



Researchstudie (Update)

EQS Group AG



Guidance-Anhebung im starken zweiten Quartal 2020

-

**Deutliche Margensteigerung bei
weiterhin hohem Wachstum erwartet**

**Kursziel: 125,00 €
(bisher: 91,50 €)**

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 10**

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 18.08.2020 (17:20 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 19.08.2020 (9:40 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2021

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

Rating: Kaufen
Kursziel: 125,00 €
(bisher: 91,50 €)

aktueller Kurs: 107,00 €
14.08.2020 / ETR 17:36
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005494165
WKN: 549416
Börsenkürzel: EQS
Aktienanzahl³: 1,44
Marketcap³: 153,54
EnterpriseValue³: 164,02
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

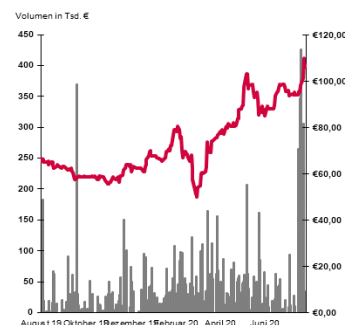
Mitarbeiter: 357 Stand: 30.06.2019

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	31.12.2020e	31.12.2021e	31.12.2022e
Umsatz	35,37	37,85	42,39	47,90
EBITDA	2,55	4,85	8,70	11,30
EBIT	-3,18	0,85	4,50	7,20
Jahresüberschuss	-1,29	0,59	3,22	5,04

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,90	0,41	2,25	3,51
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	4,64	4,33	3,87	3,42
EV/EBITDA	64,43	33,82	18,86	14,52
EV/EBIT	neg.	192,96	36,48	22,79
KGV	neg.	260,24	47,65	30,48
KBV	5,88			

Finanztermine

13.11.2020: Q3-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

25.05.2020: RS / 91,50 / KAUFEN

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

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

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2020

in Mio. €	1. HJ 2018	1. HJ 2019	1. HJ 2020
Umsatzerlöse	17,13	15,21	18,45
EBITDA	-0,05	-0,11	3,00
EBITDA-Marge	-0,3%	-0,7%	16,2%
EBIT	-1,09	-1,71	1,00
EBIT-Marge	-6,4%	-11,3%	5,4%
Nettoergebnis	0,24	-2,11	0,13
EPS in €	0,17	-1,47	0,09

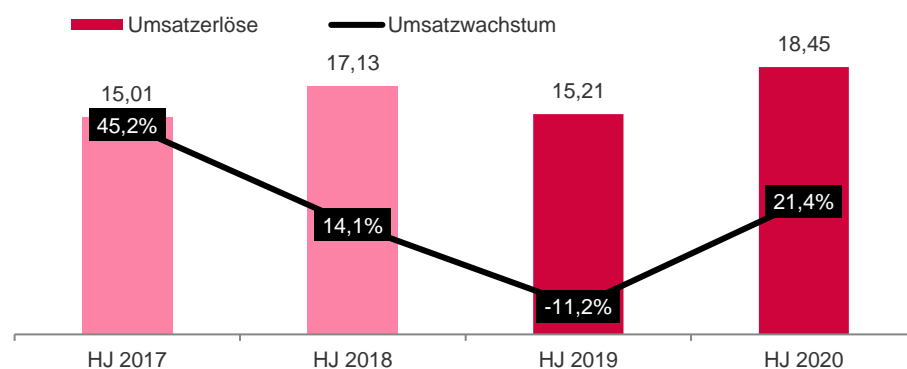
Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzentwicklung

Die EQS Group wächst weiterhin äußerst dynamisch und gewinnt trotz der Corona-Krise an Wachstumsgeschwindigkeit. Zahlreiche Faktoren sind für diese positive Entwicklung verantwortlich. So konnte nun die Investitionsphase abgeschlossen werden und das Unternehmen fokussiert sich noch mehr auf profitables Umsatzwachstum. Hiermit einhergehend wurde das Cockpit 2.0 finalisiert und die Kundenkonvertierung auf das neue Produkt schon weitreichend umgesetzt. Weiterhin profitiert die EQS Group vom Wachstumsmarkt Compliance und den zahlreichen regulatorischen Anforderungen, welche die Nachfrage nach den EQS-Produkten steigert. Dadurch, dass sich nahezu alle EQS-Produkte auf einer Plattform befinden, können zudem zahlreiche Cross-Selling-Potenziale zwischen den Produkten und zwischen den Segmenten IR & Compliance gehoben werden. Darüber hinaus hat sich die EQS Group als einziger paneuropäischer Marktanbieter gut positioniert, um multinationale Unternehmen als Kunden zu gewinnen. Die Coronakrise traf das Unternehmen bisher kaum. So wurde die Krise genutzt, um vorsorglich Kostenstrukturen zu optimieren. Gleichzeitig werden Onlinelösungen, wie z.B. Webcasts und Online-Hauptversammlungen, im Rahmen der Corona-Krise verstärkt nachgefragt.

