammen mit der voranschreitenden Übertragung der Albatros-Bestände sollte die Gesellschaft problemlos in der Lage sein, das anvisierte Umsatzwachstum zu erreichen. Auch für die kommenden Geschäftsjahre sehen wir alleine schon aus den bereits abgeschlossenen Kooperationen weitere erhebliche Wachstumspotenziale und rechnen mit einer jeweils zweistelligen Umsatzdynamik. Auf Ergebnisebene dürfte die JDC Group AG von Skaleneffekten einerseits sowie andererseits von einem steigenden Automatisierungsgrad über alle Produktgruppen hinweg profitieren. Bis zum Jahr 2021 sollten EBITDA-Margen in einem hohen einstelligen Bereich erreicht werden.

- Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 11,00 € (VJ: 12,10 €) ermittelt. Die Kurszielreduktion basiert dabei auf einer Anpassung unserer Prognosen für die Geschäftsjahre 2019 und 2020. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

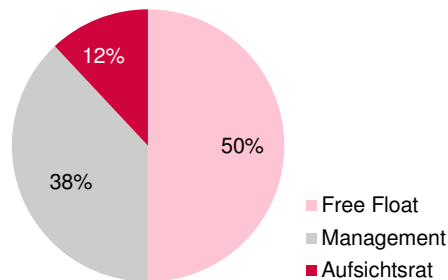
|  |           |
|--|-----------|
| <b>Executive Summary .....</b>                             | <b>2</b>  |
| <b>Unternehmen .....</b>                                   | <b>5</b>  |
| Aktionärsstruktur .....                                    | 5         |
| Geschäftsstrategie .....                                   | 5         |
| Advisortech .....  | 5         |
| Advisory .....   | 6         |
| Wichtige Ereignisse/News in 2018.....                      | 6         |
| <b>Markt und Marktumfeld .....</b>                         | <b>7</b>  |
| Marktpotenziale Onlinevertrieb .....                       | 7         |
| Marktpotenziale Vermögensaufbau .....                      | 7         |
| Marktpotenzial Versicherungsprodukte.....                  | 8         |
| <b>Unternehmensentwicklung.....</b>                        | <b>9</b>  |
| Kennzahlen im Überblick .....                              | 9         |
| Geschäftsentwicklung 2018 .....                            | 10        |
| Umsatzentwicklung 2018 .....                               | 10        |
| Ergebnisentwicklung 2018 .....                             | 11        |
| Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2018 ..... | 13        |
| Entwicklung Q1 2019 .....                                  | 14        |
| <b>Prognose und Modellannahmen .....</b>                   | <b>15</b> |
| Umsatz- und Ergebnisprognosen 2019 – 2021 .....            | 16        |
| Bewertung.....   | 18        |
| Modellannahmen.....  | 18        |
| Bestimmung der Kapitalkosten.....                          | 18        |
| Bewertungsergebnis.....                                    | 18        |
| DCF-Modell.....  | 19        |
| <b>Anhang .....</b>  | <b>20</b> |

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

| Anteilseigner in % | 29.04.2018 |
|--------------------|------------|
| Management         | 38%        |
| Aufsichtsrat       | 12%        |
| <b>Free Float</b>  | <b>50%</b> |

Quelle: JDC Group AG; GBC AG



Ende März 2019 hatte die JDC Group AG die geplante Beteiligung der Great-West Lifeco Group bekannt gegeben. Das kanadische Unternehmen plant dabei 28 % des JDC-Aktienkapitals aus den Beständen des Managements (Ralph Konrad und Dr. Sebastian Grabmaier) zu erwerben. Beim neuen Hauptaktionär, der ein langfristige und damit strategische Halteabsicht verfolgt, handelt es sich um eine Holding-Gesellschaft, die fast 1.000 Mrd. € Asset under Administration hat und zu der unter anderem die Lebensversicherer Canada Life, Irish Life und die US-amerikanische Investmentgesellschaft Putnam Investments gehören. Die restlichen Anteile des JDC-Managements, welches über langfristige Vorstandsverträge verfügt, werden sich nach Abschluss der Transaktion auf 10 % belaufen und sind mit Lock-Up-Fristen ausgestattet.

### Geschäftsstrategie

#### Advisortech

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

Das Stammgeschäft der JDC Group AG ist der innerhalb der Tochtergesellschaft Jung, DMS & Cie. AG gebündelte Maklerplattform unabhängiger Finanzberater. Hier werden moderne Berater- und Verwaltungstechnologien für die Kunden und Berater angeboten. Derzeit sind mehr als 16.000 freie Finanzdienstleister in Deutschland und Österreich angeschlossen. Damit hat die Jung, DMS & Cie. AG bereits eine attraktive Verhandlungsposition gegenüber den Produktanbietern erreicht und ist folglich in der Lage, höhere Provisionen und Vergütungen für die angeschlossenen Berater und Vermittler auszuhandeln.

Mit der „allesmeins“ bietet die JDC-Gruppe innerhalb des Advisortech-Segments zudem einen digitalen Finanzmanager an und verbindet somit die Bereiche der traditionellen Finanzanlageberatung mit dem wachstumsstarken FinTech-Segment. „allesmeins“ ermöglicht den Endkunden einen schnellen Überblick über die gesamten Versicherungsverträge mit der entsprechenden Vertragsdokumentation. Während sich der Berater auf den Bereich der Kundenpflege und Akquise sowie auf die Beantwortung komplexer

Fragen konzentrieren soll, können innerhalb der technologischen Lösungen der JDC Group AG die wiederkehrenden Themen und Fragen mit einem hohen Standardisierungsgrad abgedeckt werden. Darüber hinaus soll die Beratungs- und Verwaltungstätigkeit durch den Einsatz der „allesmeins“-App deutlich vereinfacht werden. So können beispielsweise einfache Fragestellungen oder leicht verständliche Produkte direkt online abgewickelt und selbstständig Abschlüsse vorgenommen werden. Parallel hierzu soll jedoch der persönliche Kundenkontakt durch die Berater aufrechterhalten werden, mit dem Fokus auf komplexe Fragestellungen sowie die persönliche Kundenpflege.

### **Advisory**

Im zweiten Geschäftsfeld sind die „B2C“-Aktivitäten der JDC Group, also die Vermittlung von Finanzprodukten an Endkunden, gebündelt. Innerhalb der FINUM.Private findet eine Fokussierung auf die direkte Endkundenberatung anspruchsvoller Privatkunden statt. Insgesamt sind in der FINUM.-Gruppe etwa 300 exklusive Berater tätig. Dabei tritt die Gesellschaft als unabhängiges Vermögens- und Finanzberatungsinstitut auf, mit dem Fokus auf der Betreuung anspruchsvoller Privatkunden sowie Freiberufler und Geschäftskunden.

