



Researchstudie (Update)

EQS Group AG



**Rollout des neuen Cockpits sollte
bereits in diesem Jahr deutliche Umsatzimpulse liefern**

**Kursziel 94,00 €
(bisher: 93,20 €)**

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 9**

EQS Group AG ^{*5a;7;11}

Rating: Kaufen
Kursziel: 94,00 €
(bisher: 93,20 €)

aktueller Kurs: 65,50 €
27.08.2019 / ETR 14:09
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005494165
WKN: 549416
Börsenkürzel: EQS
Aktienanzahl³: 1,44
Marketcap³: 93,99
EnterpriseValue³: 112,66
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 48,9%

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 10

Unternehmensprofil

Branche: Software

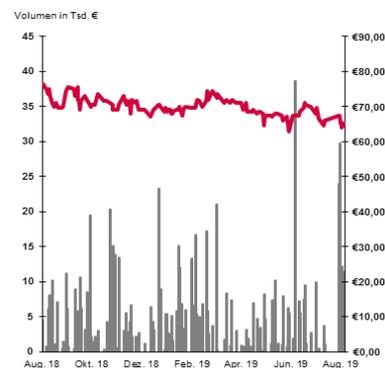
Fokus: Corporate Compliance und Investor Relations

Mitarbeiter: 468 Stand: 30.06.2019

Gründung: 2000

Firmensitz: München

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



Die EQS Group ist ein internationaler Anbieter von regulatorischen Technologien in den Bereichen Corporate Compliance und Investor Relations. Die Produkte der EQS Group sind in der cloud-basierten Software 'EQS COCKPIT' gebündelt. Damit lassen sich Compliance-Workflows in den Bereichen Hinweisgeber-schutz und Case Management, Richtlinien-Management, Insiderlistenverwaltung und Meldepflichten professionell steuern. Börsennotierte Unternehmen nutzen zudem ein globales Newswire, Investor Targeting und Kontaktmanagement, IR Webseiten, digitale Berichte und Webcasts für eine effiziente und sichere Investorenkommunikation. Die EQS Group wurde im Jahr 2000 in München gegründet. Heute ist der Konzern mit mehr als 350 Mitarbeitenden 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	38,50	41,58	48,86
EBITDA	0,30	3,29	4,94	6,88
EBIT	-2,06	-0,71	0,78	2,56
Jahresüberschuss	0,79	-1,15	0,31	1,56

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,55	-0,80	0,22	1,09
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	3,11	2,93	2,71	2,31
EV/EBITDA	374,12	34,23	22,79	16,37
EV/EBIT	neg.	neg.	143,74	44,07
KGV	118,80	neg.	301,24	60,34
KBV	3,32			

Finanztermine

15.11.2019: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

29.05.2019: RS / 93,20 / KAUFEN

24.04.2019: RS / 94,60 / KAUFEN

03.12.2018: RS / 91,70 / KAUFEN

24.08.2018: RS / 92,00 / KAUFEN

07.06.2018: RS / 92,50 / KAUFEN

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

Geschäftsentwicklung H1 2019

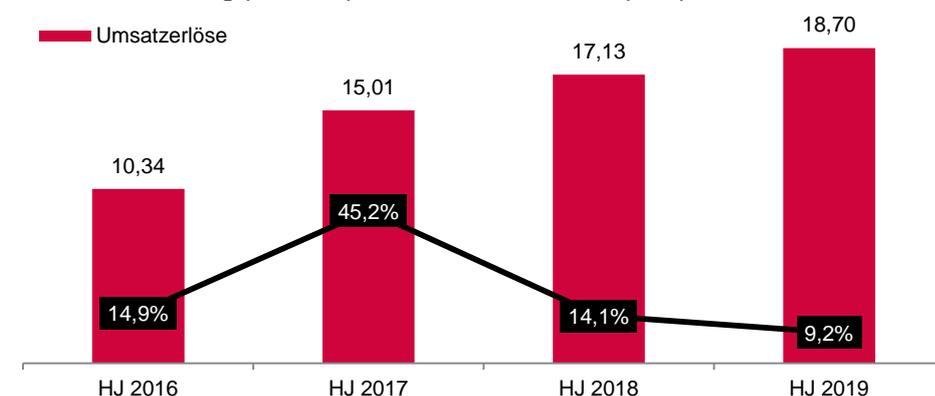
in Mio. €	HJ 2016	HJ 2017	HJ 2018	HJ 2019
Umsatzerlöse	10,34	15,01	17,13	18,70
EBITDA	1,21	1,55	-0,05	0,15
EBITDA-Marge	11,7%	10,3%	-0,3%	0,8%
EBIT	0,66	0,56	-1,09	-2,02
EBIT-Marge	6,4%	3,7%	-6,4%	-10,8%
Nettoergebnis	0,10	-0,10	0,24	-2,35
EPS in €	0,09	-0,08	0,17	-1,64

