



Researchstudie (Update)

EQS Group AG



Sehr starkes Q1

-

Wachstum am oberen Ende der Guidance

Kursziel: 91,50 €
(bisher: 91,50 €)

Rating: Halten

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 10

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 22.05.2020 (16:20 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 25.05.2020 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2020

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

Rating: Halten
Kursziel: 91,50 €
(bisher: 91,50 €)

aktueller Kurs: 90,00 €
19.05.2020 / ETR 17:36
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005494165
WKN: 549416
Börsenkürzel: EQS
Aktienanzahl³: 1,44
Marketcap³: 129,15
EnterpriseValue³: 139,63
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 48,9%

Transparenzlevel:

Marktsegment:
Entry Standard

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Baader Bank AG

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 11

Unternehmensprofil

Branche: Software

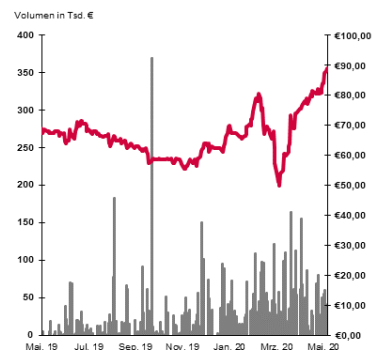
Fokus: Corporate Compliance und Investor Relations

Mitarbeiter: 447 Stand: 31.12.2018

Gründung: 2000

Firmensitz: München

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



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

| GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 31.12.2022 |
|----------------------------|------------|------------|------------|------------|
| Umsatz | 35,37 | 37,00 | 41,44 | 46,83 |
| EBITDA | 2,55 | 4,00 | 7,74 | 10,22 |
| EBIT | -3,18 | 0,00 | 3,54 | 6,12 |
| Jahresüberschuss | -1,29 | -0,26 | 2,51 | 4,26 |

Kennzahlen in EUR

| | | | | |
|--------------------|-------|-------|------|------|
| Gewinn je Aktie | -0,90 | -0,18 | 1,75 | 2,97 |
| Dividende je Aktie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

Kennzahlen

| | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EV/Umsatz | 3,95 | 3,77 | 3,37 | 2,98 |
| EV/EBITDA | 54,85 | 34,91 | 18,03 | 13,66 |
| EV/EBIT | neg. | 0 | 39,40 | 22,81 |
| KGV | neg. | neg. | 51,49 | 30,29 |
| KBV | 4,95 | | | |

Finanztermine

17.07.2020: Hauptversammlung 2020
14.08.2020: Halbjahresabschluss
13.11.2020: Q3-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
21.04.2020: RS / 91,50 / KAUFEN
19.11.2019: RS / 90,00 / KAUFEN
29.08.2019: RS / 94,00 / KAUFEN
29.05.2019: RS / 93,20 / KAUFEN
25.04.2019: RS / 94,60 / KAUFEN

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

Geschäftsentwicklung Q1 2020

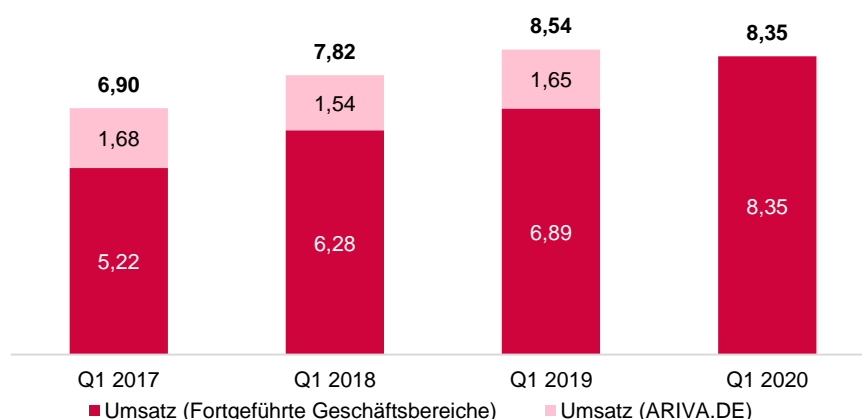
| in Mio. € | Q1 2018 | Q1 2019 | Q1 2020 |
|---------------|---------|---------|---------|
| Umsatzerlöse | 7,82 | 8,54 | 8,35 |
| EBITDA | -0,30 | -0,44 | 0,80 |
| EBITDA-Marge | -3,9% | -5,2% | 9,6% |
| EBIT | -0,80 | -1,52 | -0,20 |
| EBIT-Marge | -10,2% | -17,8% | -2,3% |
| Nettoergebnis | -0,48 | -1,98 | -0,26 |
| EPS in € | -0,34 | -1,38 | -0,18 |