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

### **Wichtige Ereignisse/News in 2018**

**Oktober 2018:** Bekanntgabe über ein LOI für die geplante Zusammenarbeit der JDC Group AG und der comdirect Bank AG. Es ist geplant, dass die Direktbank die von der JDC Group AG entwickelte Kunden- und Vertragsverwaltungssoftware für den Ausbau des Versicherungsgeschäftes einsetzen soll. Die Vermittlung der Versicherungen wird über die JDC Group AG abgedeckt, die über eine große Einkaufsmacht verfügt und damit attraktive Konditionen bei den Produkthanbietern erreichen kann. Darüber hinaus soll die gesamte Vertragsinfrastruktur über die JDC-Software laufen, womit alle notwendigen, mittlerweile strengen, Dokumentations- und Nachweispflichten erfüllt werden.

**November 2018:** Bekanntgabe über eine mögliche Kooperation mit der Bavaria Wirtschaftsagentur GmbH, einem Konzernunternehmen von BMW. Im Rahmen der Kooperation soll die JDC Group AG die eigene Plattform zur Verfügung stellen und damit bei der Vermittlung von Finanzprodukten unterstützen.

**November 2018:** Weitere Absichtserklärung zum Erwerb eines direkten Wettbewerbers mit einem Umsatz in zweistelliger Millionenhöhe unterzeichnet. Transaktion soll gemäß Corporate News vom November 2018 bis Ende Q1 2019 abgeschlossen sein.

## MARKT UND MARKTUMFELD

Die JDC Group AG bedient mit den beiden Hauptbereichen „Advisortech“ und „Advisory“ die Bereiche Vermögensaufbau und Absicherungsgeschäft und hängt damit grundsätzlich von der Nachfrage nach Anlage- und Versicherungsprodukten ab. Mit dem Maklerpool innerhalb der Tochtergesellschaft Jung, DMS & Cie. AG agiert die Gesellschaft dabei in einem von einer zunehmenden Regulierung geprägten Marktumfeld. Für selbstständige Finanzberater sind die damit einhergehenden Verpflichtungen immer schwerer zu bewältigen, so dass hier eine zunehmende Bereitschaft zum Anschluss an größere Maklerpools beobachtet werden kann. In diesem von Konsolidierungen geprägten Umfeld rangiert Jung, DMS & Cie. AG an vierter Stelle der größten Maklerpools in Deutschland. Eine Besonderheit von JDC Group AG ist dabei die frühzeitige Konzentration auf den technologischen Aspekt beim Betrieb des Maklerpools aber auch beim Produktvertrieb.

### Marktpotenziale Onlinevertrieb

Finanzgeschäfte online abzuwickeln ist dabei mittlerweile zur „Normalität“ geworden. Gemäß Bitkom-Daten erledigen mehr als drei Viertel (76 %) der befragten Bundesbürger Bankgeschäfte online, was gegenüber dem Vorjahr (70 %) ein weiterer Anstieg bedeutet. Rund 30 % würden sogar ausschließlich Online-Dienste in Anspruch nehmen und dabei keine klassische Filialstruktur benötigen. Während beim Onlinebanking überwiegend einfache Aufgaben erledigt werden (Kontostandabfrage, Überweisung, Daueraufträge einrichten etc.) lassen sich beim Vertrieb von Vermögensprodukten und Versicherungen noch geringere Online-Quoten beobachten.

Gemäß Vertriebswegestatistiken des GDV (Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft) liegt bei der Schaden/Unfallversicherung die Onlineabschluss-Quote in 2017 bei 15 % (VJ: 13,9 %). Autoversicherungen werden dabei mit 19,3 % besonders häufig im Internet abgeschlossen. Es wird demnach erkennbar, dass das Internet für den Abschluss bei besonders einfachen Anlage- und Versicherungsprodukten herangezogen wird. Dies deckt sich mit der JDC-Strategie, wonach einfache Produkte online vertrieben werden können sowie parallel hierzu ein persönlicher Beraterkontakt vorhanden ist, um komplexe Fragestellungen abzudecken sowie die persönliche Kundenpflege aufrecht zu erhalten.

### Marktpotenziale Vermögensaufbau

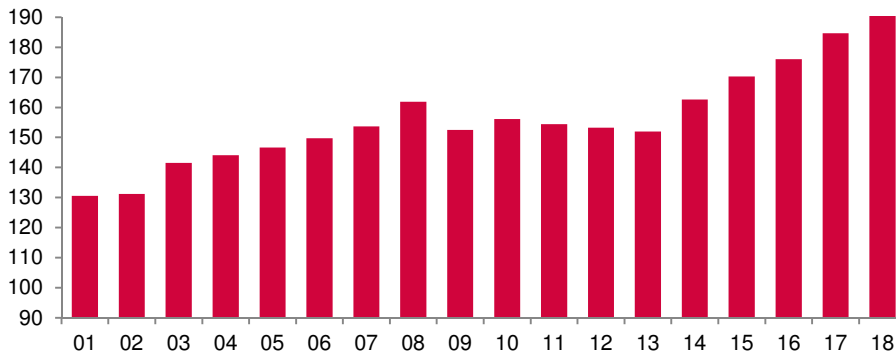
Die Nachfrage nach Vermögensprodukten ist für die JDC Group AG, die unter anderem Investmentprodukte über die angeschlossenen Makler sowie direkt an die Kunden vertreibt, von wichtiger Bedeutung.

Nach wie vor ist dabei das Marktumfeld für den Vermögensaufbau in Deutschland von den historisch niedrigen Zinsniveaus geprägt, wodurch vermögensbildende Anlagen ein höheres Maß an Risikobereitschaft erfordern. Vor diesem Hintergrund lässt sich speziell auf der Privatkundenseite, die in Deutschland historisch bedingt den Aktienmärkten gegenüber sehr reserviert auftritt, ein hoher Beratungsbedarf erkennen. Zumal der jährliche Sparbetrag der privaten Haushalte, auf Grundlage eines stetig steigenden verfügbaren Einkommens verbunden mit einer konstanten Entwicklung der Sparquote, weiter zunimmt. Das verfügbare Einkommen legte in 2018 gegenüber dem Vorjahr um 3,3 % weiter zu. Alleine in den vergangenen zehn Jahren kletterte dieser Wert insgesamt um 26,6 % nach oben. Ausgehend von einer Sparquote, die sich in der vergangenen Dekade zwischen 9,1 % und 10,4 % eingependelt hatte, liegt der Sparbetrag in Deutschland



erstmalig über 200 Mrd. €. Alleine daraus wird der hohe Beratungsbedarf für Vermögensaufbau ersichtlich.

### Sparbetrag der privaten Haushalte (in Mrd. €)



Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG

### Marktpotenzial Versicherungsprodukte

Die Abschlusscourtage aus dem Versicherungsbereich lag im abgelaufenen Geschäftsjahr bei rund 47,5 Mio. € und war mit einem Anteil in Höhe von etwa 50 % an den Gesamtumsätzen die wichtigste Produktgruppe der JDC Group AG. Nicht zuletzt über das anorganische Wachstum hat diese Produktgruppe in den vergangenen Geschäftsjahren sukzessive an Bedeutung für die Gesellschaft gewonnen.