Durch diese gute Positionierung wurde ein Umsatzwachstum leicht über der Guidance von 15-20% erzielt. Der Umsatz im ersten Halbjahr 2020 wuchs um 21,4% auf 18,45 Mio. € (VJ: 15,21 Mio. €) (exklusive der veräußerten ARIVA.DE AG).

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG; HJ 2019 & 2020 enthalten nur die fortgeführten Geschäftsbereiche, exklusive der ARIVA.DE AG

Diese Umsatzsteigerung sollte durch den hohen Anteil an wiederkehrenden Umsatzerlösen auch zukünftig gut ausgebaut werden können. So konnte das sehr hohe Niveau von wiederkehrenden Umsatzerlösen auf 79% gehalten werden (Q2 2019: 78%). Durch den hohen Fokus auf Software-as-a-Service-Lösungen gehen wir davon aus, dass auch

zukünftig ein sehr hoher Anteil an wiederkehrenden Erlösen im Unternehmen verbleiben sollte.

Aufgeteilt auf die Segmente stieg das Segment Compliance um 15,4% auf 9,42 Mio. € (VJ: 8,16 Mio. €) und das Segment IR um 28,6% auf 9,03 Mio. € (VJ: 7,02 Mio. €) an (jeweils bereinigt um ARIVA.DE). Die über den Erwartungen liegende hohe Dynamik des IR-Segments resultiert aus einer höheren Nachfrage nach Webcasts (vornehmlich aufgrund der Covid-19-Pandemie) sowie aus der erfolgreichen Umstellung auf das neue IR Cockpit.

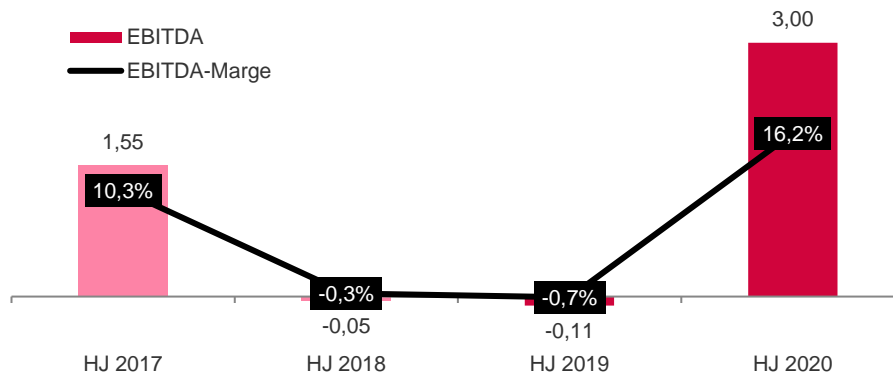
Insgesamt konnte somit sogar ein noch höheres Wachstum als erwartet erzielt werden und am 04.08.2020 wurde die Guidance des Unternehmens erhöht (siehe Umsatzprognose Seite 5).

Ergebnisentwicklung

Es wurden deutliche Ergebnisverbesserungen erzielt, was auf die abgeschlossene Investitionsphase zurückzuführen ist. Zudem wurden im Rahmen der Corona-Krise vorsorglich Kostenoptimierungen vorgenommen, was sich ebenfalls ergebnissteigernd auswirkte. Der Fokus des Managements liegt zwar weiterhin auf einem hohen Umsatzwachstum, durch die hohe Skalierbarkeit sollte sich dies dennoch ergebnissteigernd auswirken.