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzentwicklung

Die Umsatzerlöse zum ersten Halbjahr 2019 lagen leicht unter den Erwartungen und stiegen um 9,2% auf 18,70 Mio. € an (VJ: 17,13 Mio. €). Hintergrund dieser Entwicklung waren primär ausbleibende Börsengänge und eine Verschiebung von XML-Einreichungen auf das zweite Halbjahr.

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Getrieben wurde die Umsatzentwicklung primär durch das Segment Compliance, welches eine Umsatzsteigerung in Höhe von 15,1% auf 9,61 Mio. € (VJ: 8,35 Mio. €) erzielte. Trotz dieser Wachstumsdynamik lag das Segment laut dem Management noch leicht unter den Erwartungen. So konnten deutliche Steigerungen im Bereich Meldevolumen, Insider Manager und Integrity Line erzielt werden, jedoch haben sich XML-Erlöse teilweise auf das zweite Halbjahr verschoben. Hintergrund dieser Verschiebungen sind teilweise noch nicht abgerufene Volumen von Bestandskunden. ARIVA.DE konnte sich ebenfalls im Compliance-Bereich um rund 12% auf 1,43 Mio. € steigern. Durch die Veräußerung der ARIVA.DE zum 01.07.2019 sollten im kommenden Quartal keine weiteren Umsätze berücksichtigt werden.

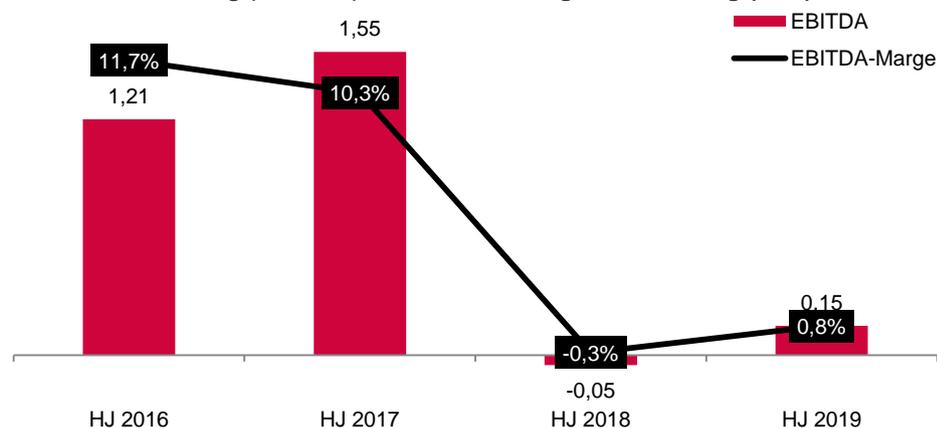
Im Vergleich hierzu stieg das Segment Investor Relations nur um 4% auf 9,09 Mio. € an. Dennoch konnten die Konzernkunden um 20 auf 2.103 gesteigert werden. Im Bereich der IR lieferte ARIVA.DE einen Umsatzbeitrag in Höhe von 2,07 Mio. € und konnte nur ein Wachstum von 1,0% aufweisen.

Ergebnisentwicklung

Bedingt durch IFRS 16-Effekte stieg das EBITDA auf 0,15 Mio. € an (VJ: -0,05 Mio. €). Exklusive der IFRS 16-Effekte belief sich das bereinigte EBITDA auf 0,76 Mio. € (VJ: -0,05 Mio. €). Insgesamt erhöhten sich zum ersten Halbjahr die Kosten leicht überproportional um 11,3% auf 22,66 Mio. € (VJ: 20,36 Mio. €) aufgrund des stärkeren Mitarbeiter-

ausbaus, den bezogenen Programmierleistungen und damit verbundene Infrastrukturaufwendungen. Diese Kostenentwicklung konnte bereits umgekehrt werden; so lag der Kostenanstieg im ersten Quartal bei 17% und im zweiten Quartal stiegen die Kosten bereits unterproportional um nur noch 6%. Weiterhin sollen mit der Entkonsolidierung der ARIVA.DE die Kosten weiter sinken.