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzentwicklung

Die EQS Group startete wie erwartet sehr dynamisch in das Jahr 2020 und konnte unsere Erwartungen im ersten Quartal 2020 deutlich übertreffen. Die Umsatzerlöse beliefen sich auf 8,35 Mio. € (VJ: 8,54 Mio. €), was bereinigt um die entkonsolidierte ARIVA.DE AG (zum 01.07.2019) einem Umsatzwachstum von 21,2% entspricht (VJ fortgeführte Geschäftsfelder: 6,89 Mio. €).

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Das signifikante Umsatzwachstum ist einerseits auf das neue Cockpit mit den Modulen CRM, Mailing und Investors und andererseits auf die höhere Nachfrage im Bereich der Webcasts und der virtuellen Hauptversammlungen zurückzuführen. Die höhere Nachfrage in diesem Bereich ist vornehmlich auf die Corona-Krise zurückzuführen, da derzeit die Unternehmen verstärkt auf die Digitalisierung setzen, um gewohnte Geschäftsprozesse weiterhin umsetzen zu können.

Das Segment Compliance stieg, bereinigt um die ARIVA.DE AG, um 21% auf 4,19 Mio. € an (VJ: 4,10 Mio. €) und weist starke Umsatzbeiträgen aus den Bereichen Meldepflichten, XML und LEI auf. Die hohe Wachstumsgeschwindigkeit lag im Rahmen der Management-Erwartungen. Da der Compliance Markt sehr dynamisch wächst und die EQS Group noch ein vergleichsweise junger Marktteilnehmer in diesem Segment ist, wurden auch sehr hohe Wachstumsziele gesetzt.

Das Segment Investor Relations wuchs ebenfalls um 21%, was aber über den Erwartungen des Managements lag. Hintergrund für dieses dynamische Wachstum waren insbesondere die Leistungen, die im Rahmen der Corona-Krise mehr nachgefragt wurden. Aber auch das neue Cockpit sollte einen signifikanten Umsatzbeitrag geliefert haben. So konnten bereits 312 Kunden für das neue Cockpit gewonnen werden. Insgesamt ist das

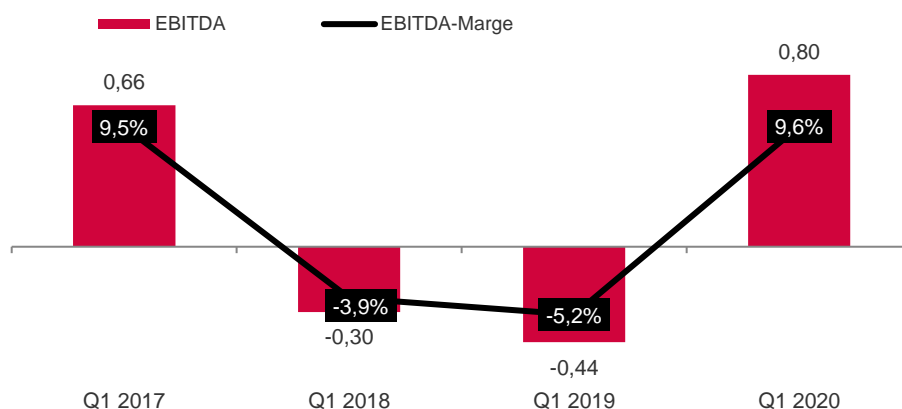
Unternehmen sehr dynamisch in das erste Quartal 2020 gestartet und hat offensichtlich mehr positive als negative Effekte aus der Corona-Krise.