Damit ist JDC Group AG zu einem der wichtigsten Vermittler innerhalb einer Branche avanciert, die zumindest in den vergangenen Jahren von wieder steigenden Versicherungsbeiträgen geprägt war. Gemäß dem GDV (Versicherungsverband) lagen die Beiträge in 2018 mit über 200 Mrd. € um 2,2 % über dem Vorjahreswert. Insbesondere Schaden- und Unfallversicherungen haben hier die hohe Beitragsdynamik der vergangenen Jahre aufrechterhalten können. Besonders erwähnenswert ist der Umstand, wonach im Bereich Lebensversicherungen, nach mehreren Jahren rückläufiger Beiträge, wieder ein Wachstum erreicht wurde.

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

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

### Kennzahlen im Überblick

| GuV (in Mio. €)                      | GJ 2017      | GJ 2018      | GJ 2019e     | GJ 2020e     | GJ 2021e     |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Provisionserlöse                     | 84,48        | 95,03        | 111,18       | 130,05       | 150,85       |
| Andere aktivierte Eigenleistungen    | 0,83         | 0,74         | 0,50         | 0,50         | 0,50         |
| Sonstige betriebliche Erträge        | 1,30         | 1,06         | 1,20         | 1,80         | 2,00         |
| Provisionsaufwendungen               | -59,01       | -67,28       | -77,94       | -91,29       | -106,05      |
| <b>Rohertrag</b>                     | <b>27,60</b> | <b>29,55</b> | <b>34,94</b> | <b>41,05</b> | <b>47,30</b> |
| Personalaufwand                      | -14,44       | -16,58       | -17,91       | -19,70       | -21,67       |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen   | -9,97        | -11,50       | -11,96       | -12,20       | -12,50       |
| <b>EBITDA</b>                        | <b>3,19</b>  | <b>1,46</b>  | <b>5,07</b>  | <b>9,16</b>  | <b>13,14</b> |
| Abschreibungen                       | -2,99        | -3,16        | -3,10        | -3,20        | -3,20        |
| <b>EBIT</b>                          | <b>0,20</b>  | <b>-1,70</b> | <b>1,97</b>  | <b>5,96</b>  | <b>9,94</b>  |
| Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge | 0,02         | 0,02         | 0,05         | 0,05         | 0,00         |
| Zinsen und ähnliche Aufwendungen     | -1,10        | -1,28        | -1,25        | -1,30        | -1,20        |
| <b>EBT</b>                           | <b>-0,88</b> | <b>-2,96</b> | <b>0,77</b>  | <b>4,71</b>  | <b>8,74</b>  |
| Steuern                              | -0,80        | -1,15        | -0,23        | -1,41        | -2,62        |
| Sonstige Steuern                     | -0,01        | -0,23        | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| <b>Periodenergebnis</b>              | <b>-1,68</b> | <b>-4,34</b> | <b>0,54</b>  | <b>3,29</b>  | <b>6,12</b>  |
| EBITDA                               | 3,19         | 1,46         | 5,07         | 9,16         | 13,14        |
| in % der Umsatzerlöse                | 3,8%         | 1,5%         | 4,6%         | 7,0%         | 8,7%         |
| EBIT                                 | 0,20         | -1,70        | 1,97         | 5,96         | 9,94         |
| in % der Umsatzerlöse                | 0,2%         | -1,8%        | 1,8%         | 4,6%         | 6,6%         |
| Ergebnis je Aktie in €               | -0,14        | -0,33        | 0,04         | 0,25         | 0,47         |

Quelle: JDC Group AG; GBC AG

## Geschäftsentwicklung 2018

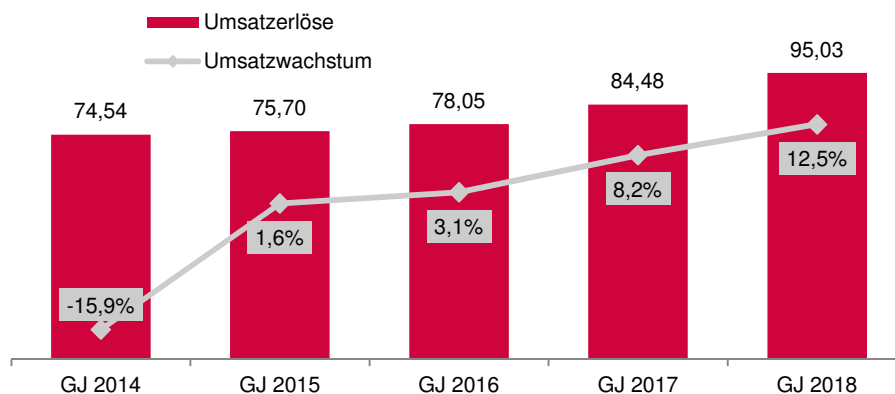
| GuV (in Mio. €)  | GJ 2015 | GJ 2016 | GJ 2017 | GJ 2018 |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| Umsatzerlöse     | 75,70   | 78,05   | 84,48   | 95,03   |
| EBITDA           | 1,28    | 2,72    | 3,19    | 1,46    |
| EBITDA-Marge     | 1,7%    | 3,5%    | 3,8%    | 1,5%    |
| EBIT             | -0,27   | 0,23    | 0,20    | -1,70   |
| EBIT-Marge       | -0,4%   | 0,3%    | 0,2%    | neg.    |
| Jahresüberschuss | -1,73   | -1,21   | -1,68   | -4,34   |

Quelle: JDC Group AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung 2018

Die JDC Group AG ist im Geschäftsjahr 2018 mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 12,5 % auf 95,03 Mio. € (VJ: 84,48 Mio. €) erwartungsgemäß in die zweistelligen Wachstumsregionen vorgestoßen. Besonders zum Jahresende hin, also im vierten Quartal, war die Gesellschaft dabei in der Lage, das Wachstumstempo nochmals zu forcieren. Trotz des deutlichen Umsatzwachstums wurde aber die im Rahmen der Veröffentlichung der Vorjahresgeschäftszahlen ausgegebene Umsatzplanung (Umsatzwachstum in Höhe von 18 %) nicht erreicht. Auch unsere Umsatzschätzungen in Höhe von 101,37 Mio. € erweisen sich hier als zu hoch. Gemäß Unternehmensangaben lässt sich der Umsatzanstieg in erster Linie auf anorganische Effekte zurückzuführen. Diese stehen insbesondere im Zusammenhang mit dem in 2017 abgeschlossenen Kooperationsvertrag mit dem Luftansa-Belegschaftsmakler Albatros Versicherungsdienste GmbH, für die in 2018 mit der Übertragung von rund 150.000 Bestandskunden begonnen wurde. Wir gehen davon aus, dass hier eine langsamere Übertragung als erwartet erfolgt ist, was letztendlich zu niedrigeren Provisionsumsätzen geführt hatte.