Das EBITDA stieg auf 3,00 Mio. € (VJ: -0,11 €), was auch der ausschlaggebende Faktor für die Guidance-Anhebung war. Bereinigt um IFRS-16-Effekte lag das EBITDA bei 2,02 Mio. € (VJ: -0,76 Mio. €).

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG; HJ 2019 & 2020 enthalten nur die fortgeführten Geschäftsbereiche, exklusive der ARIVA.DE AG

Bereinigt um ARIVA.DE reduzierten sich die operativen Aufwendungen um 2,5% auf 16,70 Mio. € (VJ: 17,14 Mio. €), was auf das auslaufende Investitionsprogramm zurückzuführen ist. Die bezogenen Leistungen sollten sich eigentlich im Zuge dessen ebenfalls reduziert haben, jedoch wurde durch die gestiegene Nachfrage nach Webcasts das Kostenniveau gehalten. Durch geringere Marketing- und Vertriebsaufwendungen reduzierten sich die sonstigen betrieblichen Kosten um 11,9% auf 3,02 Mio. € (VJ: 3,43 Mio. €).

Zudem wurde aus der Veräußerung der ARIVA.DE AG ein Earn-out-Ertrag in Höhe von 0,25 Mio. € erzielt. Mit 1,00 Mio. € verbesserte sich das EBIT deutlich gegenüber dem Vorjahreszeitraum (VJ: -1,71 Mio. €). Trotz erhöhter passiver latenter Steuern in Höhe

von -0,91 Mio. € (VJ: -0,36 Mio. €) konnte ein positives Konzernergebnis in Höhe von 0,12 Mio. € erzielt werden (VJ: -2,13 Mio. €).

Somit kehrte die EQS Group AG klar in die Profitzone zurück und wir gehen davon aus, dass es durch die Skalierungseffekte auch noch zu weiteren Margenausweitungen kommen wird.

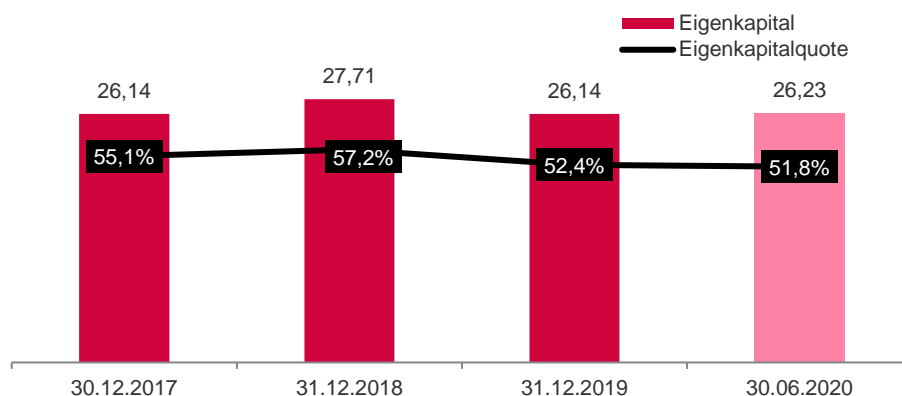
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2020
Eigenkapital*	27,71	26,14	26,23
EK-Quote (in %)	57,2%	52,4%	51,8%
Operatives Anlagevermögen	19,25	23,36	22,57
Working Capital	0,22	-1,60	-3,41
Net Debt	7,75	10,48	7,33
Cashflow (Operativ)	2,60	2,40	4,15
Cashflow (Investition)	-8,37	-0,37	-1,75
Cashflow (Finanzierung)	0,63	-2,21	-2,23

Quelle: EQS Group AG; GBC AG; *exkl. Minderheiten

Das Unternehmen weist zum 30.06.2020 weiterhin eine stabile Eigenkapitalquote von 51,8% auf und liegt somit auf Niveau des Jahresabschlusses zum 31.12.2019. Dabei gab es keine umfangreichen Änderungen des Eigenkapitals (30.06.2020: 26,23 Mio. € bzw. 26,14 Mio. € zum 31.12.2019) oder der Bilanzsumme mit 50,66 Mio. € (31.12.2019: 49,93 Mio. €).