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Maßgeblicher Kostentreiber waren weiterhin die Personalaufwendungen, welche sich um 17,4% auf 12,93 Mio. € (VJ: 11,01 Mio. €) erhöhten, was auf den Ausbau von Entwicklern zurückzuführen ist. Gleichsam erhöhten sich in leicht geringerem Maß die bezogenen Leistungen um 14,6% auf 3,76 Mio. € (VJ: 3,28 Mio. €). Die bezogenen Leistungen waren vornehmlich beauftragte Freelancer für die Produktentwicklung. Dennoch setzt sich der Trend weiter fort, dass zunehmend mehr Programmierleistungen Inhouse abgewickelt werden.

Insgesamt lag das Konzernergebnis bei -2,45 Mio. € (VJ: 0,15 Mio. €). Wir gehen davon aus, dass die Marge sich insbesondere im vierten Quartal deutlich verbessern wird und somit das Jahresergebnis besser ausfallen wird.

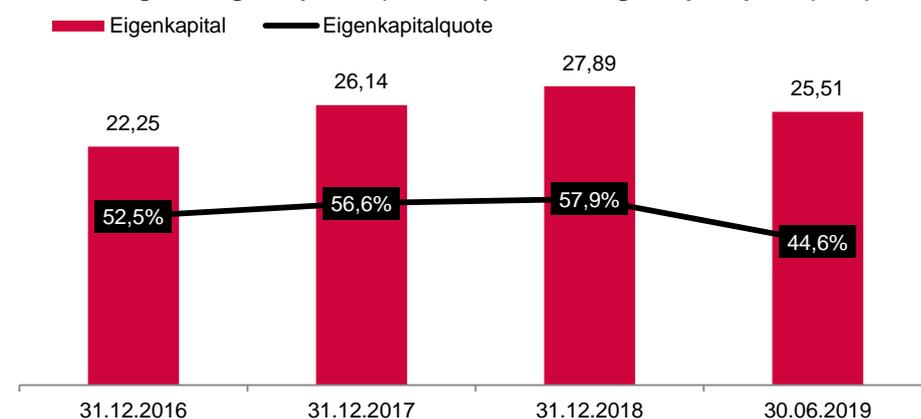
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	30.06.2019
Eigenkapital*	26,14	27,89	25,51
EK-Quote (in %)	56,6%	57,9%	45,0%
Operatives Anlagevermögen	13,67	18,95	28,74
Working Capital	0,21	-1,83	-3,04
Net Debt	-2,49	7,75	18,67
Cashflow (Operativ)	1,65	2,60	0,76
Cashflow (Investition)	-7,59	-8,37	-1,86
Cashflow (Finanzierung)	6,09	0,63	1,04

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

Durch den IRFS 16-Effekt kam es zu deutlichen Veränderungen der Bilanzkennzahlen ohne einen operativen Effekt. So erhöhten sich durch die Aktivierungen der Leasingverträge die Sachanlagen auf 11,13 Mio. € (31.12.2018 2,24 Mio. €). Durch die Bilanzverlängerung reduzierte sich die Eigenkapitalquote auf 44,0% (31.12.2018: 57,9%).

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



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

Durch den reduzierten Bilanzgewinn sank auch das Eigenkapital ab. Der Bilanzgewinn sank auf 5,75 Mio. € (VJ: 8,10 Mio. €) und entsprechend lag das Eigenkapital (exklusive Minderheiten) am 30.06.2019 bei 25,51 Mio. € (31.12.2018: 27,89 Mio. €).

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e
Umsatzerlöse	36,21	38,50	41,58	48,86
EBITDA	0,30	3,29	4,94	6,88
EBITDA-Marge	0,8%	8,6%	11,9%	14,1%
EBIT	-2,06	-0,71	0,78	2,56
EBIT-Marge	-5,7%	-1,8%	1,9%	5,2%
Nettoergebnis	0,79	-1,15	0,31	1,56
EPS in €	0,55	-0,80	0,22	1,09

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzprognosen

Im Zuge der Entkonsolidierung der ARIVA.DE AG im zweiten Halbjahr 2019 wurde die Guidance angepasst. Das Management erwartet nun einen Umsatzanstieg um 4% bis 9% auf 37,5 Mio. € bis 39,5 Mio. €.