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



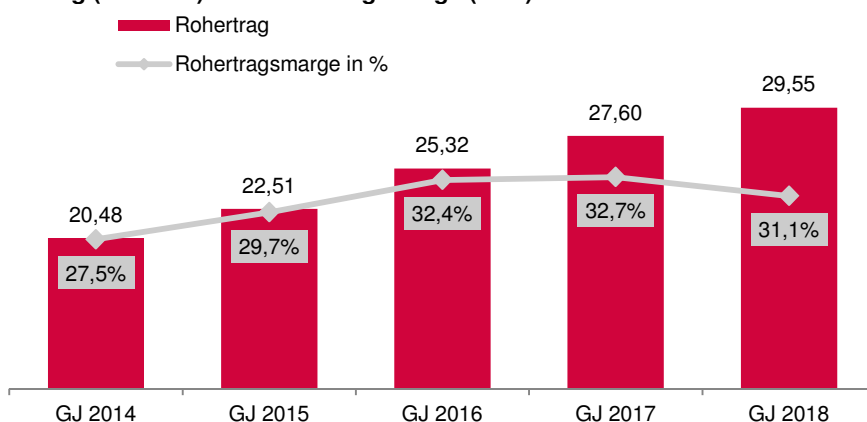
Quelle: JDC Group AG; GBC AG

Auch wenn die JDC Group AG mit der Forcierung des Großkundengeschäftes in 2018 weitere wichtige Kooperationen bekannt geben konnte, werden hieraus signifikante positive Impulse erst im laufenden Geschäftsjahr 2019 erfolgen. Dass aber die Strategie mit der Fokussierung auf dem Großkundengeschäft, insbesondere vor dem Hintergrund eines weiterhin von Konsolidierungsdruck geprägten Marktumfelds richtig ist, zeigt das erreichte deutliche Umsatzwachstum. Dass die Kooperationen bzw. die Bestanderwerbe innerhalb des B2B-Geschäftssegmentes „Advisortech“ erfolgt sind, wird anhand des 15,5 %igen Wachstums auf 76,92 Mio. € (VJ: 66,58 Mio. €) ersichtlich. Dem steht aber ein leichter Umsatzrückgang im B2C-Segment „Advisory“ in Höhe von -1,3 % auf 26,32 Mio. € (VJ: 26,66 Mio. €) gegenüber, was nochmals die fehlenden anorganischen Impulse verdeutlicht.

## Ergebnisentwicklung 2018

Für die Ergebnisentwicklung der JDC Group AG zeichnen in der Regel drei große Kostenblöcke verantwortlich. Besonders im Vordergrund stehen hier die Provisionsaufwendungen, also die Provisionen für die selbstständigen Makler und Handelsvertreter. Folglich gehen die Umsatzerlöse, bei denen keine Makler dazwischengeschaltet sind, mit geringen Provisionsaufwendungen einher und sind daher besonders margenstark. Darüber hinaus hängt die Höhe der Provisionsaufwendungen von den Vertragskonditionen im Großkundengeschäft ab. Hier ist besonders davon auszugehen, dass bei den Umsätzen mit den größeren Partnern etwas geringere Margen erreicht werden, was bereits im leichten Rückgang der Rohertragsmarge in 2018 auf 31,1 % (VJ: 32,7 %) sichtbar wird. Absolut gesehen führte aber der Anstieg der Umsatzerlöse zu einem höheren Rohertrag:

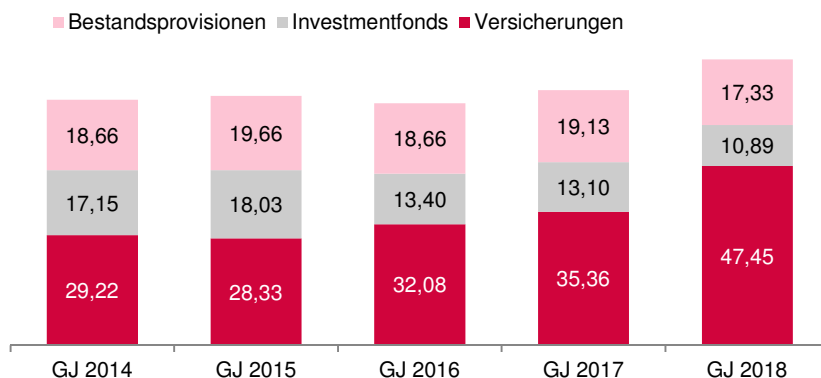
### Rohertrag (in Mio. €) und Rohertragsmarge (in %)



Quelle: JDC Group AG; GBC AG

Bei den Personalaufwendungen, als zweiter wichtiger Kostenblock, wird der deutliche Belegschaftsausbau auf durchschnittlich 262 Personen (VJ: 232 Personen) ersichtlich. Gemäß Unternehmensangaben hat die Anbindung von Großkunden (Übertragung der Bestände) höhere Personalressourcen erfordert, mit entsprechenden Auswirkungen auf einen Anstieg der Personalkosten um 14,8 % auf 16,58 Mio. € (VJ: 14,44 Mio. €). Hier wird zudem der Umstand ersichtlich, wonach die Gesellschaft in den vergangenen Geschäftsjahren einen überproportionalen Anstieg der Umsätze aus dem Versicherungsbereich erzielt hat, wohingegen bei den Umsätzen aus dem Bereich Investmentfonds deutliche Rückgänge verzeichnet wurden.

### Aufteilung der Umsätze nach den wichtigsten Produktgruppen

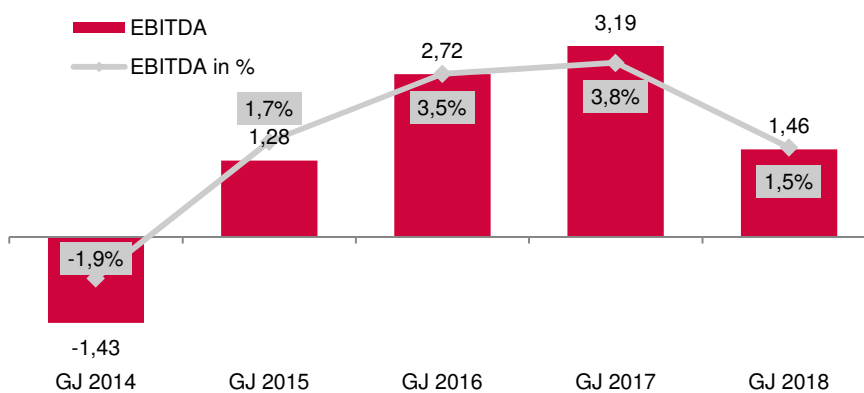


Quelle: JDC Group AG; GBC AG

Im Bereich der Versicherungen herrscht dabei im Vergleich zu den Investmentfonds ein deutlich geringerer Automatisierungsgrad bei der Erfassung der Anträge vor, was sich im deutlichen Anstieg bei den Personalaufwendungen widerspiegelt. Gemäß Unternehmensangaben ist man an dieser Stelle bestrebt, die Prozesse sowie die Technologie zu verbessern, um künftig den geringeren Automatisierungsgrad im weiter an Bedeutung gewinnenden Versicherungsbereich aufzufangen.