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG; *exkl. Minderheiten

Mit dem Erreichen der hohen Profitabilität wurde auch ein hoher operativer Cashflow in Höhe von 4,15 Mio. € (31.12.2019: 2,40 Mio. €) ausgewiesen. Dies zeigt nochmals den finanziellen Erfolg des Unternehmens. Mit dem Auslaufen der Investitionsphase reduzierten sich auch die Abflüsse des Investitions-cashflows um 36,9% auf -1,18 Mio. € (1.HJ 2019: -1,86 Mio. €). Der Finanzierungscashflow lag bei -2,23 Mio. € (1. HJ 2019: 1,03 Mio. €), da die besicherte verzinsliche Forderung gegenüber dem Käufer der ARI-VA.DE AG (wallstreet:online AG) in Höhe von 2,00 Mio. € vorzeitig getilgt wurde. Zudem besteht eine Zusage für ein KfW-Darlehen in Bezug auf die Covid-19-Pandemie in Höhe von 2,00 Mio. €, welches im Falle einer Marktverschlechterung abgerufen werden könnte.

Somit ist das Unternehmen sehr gut aufgestellt, tilgt frühzeitig Kredite und erzielt einen hohen operativen Cashflow, ähnlich zum EBITDA, was für eine hohe Cash Conversion Rate spricht.

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020e	bisher GJ 2020e	GJ 2021e	Bisher GJ 2021e	GJ 2022e	Bisher GJ 2022e
Umsatzerlöse	35,37	37,85	37,00	42,39	41,44	47,90	46,83
EBITDA	2,55	4,85	4,00	8,70	7,74	11,30	10,22
EBITDA-Marge	7,2%	12,8%	10,8%	20,5%	18,7%	23,6%	21,8%
EBIT	-3,18	0,85	0,00	4,50	3,54	7,20	6,12
EBIT-Marge	-9,0%	2,2%	0,0%	10,6%	8,6%	15,0%	13,1%
Nettoergebnis	-1,29	0,59	-0,26	3,22	2,51	5,04	4,26
EPS in €	-0,90	0,41	-0,18	2,25	1,75	3,51	2,97

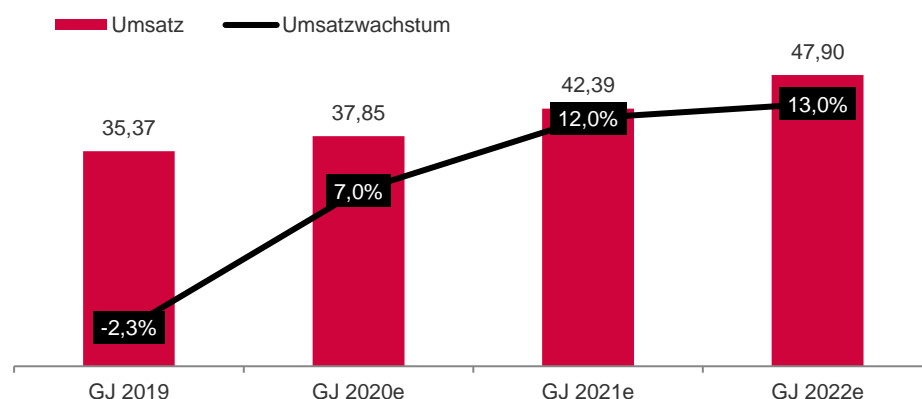
Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzprognosen

Die sehr gute operative Entwicklung im ersten Halbjahr 2020 veranlasste das Unternehmen dazu, die Guidance anzuheben. Die bisherige Guidance lag bei einem Umsatzwachstum von 10 bis 20% und wurde nun auf 15 bis 20% erhöht. Analog dazu wurde die EBITDA- wurde von bislang 3,50 bis 4,50 Mio. € auf 4,00 bis 5,00 Mio. € angehoben.

Unseres Erachtens ist die Guidance weiterhin konservativ, da bereits im ersten Halbjahr 2020 der Umsatz um über 21% gewachsen ist und das EBITDA bei 3,00 Mio. € lag. Wir gehen davon aus, dass hier die Guidance vor dem Hintergrund der Corona-Pandemie und einer möglichen zweiten Welle sehr konservativ ausgegeben wurde. Dementsprechend liegen wir mit unserer Prognose am oberen Ende der Guidance und erwarten Umsatzerlöse in Höhe von 37,85 Mio. € für das laufende Geschäftsjahr 2020, bzw. 42,39 Mio. € für 2021 und 47,90 Mio. € für 2022. Die EQS Group profitiert weiterhin von der Globalisierung, Regulierung, und Digitalisierung. So müssen gemäß der EU-Whistleblower-Richtlinie alle Unternehmen mit mehr als 50 Mitarbeitern ab dem Jahr 2021 über ein Hinweisgebersystem verfügen. Die gesamten Anforderungen können vergleichsweise komfortabel über die EQS-Lösung abgebildet werden. Einerseits sollte die EQS kurzfristig von dieser Regulierung profitieren, andererseits erwarten wir auch langfristig steigende Compliance-Anforderungen, von denen die EQS profitieren könnte.