Ergebnisentwicklung

Das EBITDA steigerte sich deutlich auf 0,80 Mio. € (VJ: 0,44 Mio. €). Bereinigt um die IFRS-16 Effekte belief sich das EBITDA auf 0,31 Mio. €. Somit ist eine klare Rückkehr zur Profitabilität erkennbar, da der Höhepunkt der Investitionsphase überschritten wurde.

Ergebnisseitig trugen fünf der sieben Standorte einen positiven EBITDA-Beitrag bei. Noch nicht profitabel waren Frankreich und die USA. Bei diesen vergleichsweisen jungen Standorten wird stark auf Wachstum gesetzt; dennoch sollte sich mittelfristig auch bei neueren Standorten eine Profitabilität einstellen.

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Neben den deutlichen Umsatzsteigerungen wurden auch Kostenoptimierungen erzielt. Der operative Aufwand, bereinigt um die ARIVA.DE AG, reduzierte sich um 3%. Die Kostenreduktionen konnten durch das Auslaufen des Investitionsprogramms und durch geringere Kosten im Zuge der Fertigstellung von Modulen für das Cockpit realisiert werden. Insgesamt wurde damit ein Konzernergebnis in Höhe von -0,26 Mio. € erzielt (VJ: -1,58 Mio. €, exklusive ARIVA.DE AG).

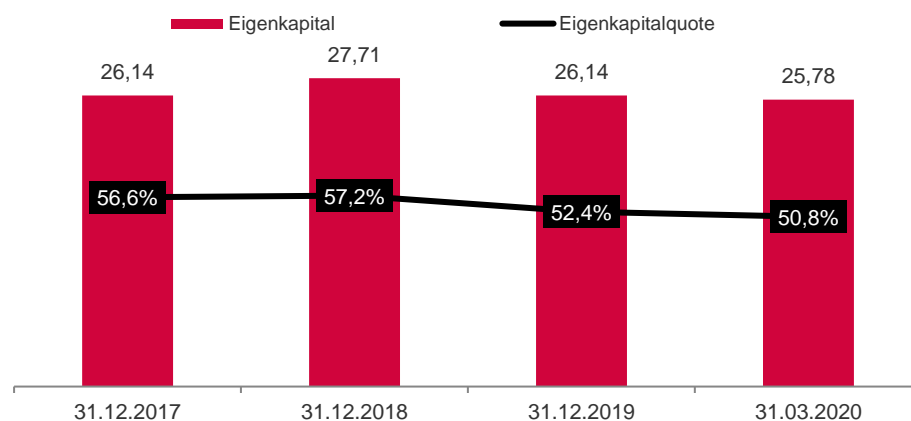
Bilanzielle und finanzielle Situation

| in Mio. € | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.03.2020 |
|---------------------------|------------|------------|------------|
| Eigenkapital | 27,71 | 26,14 | 25,78 |
| EK-Quote (in %) | 57,2% | 52,4% | 50,8% |
| Operatives Anlagevermögen | 19,25 | 23,36 | 23,01 |
| Working Capital | 0,22 | -1,60 | -2,71 |
| Net Debt | 7,75 | 10,48 | 9,33 |
| Cashflow (Operativ) | 2,60 | 2,40 | 1,51 |
| Cashflow (Investition) | -8,37 | -0,37 | -0,62 |
| Cashflow (Finanzierung) | 0,63 | -2,21 | -0,52 |

Quelle: EQS Group AG; GBC AG;

Das Eigenkapital reduzierte sich durch den Netto-Fehlbetrag auf 25,78 Mio. € (31.12.2019: 26,14 Mio. €), was zu einer Reduktion der Eigenkapitalquote von 52,4% auf 50,8% führte. Die stärkere Reduktion der Eigenkapitalquote ist auf die höhere Bilanzsumme zurückzuführen. Die Steigerung der Bilanzsumme wurde primär durch Kundenvorauszahlungen verursacht und es sollte sich hierbei um einen saisonalen Effekt handeln. Dennoch ist das Unternehmen mit einer Eigenkapitalquote von über 50% weiterhin sehr gut aufgestellt.