Das forcierte anorganische Wachstum macht sich zudem in einem ebenfalls überproportionalen Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen in Höhe von 15,4 % auf 11,50 Mio. € (VJ: 9,97 Mio. €) bemerkbar. Trotz höherer Umsätze verzeichnete die JDC Group AG aufgrund des genannten überdurchschnittlichen Anstiegs bei den drei wichtigsten Kostenblöcken ein rückläufiges EBITDA:

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



Quelle: JDC Group AG; GBC AG

Das vom JDC-Management anvisierte deutliche EBITDA-Wachstum ist damit nicht erreicht worden. Sowohl beim EBIT als auch beim Nachsteuerergebnis wurde der Break-Even in 2018, welchen wir in unseren bisherigen Schätzungen unterstellt hatten, noch nicht erreicht. Im EBIT in Höhe von -1,70 Mio. € (VJ: 0,20 Mio. €) sind dabei die aus der Übernahme von Kundenbeständen resultierenden höheren Abschreibungen enthalten, welche sich gemäß unseren Erwartungen auch in den kommenden Jahren auf ähnlichem Niveau einpendeln sollten.

Im Nachsteuerergebnis in Höhe von -4,34 Mio. € (VJ: -1,68 Mio. €) ist zudem das Finanzergebnis in Höhe von -1,26 Mio. € (VJ: -1,10 Mio. €) enthalten sowie nicht liquiditätswirksame Steueraufwendungen im Zusammenhang mit der Bewertung latenter Steuern. Diese sind mit -1,38 Mio. € (VJ: -0,80 Mio. €) insgesamt höher als im Vorjahr ausgefallen.

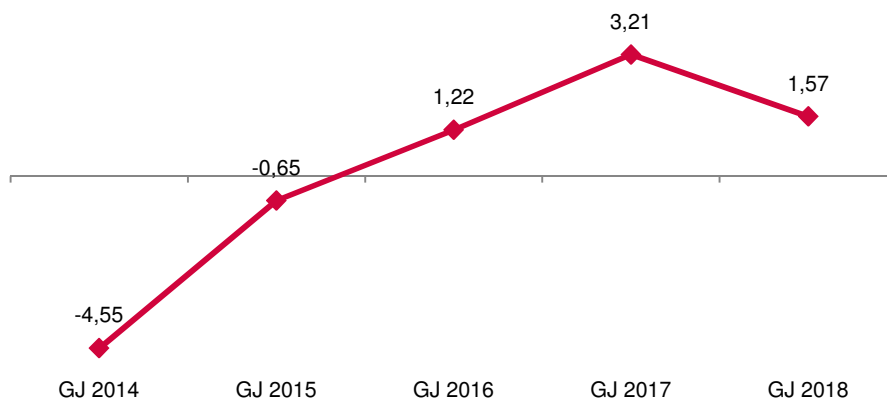
## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2018

| in Mio. €               | 31.12.2015 | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 31.12.2018 |
|-------------------------|------------|------------|------------|------------|
| Eigenkapital            | 24,68      | 29,71      | 28,03      | 33,34      |
| EK-Quote                | 37,5%      | 40,7%      | 37,3%      | 39,0%      |
| Total Debt              | 12,69      | 13,26      | 17,48      | 18,27      |
| Net Debt                | 1,35       | 10,35      | 11,12      | 6,46       |
| Finanzmittel            | 11,34      | 2,91       | 6,36       | 11,80      |
| Anlagevermögen          | 31,66      | 45,80      | 44,48      | 46,90      |
| Working Capital         | -7,59      | -9,69      | -8,07      | -9,90      |
| Cashflow – Operativ     | -0,65      | 1,22       | 3,21       | 1,57       |
| Cashflow – Investition  | -5,23      | -9,40      | -2,02      | -4,93      |
| Cashflow - Finanzierung | 7,25       | 5,77       | 2,24       | 8,82       |

Quelle: JDC Group AG; GBC AG

Trotz des auf Ergebnisebene nicht erreichten Break-Even und der damit auf EBIT-Ebene und Nachsteuerebene negativen Ergebnissituation, war die JDC Group AG in der Lage, einen positiven operativen Cashflow zu erreichen. Dieser lag zwar mit 1,57 Mio. € (VJ: 3,21 Mio. €) aufgrund der höheren dargestellten Ausgaben unterhalb des Vorjahreswertes, es wird aber sichtbar, dass die Gesellschaft mittlerweile ein nachhaltig liquiditätsgenerierendes operatives Geschäft betreibt.

### Operativer Cashflow (in Mio. €)



Quelle: JDC Group AG; GBC AG

Dass der freie Cashflow aber mit -3,36 Mio. € (VJ: 1,19 Mio. €) negativ war, liegt an den in 2018 getätigten Investitionen. Hierzu gehört der Übergang aller Anteile der Assekuranz Herrmann-Gruppe, womit die bestehende Vertriebsstruktur übertragen wurde. Insbesondere diese Transaktion hatte einen Investitions-cashflow in Höhe von -4,93 Mio. € (VJ: -2,02 Mio. €) zur Folge.

Zur Finanzierung des anorganischen Wachstums sowie der noch anvisierten Transaktionen hat die JDC Group AG in 2018 eine Kapitalerhöhung in Höhe von 9,99 Mio. € (netto) erfolgreich im Rahmen einer Privatplatzierung durchgeführt. Insgesamt verbesserte sich damit der Liquiditätsbestand auf 11,80 Mio. € und bietet unseres Erachtens eine hohe Flexibilität zur Wahrung kurzfristiger Akquisitionsoportunitäten. Zugleich verbesserte sich das Eigenkapital auf 33,34 Mio. € (31.12.17: 28,03 Mio. €) und die dazugehörige EK-Quote auf 39,0 % (31.12.17: 37,3 %). Der überwiegende Teil des Fremdkapitals, von den Anleiheverbindlichkeiten in Höhe von 14,81 Mio. € abgesehen, ist dem Working Capital zuzurechnen.