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



Quelle: GBC AG

Das Unternehmen profitiert von einem hohen Anteil an wiederkehren Umsatzerlösen und kann somit nahezu jedes Jahr die Umsatzbasis weiter steigern. Wir gehen davon aus, dass auch mittelfristig eine sehr hohe Wachstumsgeschwindigkeit aufrecht erhalten bleiben kann. Da nun die Investitionsphase größtenteils abgeschlossen ist, sollten die Produkte gut im Markt platziert werden können. Die EQS Group konnte sich gut den

Compliance-Markt erschließen und dürfte auch weiterhin die Cross-Selling-Potenziale zwischen den Produkten und Segmenten nutzen.

Als einziger paneuropäischer Anbieter dieser Produktpalette sollte die EQS Group somit auch für multinationale Konzerne, insbesondere in Europa, als attraktivster Produktanbieter gelten.

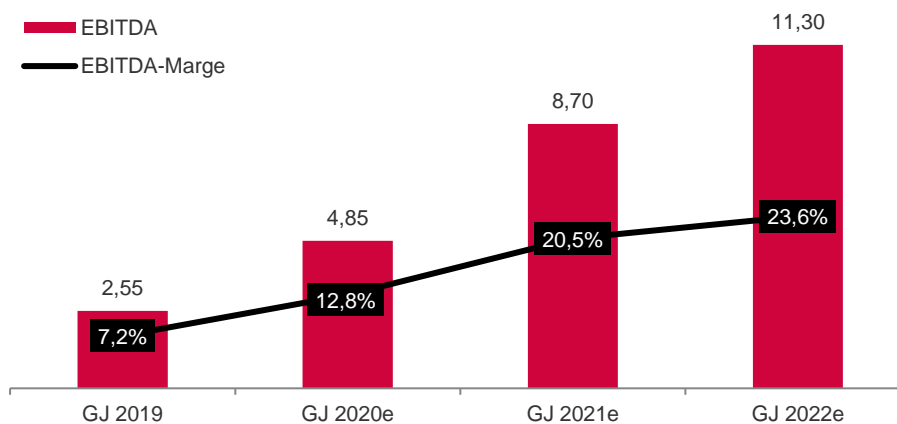
Zudem konnte die Corona-Krise positiv genutzt werden, um Kosten nochmals zu optimieren. Gleichzeitig wurden durch die Corona-Krise die Produkte nochmals vermehrt nachgefragt, da im Zuge der Digitalisierungsmaßnahmen vermehrt Webcasts und Online-Hauptversammlungen nachgefragt wurden.

Insgesamt gehen wir davon aus, dass das Unternehmen gut aufgestellt ist, um auch mittelfristig dynamisch zu wachsen und sehen bereits im laufenden Geschäftsjahr die erfolgreiche Positionierung der EQS Group.

Ergebnisprognosen

Die EBITDA-Guidance liegt bei 4,00 bis 5,00 Mio. € und wir erwarten, dass das obere Ende der Guidance erreicht wird. Unsere EBITDA-Prognose liegt bei 4,85 Mio. € für das laufende Geschäftsjahr 2020, bzw. bei 8,70 Mio. € für 2021 und 11,30 Mio. € im Jahr 2022.

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



Quelle: GBC AG

Wir erwarten, dass das Unternehmen nach dem Auslaufen der Investitionsphase nun steigende Ergebnisse erzielen wird. Zwar dürfte die Ausweitung der Umsatzerlöse weiterhin im Vordergrund stehen, Skaleneffekte sollten jedoch zu einer stetigen Verbesserung der Ergebnismargen führen.