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Die soliden Bilanzrelationen werden darüber hinaus vom niedrigen Verschuldungsgrad bestätigt. In den ersten drei Monaten 2020 verbesserte sich dieser durch die Rückführung weiterer Kredite auf 9,33 Mio. € (31.12.2019: 10,48 Mio. €). Zusammen mit dem Liquiditätsbestand in Höhe von 1,29 Mio. € (31.12.2019: 1,18 Mio. €) liegt somit eine hohe Finanzierungsflexibilität vor, was insbesondere vor dem Hintergrund der aktuellen Pandemie ein wichtiges Asset ist.

Prognose und Modellannahmen

| GuV (in Mio. €) | GJ 2019 | GJ 2020e | GJ 2021e | GJ 2022e |
|-----------------|---------|----------|----------|----------|
| Umsatzerlöse | 35,37 | 37,00 | 41,44 | 46,83 |
| EBITDA | 2,55 | 4,00 | 7,74 | 10,22 |
| EBITDA-Marge | 7,2% | 10,8% | 18,7% | 21,8% |
| EBIT | -3,18 | 0,00 | 3,54 | 6,12 |
| EBIT-Marge | -9,0% | 0,0% | 8,6% | 13,1% |
| Nettoergebnis | -1,29 | -0,26 | 2,51 | 4,26 |
| EPS in € | -0,90 | -0,18 | 1,75 | 2,97 |

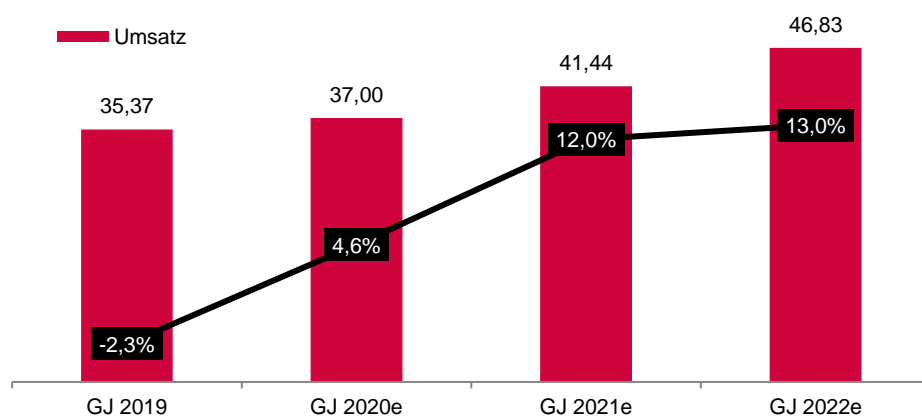
Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzprognosen

Im Rahmen der Q1-Zahlen hat der Vorstand die Guidance bestätigt. Aktuell plant das Unternehmen einen Umsatzanstieg um 10% bis 20% auf 35,10 Mio. € bis 38,20 Mio. € und ein EBITDA in Höhe von 3,50 bis 4,50 Mio. €. Das Unternehmen ist bereits sehr dynamisch in das erste Quartal 2020 gestartet. Es wird sich zeigen, ob es noch negative Folgen im Rahmen der Corona-Krise geben wird. Dennoch zeigt sich hier, dass das Unternehmen für die Krise gut aufgestellt ist.

Im Zuge dessen sollten die Online-Hauptversammlungen in den kommenden Quartalen ebenfalls weitere Umsätze generieren. Aktuell werden in Deutschland die Maßnahmen zur Eindämmung des Corona-Virus zurückgefahren und zunehmend mehr Mitarbeiter gehen wieder in die Büros. Dies könnte auch einen leichten Rückgang der Webcasts bedeuten, wobei dies auf einem hohen Niveau stattfinden würde. Zudem könnte es auch sein, dass einige Unternehmen die Digitalisierung nachhaltiger nutzen und weiterhin umfangreich Webcasts bei der EQS buchen. Vor diesem Hintergrund bestätigen wir unsere Prognose und erwarten weiterhin ein Umsatzwachstum im mittleren Bereich der Guidance. Wir erwarten ein Umsatzwachstum um 16,1% (bereinigt um ARIVA.DE) auf 37,00 Mio. € im laufenden Geschäftsjahr 2020 (VJ: 31,87 Mio. €), bzw. 41,44 Mio. € im Jahr 2021 und 46,83 Mio. € im Jahr 2022.