## Entwicklung Q1 2019

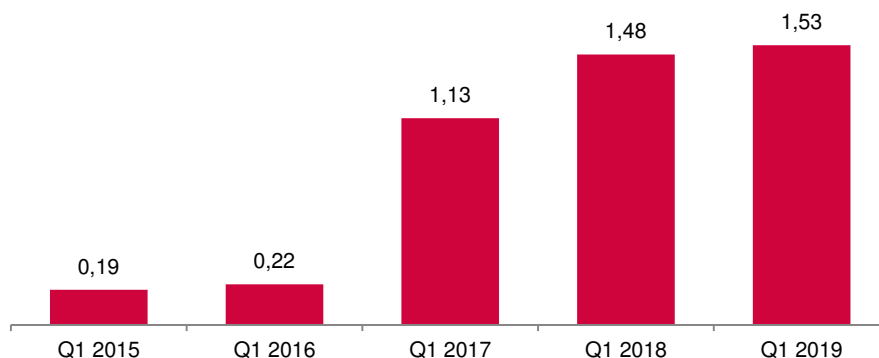
| GuV (in Mio. €)    | Q1 2016 | Q1 2017 | Q1 2018 | Q1 2019 |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|
| Umsatzerlöse       | 17,46   | 19,89   | 22,46   | 26,81   |
| EBITDA             | 0,22    | 1,13    | 1,48    | 1,53    |
| EBITDA-Marge       | 1,3%    | 5,7%    | 6,6%    | 5,7%    |
| EBIT               | -0,21   | 0,36    | 0,82    | 0,80    |
| EBIT-Marge         | neg.    | 1,8%    | 3,7%    | 3,0%    |
| Periodenüberschuss | -0,23   | 0,02    | 0,41    | 0,50    |

Quelle: JDC Group AG; GBC AG

Die Entwicklung der ersten drei Monate 2019 reiht sich nahtlos in die Entwicklung des vergangenen Geschäftsjahres ein, wobei die JDC Group AG eine Trendumkehr auf operativer Ergebnisebene vorzeigen kann. Top-Line legt mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 19,4 % auf 26,81 Mio. € (Q1 18: 22,46 Mio. €) das Wachstumstempo dabei weiter zu. Das Großkundengeschäft lieferte hierzu erneut die wichtigsten Wachstumsimpulse, wobei in den ersten drei Monaten lediglich die Lufthansa-Tochter Albatros Versicherungsdienste GmbH sowie die neue Kooperation mit der RheinLand Versicherungs AG zu den Umsätzen beigetragen haben. Folglich trugen lediglich die Umsätze des B2B-segments „Advisortech“ mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 26,8 % zum Gesamtumsatzanstieg bei, wohingegen sich das B2C-Segment „Advisory“ nur konstant entwickelt hatte.

Trotz der hohen Umsatzdynamik legte das EBITDA mit 3,4 % auf 1,53 Mio. € (Q1 18: 1,48 Mio. €) vergleichsweise nur unterproportional zu. Gemäß Unternehmensangaben ist dies der aktuellen Wachstumsphase geschuldet. Es sind dabei insbesondere in den vergangenen Monaten eine Reihe neuer Kooperationen sowie der Erwerb eines Investmentpools erfolgt, also Maßnahmen, für die bereits Kosten angefallen sind, denen jedoch noch keine entsprechenden Umsätze gegenüber stehen. Nach der hierfür notwendigen typischen Anlaufzeit sollen hieraus nennenswerte Ergebnisbeiträge generiert werden.

### EBITDA auf Q1-Basis (in Mio. €)



Quelle: JDC Group AG; GBC AG

Das Erreichen eines positiven Nachsteuerergebnisses, nachdem dieses im Vorjahr noch deutlich im negativen Bereich lag, ist an dieser Stelle hervorzuheben.

## PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

| GuV (in Mio. €)  | GJ 2018 | GJ 2019e | GJ 2020e | GJ 2021e |
|------------------|---------|----------|----------|----------|
| Umsatzerlöse     | 95,03   | 111,18   | 130,05   | 150,86   |
| EBITDA           | 1,46    | 5,07     | 9,16     | 13,14    |
| EBITDA-Marge     | 1,5%    | 4,6%     | 7,0%     | 8,7%     |
| EBIT             | -1,70   | 1,97     | 5,96     | 9,94     |
| EBIT-Marge       | neg.    | 1,8%     | 4,6%     | 6,6%     |
| Jahresüberschuss | -4,34   | 0,54     | 3,30     | 6,12     |

Quelle: JDC Group AG; GBC AG

Das in 2018 sowie im ersten Quartal 2019 erreichte Umsatzwachstum lässt sich bei der JDC Group AG in erster Linie auf anorganische Bestandteile zurückführen und steht insbesondere mit der Eingliederung der Albatros-Verträge (Lufthansa-Tochter) in Verbindung. Insgesamt umfasst die Albatros-Kooperation 150.000 Versicherungsverträge mit einem jährlichen Potenzial der Provisionserlöse in Höhe von 20 Mio. €. Hier ist davon auszugehen, dass noch keine vollumfängliche Übertragung in 2018 stattgefunden hat, was aber gleichzeitig mit zusätzlichen Umsatzpotenzialen für das laufende Geschäftsjahr einhergeht.

Gemäß aktueller Unternehmensplanung soll im laufenden Geschäftsjahr eine deutliche Steigerung der Umsatzerlöse auf mehr als 110 Mio. € erreicht werden. Alleine die fortschreitende Übertragung der Albatros-Verträge sollte wichtige Impulse für den erwarteten Umsatzzanstieg liefern. Darüber hinaus wurden im laufenden Geschäftsjahr bereits weitere Kooperationsverträge und Bestandsübernahmen getätigt und damit die Basis für das Umsatzwachstum ausgeweitet. Nachdem im Oktober 2018 bereits ein LOI über die Zusammenarbeit mit der comdirect Bank AG erfolgt ist, im Rahmen dessen die comdirect plant, künftig die Vermittlung von Versicherungen über die JDC Group AG abzuwickeln, wurde jüngst mit der Sparda-Bank Baden Württemberg eine zweite Bankkooperation vereinbart. Im Rahmen der geplanten fünfjährigen Kooperation wird die Sparda Versicherungsservice GmbH für ihr Versicherungsgeschäft die JDC-Technologie nutzen.

Darüber hinaus wurde mit der Ausschließlichkeitsorganisation RheinLand Versicherungs AG eine Kooperation für die Vermittlung von Altersvorsorgeprodukten vereinbart und damit liefert die JDC Group AG einen weiteren „Proof of concepts“ für das aktuell im Fokus stehende Großkundengeschäft.

Schließlich treibt die Gesellschaft das anorganische Wachstum mit dem jüngsten Erwerb des Stuttgarter Investmentpools KOMM Investment & Anlagenvermittlungs GmbH weiter voran. Der Maklerpool weist einen Fondsbestand in Höhe von 550 Mio. € auf und dürfte bei einem Jahresumsatz in Höhe von 5,0 Mio. € bereits mit der erstmaligen Einbindung einen positiven Ergebnisbeitrag leisten.