Durch die Entkonsolidierung der ARIVA.DE AG im zweiten Halbjahr 2019 sollte das Unternehmen sich noch stärker auf das Kerngeschäft fokussieren können. ARIVA.DE mit dem Sitz Kiel war geografisch deutlich getrennt von dem EQS-Hauptsitz in München. Zudem sollte auch die große Anzahl an Mitarbeitern der ARIVA.DE (115 zum 31.12.2018) umfangreiche Management-Ressourcen erfordert haben. Insgesamt erwarten wir, dass das Unternehmen stärker aus dem Verkauf der ARIVA.DE AG hervorgehen sollte, da ein noch stärkerer Fokus auf das Kerngeschäft gelegt werden kann.

Unseres Erachtens ist die EQS Group sehr gut aufgestellt und sollte mit dem neuen Cockpit deutliche Umsatz- und Ergebnisimpulse erzielen können. Dennoch haben wir aktuell keine Sichtbarkeit für neue IPOs; mit der anhaltenden Volatilität des Marktes gehen wir davon aus, dass dieses Jahr wenig bis keine weiteren IPOs anstehen. Entsprechend erwarten wir einen Umsatz im mittleren Bereich der Guidance in Höhe von 38,50 Mio. € für das laufende Geschäftsjahr 2019.

Prognose der Umsatzerlöse und des Umsatzwachstums



Quelle: GBC

Den wichtigsten Wachstumstreiber sehen wir in dem Wechsel auf das neue Cockpit. Dieser Prozess soll im September angestoßen werden und wird wohl primär im vierten Quartal sichtbar. Das neue Cockpit weist zahlreiche neue Funktionen und Tools auf und bietet den Kunden deutlichen Mehrwert, welcher auch mit einem neuen Preismodell versehen sein wird. Gleichsam sollte der Wechsel mit einer Setup Fee (Einrichtungsg Gebühr) versehen sein. Wir gehen davon aus, dass die EQS zahlreiche Anreize zum Wechseln bieten wird, dennoch sollte der Prozess mehrere Monate in Anspruch neh-

men, da viele der Kunden auch Großkonzerne sind, welche in der Regel langsamere Entscheidungsprozesse haben.

Insgesamt sollten die maßgeblichen Umsatztreiber weiterhin die zunehmende Digitalisierung, Regulierung und Globalisierung sein. Das Unternehmen geht davon aus, in den Jahren 2019 bis 2025 jährlich durchschnittlich mit 18% bis 20% zu wachsen.

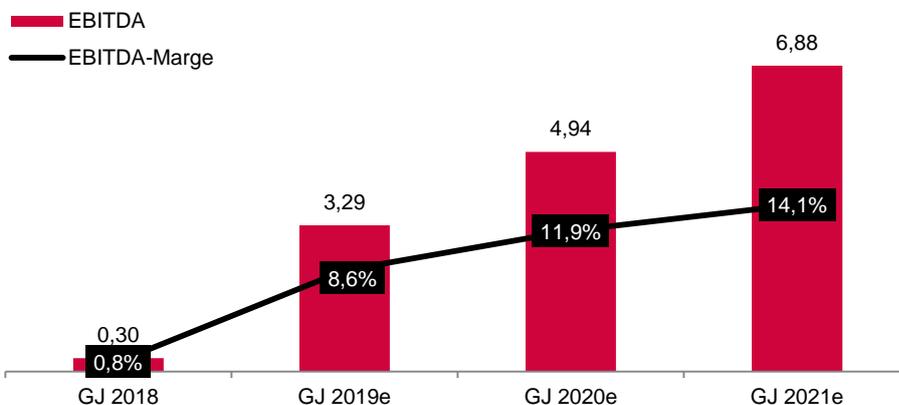
Wir erwarten, dass das Segment IR mit etwa 10% ein gutes Wachstum aufweisen wird, primär getrieben durch das neue Cockpit. Weiterhin sollte sich auch der Bereich News-wire weiterhin dynamisch entwickeln. Im Segment Compliance gehen wir von einem deutlich dynamischeren Wachstum von etwa 20% aus. Starke Wachstumsfelder sehen wir im Bereich Policy Manager, Integrity Line und Insider Manager sowie LEI-Vergabe.

Unseres Erachtens ist das Unternehmen sehr gut positioniert, um in den vertretenen Märkten dynamisch zu wachsen und wir erwarten ein Umsatzwachstum um 8,0% auf 41,58 Mio. € im Jahr 2020 und ein weiteres Wachstum um 17,5% auf 48,86 Mio. € im Jahr 2021.