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



Quelle: GBC AG

Die EQS Group dürfte weniger als andere Unternehmen von der Corona-Krise betroffen sein. Zwar könnten sich Verkaufszyklen verlängern und möglicherweise vereinzelt Kunden in Zahlungsschwierigkeiten geraten, dennoch ist das Geschäftsmodell insgesamt kaum von der Corona-Krise betroffen. Im Gegenteil, derzeit sollten sich zahlreiche positive Effekte auf das Unternehmen auswirken. So erwarten wir ein höheres Meldevolumen, verursacht durch die Corona-Krise, da zahlreiche Unternehmen Pflichtmitteilungen diesbezüglich veröffentlichen müssten und zudem weitere Meldungen als freiwilliges

Informationstool nutzen. Weiterhin werden aktuell vermehrt Webcasts gebucht, um den erhöhten Bedarf an interner und externer Kommunikation abzubilden. Darüber hinaus ermöglicht die gegenwärtige Gesetzgebung auch Online-Hauptversammlungen, welche sich bei der EQS nun ebenfalls einer deutlich höheren Nachfrage erfreuen.

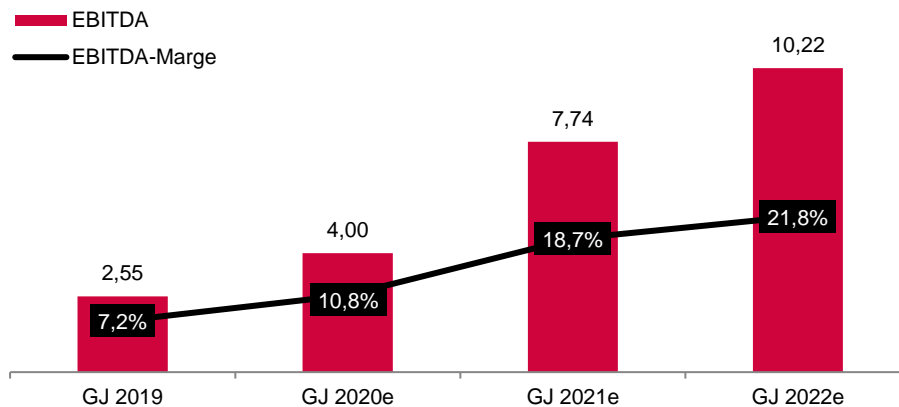
Im Jahr 2021 sollte neben den bestehenden Wachstumsfaktoren noch die Integrity Line verstärkt hinzukommen. Der Grund hierfür ist, dass eine EU-Richtlinie zum Schutz von Hinweisgebern verabschiedet wurde, welche bis November 2021 in den Mitgliedstaaten umgesetzt werden muss. Diese Richtlinie sollte mit der Integrity Line bestmöglich erfüllt sein.

Wir erwarten auch für die Folgejahre eine hohe Umsatzwachstumsdynamik und prognostizieren Umsatzerlöse in Höhe von 41,44 Mio. € im Jahr 2021 und in Höhe von 46,83 Mio. € im Jahr 2022. Für das zukünftige Umsatzwachstum sollte neben den Megatrends Globalisierung, Regulierung und Digitalisierung auch die paneuropäische Positionierung des Unternehmens helfen. Zusammenfassend gehen wir von einem dynamischen Wachstum sowie einem guten Wachstumsjahr 2020 aus, sofern sich die Corona-Krise nicht maßgeblich intensiviert.

Ergebnisprognosen

Die Ergebnisguidance für das laufende Geschäftsjahr 2020 liegt bei einem EBITDA von 3,50 bis 4,50 Mio. €. Darüber hinaus wurde im Geschäftsbericht 2018 konkretisiert, dass zwischen den Jahren 2019 und 2025 mit einem durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstum von 15% bis 20% gerechnet wird und ein überproportionaler EBITDA-Margenanstieg auf mindestens 25% im Jahr 2025 geplant ist.