Insgesamt ist die EQS Group sehr gut aufgestellt und sollte durch den hohen Anteil an wiederkehrenden Umsatzerlösen und der hohen Skalierbarkeit des Geschäftsmodells deutliche Gewinnsteigerungen erzielen. Auf der Hauptversammlung am 17.07.2020 wurde zudem ein Aktiensplit von 1:5 beschlossen, welcher die Aktie möglicherweise noch handelbarer macht. Im Zuge unserer Prognoseanhebung haben wir unser Kursziel auf 125,00 € (bisher: 91,50) erhöht und vergeben das Rating Kaufen.

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 der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen im Umsatz von 15,0%. Als Ziel für die EBITDA-Marge haben wir 25,80% angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30% in Phase 2 und Phase 3 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. Im Zuge der angepassten Prognose und dem Roll-Over-Effekt hat sich die Unternehmensbewertung erhöht. Der resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2021 entspricht als Kursziel 125,00 € (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	15,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	25,8%	ewige EBITA - Marge	22,4%
AFA zu operativen Anlagevermögen	20,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	0,5%		

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)	37,85	42,39	47,90	55,09	63,35	72,85	83,78	96,35	
US Veränderung	7,0%	12,0%	13,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,72	2,02	2,40	2,90	3,51	4,28	5,22	6,40	
EBITDA	4,85	8,70	11,30	14,21	16,34	18,80	21,62	24,86	
EBITDA-Marge	12,8%	20,5%	23,6%	25,8%	25,8%	25,8%	25,8%	25,8%	
EBITA	0,85	4,50	7,20	10,11	12,45	15,10	18,12	21,57	
EBITA-Marge	2,2%	10,6%	15,0%	18,4%	19,6%	20,7%	21,6%	22,4%	22,4%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,08	-1,12	-2,16	-3,03	-3,73	-4,53	-5,44	-6,47	
	9,2%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	0,77	3,37	5,04	7,08	8,71	10,57	12,69	15,10	
Kapitalrendite	3,5%	16,4%	24,9%	35,4%	45,1%	57,5%	72,8%	91,5%	98,8%
Working Capital (WC)	-1,50	-0,75	0,01	0,30	0,34	0,40	0,45	0,52	
WC zu Umsatz	-4,0%	-1,8%	0,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	
Investitionen in WC	-0,10	-0,75	-0,76	-0,29	-0,04	-0,05	-0,06	-0,07	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	22,00	21,01	20,00	19,01	18,03	17,04	16,05	15,07	
AFA auf OAV	-4,00	-4,20	-4,10	-4,10	-3,90	-3,70	-3,49	-3,29	
AFA zu OAV	18,2%	20,0%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	
Investitionen in OAV	-2,64	-3,21	-3,09	-3,11	-2,91	-2,71	-2,51	-2,30	
Investiertes Kapital	20,50	20,26	20,01	19,31	18,37	17,44	16,51	15,59	
EBITDA	4,85	8,70	11,30	14,21	16,34	18,80	21,62	24,86	
Steuern auf EBITA	-0,08	-1,12	-2,16	-3,03	-3,73	-4,53	-5,44	-6,47	
Investitionen gesamt	-2,73	-3,96	-3,85	-3,40	-2,96	-2,76	-2,57	-2,37	
Investitionen in OAV	-2,64	-3,21	-3,09	-3,11	-2,91	-2,71	-2,51	-2,30	
Investitionen in WC	-0,10	-0,75	-0,76	-0,29	-0,04	-0,05	-0,06	-0,07	
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	-0,01	1,56	3,24	5,73	7,60	9,46	11,56	13,97	243,02

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	175,79	188,66
Barwert expliziter FCFs	35,89	37,28
Barwert des Continuing Value	139,90	151,38
Nettoschulden (Net debt)	10,69	9,33
Wert des Eigenkapitals	165,10	179,33
Fremde Gewinnanteile	0,04	0,04
Wert des Aktienkapitals	165,14	179,37
Ausstehende Aktien in Mio.	1,43	1,43
Fairer Wert der Aktie in EUR	115,08	125,00

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%
98,3%	139,62	131,64	124,45	117,97	112,08
98,5%	139,94	131,93	124,73	118,22	112,32
98,8%	140,25	132,22	125,00	118,48	112,56
99,0%	140,56	132,51	125,27	118,73	112,80
99,3%	140,87	132,80	125,55	118,99	113,04

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), stellvertretender 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