Ergebnisprognosen

Die Unternehmens-Guidance liegt bei einem EBITDA in Höhe von 2,80 bis 3,80 Mio. €. Bereinigt um IFRS 16-Effekte läge die Guidance bei 1,0 bis 2,0 Mio. €. Für das laufende Geschäftsjahr 2019 erwarten wir ein EBITDA in Höhe von 3,29 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 8,6% entspricht.

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 SAAS-Geschäftsmodell der EQS Group äußerst skalierbar ist und mit den steigenden Umsätzen signifikante Margenverbesserungen erzielbar sind. Entsprechend erwarten wir eine Margenverbesserung auf 11,0% im Geschäftsjahr 2020 (4,94 Mio. € EBITDA) und einen weiteren Anstieg der Marge auf 14,1% im Geschäftsjahr 2021 (6,88 Mio. € EBITDA). Mit dieser Entwicklung liegen wir im Rahmen der Unternehmens-Guidance, welche eine EBITDA-Marge von mindestens 30% im Jahr 2025 in Aussicht stellt.

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: 1,00%).**

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

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

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 2020 entspricht als Kursziel 94,00 € (bisher: 93,20 €).

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)	38,50	45,43	54,06	60,01	66,61	73,94	82,07	91,10	
US Veränderung	6,3%	18,0%	19,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,59	1,96	2,44	2,83	3,30	3,85	4,51	5,30	
EBITDA	3,29	5,89	10,68	12,58	14,76	17,27	20,15	23,46	
EBITDA-Marge	8,6%	13,0%	19,8%	21,0%	22,2%	23,4%	24,6%	25,8%	
EBITA	-0,71	1,73	6,35	7,63	10,03	12,77	15,88	19,41	
EBITA-Marge	-1,8%	3,8%	11,8%	12,7%	15,1%	17,3%	19,3%	21,3%	19,0%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,07	-0,52	-2,22	-2,67	-3,51	-4,47	-5,56	-6,79	
EBI (NOPLAT)	-0,78	1,21	4,13	4,96	6,52	8,30	10,32	12,62	32,0%
Kapitalrendite	-4,5%	5,3%	18,4%	22,3%	29,9%	39,8%	51,8%	66,3%	66,3%
Working Capital (WC)	-1,50	-0,75	0,01	0,60	0,67	0,74	0,82	0,91	
WC zu Umsatz	-3,9%	-1,7%	0,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Investitionen in WC	-0,33	-0,75	-0,76	-0,59	-0,07	-0,07	-0,08	-0,09	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	24,20	23,20	22,20	21,20	20,20	19,20	18,20	17,20	
AFA auf OAV	-4,00	-4,16	-4,33	-4,95	-4,72	-4,50	-4,28	-4,05	
AFA zu OAV	16,5%	17,9%	19,5%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	
Investitionen in OAV	-9,25	-3,16	-3,33	-3,95	-3,72	-3,50	-3,28	-3,05	
Investiertes Kapital	22,70	22,45	22,21	21,80	20,86	19,94	19,02	18,11	
EBITDA	3,29	5,89	10,68	12,58	14,76	17,27	20,15	23,46	
Steuern auf EBITA	-0,07	-0,52	-2,22	-2,67	-3,51	-4,47	-5,56	-6,79	
Investitionen gesamt	-9,58	-3,91	-4,09	-4,54	-3,79	-3,57	-3,36	-3,14	
Investitionen in OAV	-9,25	-3,16	-3,33	-3,95	-3,72	-3,50	-3,28	-3,05	
Investitionen in WC	-0,33	-0,75	-0,76	-0,59	-0,07	-0,07	-0,08	-0,09	
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	2,27	-1,04	1,87	2,87	4,96	6,73	8,74	11,02	187,54

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	130,80	142,58
Barwert expliziter FCFs	22,84	25,75
Barwert des Continuing Value	107,96	116,82
Nettoschulden (Net debt)	5,82	7,20
Wert des Eigenkapitals	124,98	135,38
Fremde Gewinnanteile	-0,46	-0,49
Wert des Aktienkapitals	124,53	134,89
Ausstehende Aktien in Mio.	1,43	1,43
Fairer Wert der Aktie in EUR	86,78	94,00

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%
65,8%	105,04	98,89	93,37	88,37	83,84
66,0%	105,40	99,23	93,68	88,67	84,12
66,3%	105,77	99,57	94,00	88,97	84,40
66,5%	106,13	99,91	94,32	89,26	84,68
66,8%	106,49	100,25	94,63	89,56	84,96

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), stellvertr. Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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