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



Quelle: GBC AG

Da nun die Investitionsphase den Zenit überschritten hat, sollten auch deutliche Margenverbesserungen erzielt werden können. Wir gehen davon aus, dass sich das EBITDA im laufenden Geschäftsjahr 2020 um 57,1% auf 4,00 Mio. € verbessern wird, gefolgt von 7,74 Mio. € (2021) und 10,22 Mio. € (2022). Durch diese überproportionalen Ergebnisverbesserungen erwarten wir deutliche Margensteigerungen auf 10,8% (2020) sowie auf 18,7% (2021) bzw. 21,8% (2022). Hier ist jedoch zu beachten, dass auch der cashneutrale IFRS-16-Effekt positiv zur Margenentwicklung beiträgt.

Somit kommen wir auf EBIT-Ebene für das laufende Geschäftsjahr 2020 auf 0,00 Mio. €, gefolgt von 3,54 Mio. € (2021) und 6,12 Mio. € (2022).

Das Finanzergebnis sollte im Wesentlichen nur Zinsaufwendungen in Höhe von 0,20 Mio. € aufweisen bei einer geringen Steuerlast, welche mit den steigenden Ergebnissen zunimmt. Folglich erwarten wir ein Nettoergebnis in Höhe von -0,26 Mio. € im laufenden Geschäftsjahr 2020 bzw. 2,51 Mio. € im Geschäftsjahr 2021 und 4,26 im Jahr 2022.

Somit sollten sich überproportionale Ergebnisverbesserungen in den kommenden Jahren einstellen, welche sich auch deutlich positiv auf das Nettoergebnis ab dem Geschäftsjahr 2021 niederschlagen werden.

Die Entwicklung des ersten Quartals lag über unseren Erwartungen. Wenn das Unternehmen die Wachstumsgeschwindigkeit auch im zweiten Quartal aufrechterhalten kann und absehbar ist, inwieweit die Performance im Rest des Jahres verlaufen wird, werden wir unsere Prognosen anpassen. Daher sind unsere Prognosen zurzeit als konservativ anzusehen und wir bestätigen unser Kursziel in Höhe von 91,50 € und vergeben das Rating Halten. Die Rating-Anpassung ist erfolgt durch die dynamische Kursentwicklung der Aktie. So kam es zu einem Kursanstieg um 16,7% seit unseres letzten Research Reports (22.04.2020).

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die EQS Group AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2020, 2021 und 2022 in Phase 1, erfolgt von 2023 bis 2027 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 11,0 % und eine lineare jährliche Steigerung der EBITDA-Marge um 2,1% (bisher 1,2%). Die Anhebung der Marge bezieht sich auf den IFRS 16 Effekt, welchen wir im Bereich der nicht zahlungswirksamen Posten wieder abziehen. 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: 1,0 %).

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 8,56 % (bisher: 8,56 %) (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: 8,21 %).

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 91,50 € (bisher: 91,50 €).