Diese Transaktion ist damit als ein weiterer Schritt zu sehen, vor dem Hintergrund des anhaltenden Konsolidierungstrends bei den selbstständigen Maklern. Aufgrund der zunehmenden Regulierung in der Finanzdienstleistungsbranche sowie des steigenden Durchschnittsalters unabhängiger Makler, ist bereits jetzt eine Konsolidierung von Maklerbeständen zu beobachten. Dabei trifft die stärkere Regulierung mit dem Trend zu mehr administrativem Aufwand bei geringerer Vergütung, insbesondere die unabhängigen Makler. Während dabei aufgrund der Finanzanlagevermittlerverordnung der Dokumentierungsaufwand deutlich angestiegen ist, werden von den Produktunternehmen, als Resultat des LVRG (Lebensversicherungs- Reformgesetz) oder der MiFID-Umsetzungsgesetze, geringere Provisionen gezahlt. Große Maklerpools wie die Jung, DMS & Cie. AG verzeichnen vor diesem Hintergrund einen Zulauf von bisher einzeln agierenden Finanzvermittlern. Denn nur innerhalb größerer Organisationen können die

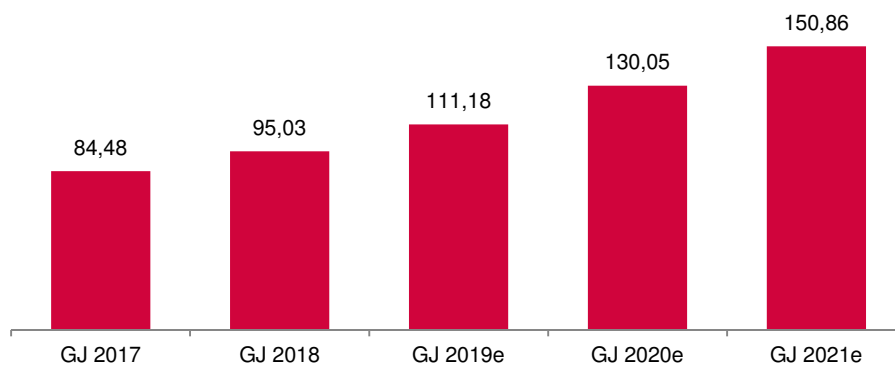


höheren regulatorischen und IT-spezifischen Anforderungen umgesetzt werden. Darüber hinaus ist die JDC-Gruppe aufgrund des höheren vermittelten Volumens in der Lage, bessere Konditionen bei den Produktanbietern zu erhalten.

## Umsatz- und Ergebnisprognosen 2019 – 2021

In Summe dürften die Umsatzimpulse der neuen Kooperationen, des Unternehmenserwerbs des Investmentpools KOMM sowie der weiteren Übertragung der Albatros-Kundenbestände zum von der Gesellschaft anvisierten Umsatzwachstum beitragen. Letztendlich könnte sich die JDC-Guidance auch auf der bereits bestehenden Basis, ohne Hinzurechnung weiteren anorganischen Wachstums, als konservativ erweisen. Dennoch orientieren wir uns bei unseren Prognosen an dem von der Gesellschaft erwarteten Umsatzwachstum auf mehr als 110 Mio. € und prognostizieren Umsatzerlöse in Höhe von 118,18 Mio. €. Für die kommenden Geschäftsjahre sollten die neu aufgenommenen Kooperationen, die sich noch im laufenden Geschäftsjahr in der Anlaufphase befinden, zunehmend an Fahrt gewinnen und wir rechnen mit einer Beschleunigung der Wachstumsdynamik.

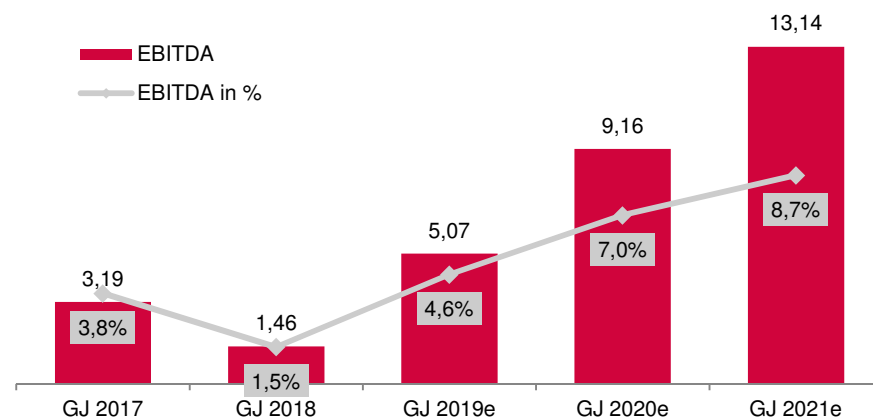
### Prognose der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Aufgrund der zunehmenden Bedeutung des Großkundengeschäftes unterstellen wir eine nur konstante Entwicklung des Rohertrages. Grundsätzlich sollten dabei beim volumenstarken Geschäft etwas schlechtere Konditionen vorliegen als im Maklergeschäft. Dennoch hat die JDC Group AG in den vergangenen Jahren den Beweis erbracht, dass trotz signifikanter Umsatzsteigerungen Rohertragsmargen oberhalb von 70 % erreicht werden können. Diesen Wert haben wir für die kommenden Geschäftsjahre als Orientierungsgröße herangezogen.

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



Quelle: GBC AG

Bei den Overheadkosten haben wir hingegen eine nur unterproportionale Entwicklung unterstellt. Wir gehen davon aus, dass die insbesondere bei den Produktgruppen mit einem geringeren Automatisierungsgrad bei der Produkterfassung deutliche Verbesserungen im Prozessablauf und bei der Technologie erreicht werden, so dass beispielsweise die Personalaufwendungen nur noch unterproportional zum Umsatz ansteigen dürften. Mit der darüber hinaus gehenden Realisierung von Skaleneffekten sollte die JDC Group AG in der Lage sein, die EBITDA-Marge in einem hohen einstelligen Prozentbereich zu steigern. Bis zum Jahr 2021 rechnen wir mit einem Anstieg der EBITDA-Marge auf 8,7 %, wobei wir grundsätzlich auch höhere Rentabilitätsniveaus als realisierbar erachten. In der Stetigkeitsphase unseres DCF-Bewertungsmodells unterstellen wir daher eine EBITDA-Marge in Höhe von 10,2 %.

## **Bewertung**

### ***Modellannahmen***

Die JDC Group AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019 - 2021 in Phase 1, erfolgt von 2022 - 2026 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,2 % angenommen. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

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

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der JDC Group AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 % (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 1,41.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,78% (bisher: 9,03 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,00 % (bisher: 8,10 %).

### ***Bewertungsergebnis***

Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018 entspricht als Kursziel 11,00 € (bisher: 12,10 €). Die Kurszielminderung ist hauptsächlich auf die Prognosen für die Geschäftsjahre 2019 – 2020 zurückzuführen, die wir als Folge der unter den Erwartungen gebliebenen operativen Entwicklung in 2018 reduziert haben. Nach wie vor gehen wir aber davon aus, dass die Gesellschaft zeitnah ein nachhaltiges Überschreiten der Break-Even-Schwelle auf allen Ergebnisebenen erreichen dürfte.