DCF-Modell

EQS Group AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

| consistency - Phase | | final - Phase | |
|----------------------------------|-------|----------------------------------|-------|
| Umsatzwachstum | 14,8% | 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 20e | GJ 21e | GJ 22e | GJ 23e | GJ 24e | GJ 25e | GJ 26e | GJ 27e | |
| Umsatz (US) | 37,00 | 41,44 | 46,83 | 53,77 | 61,74 | 70,90 | 81,41 | 93,48 | |
| US Veränderung | 4,6% | 12,0% | 13,0% | 14,8% | 14,8% | 14,8% | 14,8% | 14,8% | 2,0% |
| US zu operativen Anlagevermögen | 1,68 | 1,97 | 2,34 | 2,82 | 3,42 | 4,15 | 5,06 | 6,19 | |
| EBITDA | 4,00 | 7,74 | 10,22 | 12,87 | 16,07 | 19,94 | 22,90 | 26,29 | |
| EBITDA-Marge | 10,8% | 18,7% | 21,8% | 23,9% | 26,0% | 28,1% | 28,1% | 28,1% | |
| EBITA | 0,00 | 3,54 | 6,12 | 8,40 | 11,83 | 15,92 | 19,10 | 22,71 | |
| EBITA-Marge | 0,0% | 8,6% | 13,1% | 15,6% | 19,2% | 22,5% | 23,5% | 24,3% | 19,0% |
| Steuern auf EBITA | 0,00 | -0,89 | -2,14 | -2,94 | -4,14 | -5,57 | -6,68 | -7,95 | |
| zu EBITA | -30,0% | 25,0% | 35,0% | 35,0% | 35,0% | 35,0% | 35,0% | 35,0% | 32,0% |
| EBI (NOPLAT) | 0,00 | 2,66 | 3,98 | 5,46 | 7,69 | 10,35 | 12,41 | 14,76 | |
| Kapitalrendite | 0,0% | 13,0% | 19,6% | 27,3% | 39,3% | 55,4% | 69,8% | 87,4% | 76,9% |
| Working Capital (WC) | -1,50 | -0,75 | 0,01 | 0,54 | 0,62 | 0,71 | 0,81 | 0,93 | |
| WC zu Umsatz | -4,1% | -1,8% | 0,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | |
| Investitionen in WC | -0,10 | -0,75 | -0,76 | -0,53 | -0,08 | -0,09 | -0,11 | -0,12 | |
| Operatives Anlagevermögen (OAV) | 22,00 | 21,01 | 20,03 | 19,04 | 18,05 | 17,07 | 16,08 | 15,09 | |
| AFA auf OAV | -4,00 | -4,20 | -4,10 | -4,46 | -4,24 | -4,02 | -3,80 | -3,58 | |
| AFA zu OAV | 18,2% | 20,0% | 20,5% | 22,3% | 22,3% | 22,3% | 22,3% | 22,3% | |
| Investitionen in OAV | -2,64 | -3,21 | -3,11 | -3,48 | -3,26 | -3,04 | -2,82 | -2,60 | |
| Investiertes Kapital | 20,50 | 20,26 | 20,04 | 19,58 | 18,67 | 17,78 | 16,89 | 16,03 | |
| EBITDA | 4,00 | 7,74 | 10,22 | 12,87 | 16,07 | 19,94 | 22,90 | 26,29 | |
| Steuern auf EBITA | 0,00 | -0,89 | -2,14 | -2,94 | -4,14 | -5,57 | -6,68 | -7,95 | |
| Investitionen gesamt | -2,73 | -3,96 | -3,87 | -4,00 | -3,34 | -3,13 | -2,92 | -2,72 | |
| Investitionen in OAV | -2,64 | -3,21 | -3,11 | -3,48 | -3,26 | -3,04 | -2,82 | -2,60 | |
| Investitionen in WC | -0,10 | -0,75 | -0,76 | -0,53 | -0,08 | -0,09 | -0,11 | -0,12 | |
| Investitionen in Goodwill | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| Nicht zahlungswirksame Posten | -2,05 | -2,05 | -2,05 | -2,05 | -2,05 | -2,05 | -2,05 | -2,05 | |
| Freie Cashflows | -0,78 | 0,84 | 2,16 | 3,87 | 6,55 | 9,19 | 11,24 | 13,58 | 193,26 |

| | | |
|-------------------------------------|--------------|--------|
| Wert operatives Geschäft (Stichtag) | 142,72 | 153,60 |
| Barwert expliziter FCFs | 31,47 | 33,21 |
| Barwert des Continuing Value | 111,26 | 120,39 |
| Nettoschulden (Net debt) | 11,46 | 10,82 |
| Wert des Eigenkapitals | 131,26 | 142,78 |
| Fremde Gewinnanteile | 0,04 | 0,04 |
| Wert des Aktienkapitals | 131,30 | 142,82 |
| Ausstehende Aktien in Mio. | 1,43 | 1,43 |
| Fairer Wert der Aktie in EUR | 91,50 | 99,53 |

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% |
| 76,4% | 102,61 | 96,48 | 90,98 | 86,02 | 81,53 |
| 76,6% | 102,90 | 96,76 | 91,24 | 86,26 | 81,76 |
| 76,9% | 103,20 | 97,04 | 91,50 | 86,51 | 81,98 |
| 77,1% | 103,50 | 97,31 | 91,76 | 86,75 | 82,21 |
| 77,4% | 103,80 | 97,59 | 92,02 | 86,99 | 82,44 |

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, Karin Jägg, Email: jaegg@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