## DCF-Modell

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

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

| consistency - Phase              |       | final - Phase                    |       |
|----------------------------------|-------|----------------------------------|-------|
| Umsatzwachstum                   | 3,0%  | ewiges Umsatzwachstum            | 2,0%  |
| EBITDA-Marge                     | 10,2% | ewige EBITA - Marge              | 8,7%  |
| AFA zu operativen Anlagevermögen | 7,0%  | effektive Steuerquote im Endwert | 30,0% |
| Working Capital zu Umsatz        | -5,8% |                                  |       |

#### dreistufiges DCF - Modell:

| Phase                           | estimate |        |        | consistency |        |        |        |        | final<br>Endwert |
|---------------------------------|----------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|------------------|
|                                 | GJ 19e   | GJ 20e | GJ 21e | GJ 22e      | GJ 23e | GJ 24e | GJ 25e | GJ 26e |                  |
| in Mio. EUR                     |          |        |        |             |        |        |        |        |                  |
| Umsatz (US)                     | 111,18   | 130,05 | 150,86 | 155,38      | 160,05 | 164,85 | 169,79 | 174,89 |                  |
| US Veränderung                  | 17,0%    | 17,0%  | 16,0%  | 3,0%        | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%   | 2,0%             |
| US zu operativen Anlagevermögen | 2,43     | 2,95   | 3,56   | 3,80        | 4,04   | 4,30   | 4,57   | 4,86   |                  |
| EBITDA                          | 5,07     | 9,16   | 13,14  | 15,85       | 16,32  | 16,81  | 17,32  | 17,84  |                  |
| EBITDA-Marge                    | 4,6%     | 7,0%   | 8,7%   | 10,2%       | 10,2%  | 10,2%  | 10,2%  | 10,2%  |                  |
| EBITA                           | 1,97     | 5,96   | 9,94   | 12,88       | 13,46  | 14,04  | 14,64  | 15,24  |                  |
| EBITA-Marge                     | 1,8%     | 4,6%   | 6,6%   | 8,3%        | 8,4%   | 8,5%   | 8,6%   | 8,7%   | 8,7%             |
| Steuern auf EBITA zu EBITA      | -0,59    | -1,79  | -2,98  | -3,86       | -4,04  | -4,21  | -4,39  | -4,57  |                  |
| EBI (NOPLAT)                    | 1,38     | 4,17   | 6,96   | 9,02        | 9,42   | 9,83   | 10,25  | 10,67  | 30,0%            |
| Kapitalrendite                  | 3,7%     | 11,0%  | 19,0%  | 25,0%       | 29,5%  | 32,4%  | 35,6%  | 39,0%  | 41,8%            |
| Working Capital (WC)            | -8,00    | -7,50  | -6,40  | -8,97       | -9,23  | -9,51  | -9,80  | -10,09 |                  |
| WC zu Umsatz                    | -7,2%    | -5,8%  | -4,2%  | -5,8%       | -5,8%  | -5,8%  | -5,8%  | -5,8%  |                  |
| Investitionen in WC             | -1,90    | -0,50  | -1,10  | 2,57        | 0,27   | 0,28   | 0,29   | 0,29   |                  |
| Operatives Anlagevermögen (OAV) | 45,80    | 44,10  | 42,40  | 40,93       | 39,57  | 38,30  | 37,12  | 36,02  |                  |
| AFA auf OAV                     | -3,10    | -3,20  | -3,20  | -2,97       | -2,87  | -2,77  | -2,68  | -2,60  |                  |
| AFA zu OAV                      | 6,8%     | 7,3%   | 7,5%   | 7,0%        | 7,0%   | 7,0%   | 7,0%   | 7,0%   |                  |
| Investitionen in OAV            | -2,00    | -1,50  | -1,50  | -1,50       | -1,50  | -1,50  | -1,50  | -1,50  |                  |
| Investiertes Kapital            | 37,80    | 36,60  | 36,00  | 31,97       | 30,33  | 28,79  | 27,32  | 25,93  |                  |
| EBITDA                          | 5,07     | 9,16   | 13,14  | 15,85       | 16,32  | 16,81  | 17,32  | 17,84  |                  |
| Steuern auf EBITA               | -0,59    | -1,79  | -2,98  | -3,86       | -4,04  | -4,21  | -4,39  | -4,57  |                  |
| Investitionen gesamt            | -3,90    | -2,00  | -2,60  | 1,07        | -1,23  | -1,22  | -1,21  | -1,21  |                  |
| Investitionen in OAV            | -2,00    | -1,50  | -1,50  | -1,50       | -1,50  | -1,50  | -1,50  | -1,50  |                  |
| Investitionen in WC             | -1,90    | -0,50  | -1,10  | 2,57        | 0,27   | 0,28   | 0,29   | 0,29   |                  |
| Investitionen in Goodwill       | 0,00     | 0,00   | 0,00   | 0,00        | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |                  |
| Freie Cashflows                 | 0,58     | 5,37   | 7,56   | 13,05       | 11,06  | 11,38  | 11,71  | 12,06  | 171,71           |

|                                     |              |        |
|-------------------------------------|--------------|--------|
| Wert operatives Geschäft (Stichtag) | 152,27       | 159,09 |
| Barwert expliziter FCFs             | 52,09        | 50,89  |
| Barwert des Continuing Value        | 100,18       | 108,19 |
| Nettoschulden (Net debt)            | 7,81         | 3,69   |
| Wert des Eigenkapitals              | 144,46       | 155,39 |
| Fremde Gewinnanteile                | 0,00         | 0,00   |
| Wert des Aktienkapitals             | 144,46       | 155,39 |
| Ausstehende Aktien in Mio.          | 13,13        | 13,13  |
| Fairer Wert der Aktie in EUR        | <b>11,00</b> | 11,84  |

#### Kapitalkostenermittlung:

|                    |             |
|--------------------|-------------|
| risikolose Rendite | 1,0%        |
| Marktrisikoprämie  | 5,5%        |
| Beta               | 1,41        |
| Eigenkapitalkosten | 8,8%        |
| Zielgewichtung     | 80,0%       |
| Fremdkapitalkosten | 6,0%        |
| Zielgewichtung     | 20,0%       |
| Taxshield          | 18,3%       |
| WACC               | <b>8,0%</b> |

| Kapitalrendite | WACC  |       |              |       |      |
|----------------|-------|-------|--------------|-------|------|
|                | 7,0%  | 7,5%  | 8,0%         | 8,5%  | 9,0% |
| 38,8%          | 12,41 | 11,32 | 10,43        | 9,68  | 9,04 |
| 40,3%          | 12,78 | 11,65 | 10,72        | 9,94  | 9,27 |
| 41,8%          | 13,14 | 11,97 | <b>11,00</b> | 10,19 | 9,50 |
| 43,3%          | 13,51 | 12,30 | 11,29        | 10,45 | 9,74 |
| 44,8%          | 13,88 | 12,62 | 11,58        | 10,71 | 9,97 |

## 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,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 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:

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

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

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

### **§ 3 Urheberrechte**

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

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

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



**GBC AG®**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

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