



Researchstudie (Update)

EQS Group AG



Weiterhin starkes Umsatzwachstum im dritten Quartal 2020

-

(Anorganisches) Wachstum wird vorangetrieben

**Kursziel: 31,70 €
(bisher: 25,00 €)**

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 10

EQS Group AG*5a;7;11

Rating: Kaufen
Kursziel: 31,70 €
(bisher: 25,00 €)

aktueller Kurs: 27,40 €
01.12.2020 / XETRA 17:36
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005494165
WKN: 549416
Börsenkürzel: EQS
Aktienanzahl³: 7,7
Marketcap³: 198,03
EnterpriseValue³: 203,82
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 34 %

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
SCALE

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
BAADER BANK AG

Analysten:

Felix Haugg
haugg@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 11

Unternehmensprofil

Branche: Software

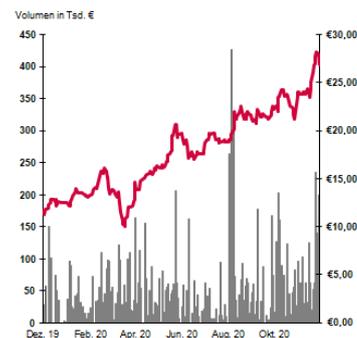
Fokus: Digital Investor Relations,
Corporate Communications and Compliance

Mitarbeiter: 359 Stand: 30.09.2020

Gründung: 2000

Firmensitz: München

Vorstand: Achim Weick (CEO), Christian Pflieger (COO),
André Marques (CFO), Marcus Sultzer (CRO)



Die EQS Group ist ein internationaler Anbieter von regulatorischen Technologien (RegTech) in den Bereichen Corporate Compliance und Investor Relations. Mehrere tausend Unternehmen weltweit nutzen die Lösungen der EQS Group, um komplexe Compliance-Anforderungen zu erfüllen, Risiken zu minimieren und transparent mit Stakeholdern zu kommunizieren. Die Produkte der EQS Group sind in der cloud-basierten Software EQS COCKPIT gebündelt (SaaS). Damit lassen sich Compliance-Workflows in den Bereichen Hinweisgeberschutz 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 zur Investorenkommunikation. Die EQS Group wurde im Jahr 2000 in München gegründet.

GuV in Mio. EUR / GJ Ende	31.12.2019	31.12.2020e	30.12.2021e	30.12.2022e
Umsatz	35,37	37,85	47,05	56,51
EBITDA	2,55	5,27	6,83	9,02
EBIT	-3,18	1,47	2,58	4,82
Jahresüberschuss	-1,29	-0,33	0,96	3,20

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,18	-0,05	0,13	0,45
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	5,76	5,38	4,33	3,61
EV/EBITDA	80,06	38,68	29,85	22,59
EV/EBIT	neg.	138,75	79,06	42,25
KGV	neg.	neg.	207,14	61,90
KBV	7,59			

Finanztermine

09.12.2020 MKK
31.03.2021 Geschäftsbericht 2020

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
19.08.2020: RS / 25,00 / KAUFEN
25.05.2020: RS / 18,30 / KAUFEN
21.04.2020: RS / 18,30 / KAUFEN
19.11.2019: RS / 18,00 / KAUFEN
29.08.2019: RS / 18,80 / KAUFEN

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

Geschäftsentwicklung 9M 2020

in Mio. €	9M 2018	9M 2019	9M 2020
Umsatzerlöse	25,90	26,58	27,62
EBITDA	-0,67	0,65	4,30
EBITDA-Marge	-2,6%	2,4%	15,5%
EBIT	-2,37	-2,34	1,33
EBIT-Marge	-9,2%	-8,8%	4,8%
Nettoergebnis	-2,29	-0,72	-0,44
EPS in €	-1,47	-0,43	-0,30

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 9M 2020

Die EQS Group AG konnte in den ersten 9 Monaten 2020 ein Umsatzwachstum in Höhe von 3,9 % auf 27,62 Mio. € (VJ: 26,58 Mio. €) erzielen. Bereinigt um den Verkauf und der anschließenden Entkonsolidierung der ARIVA.DE AG (30.06.2019) wurde der Gesamtumsatz sogar um 19,6 % gesteigert, wobei das Segment Compliance mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 12,0 % und das Segment Investor Relations mit 29,0 % zum Gesamtumsatzwachstum beigetragen haben. Verantwortlich für diese weiterhin positiven Entwicklungen sind mehrere Einflussfaktoren. So konnte nach der erfolgreich abgeschlossenen Investitionsphase mit der Migration der Kunden auf das neue Cockpit (SaaS) fortgesetzt werden. Zusätzlich wurden bis Ende Oktober 2020 insgesamt 239 SaaS Kunden hinzugewonnen. Bislang haben 93% aller Unternehmen aus dem regulierten Markt einen Vertrag für das neue Cockpit abgeschlossen. Daraus resultierten im Segment Investor Relations erstmals Zusatzeinnahmen aus dem neuen Cockpit inklusive der Applikationen CRM, Investors und Mailing. Treibender Faktor im Segment Investors war die erhöhte Nachfrage nach Audio- und Video-Webcasts und ein gestiegenes Nachrichtenvolumen infolge der COVID-19 Pandemie. Die dynamische Steigerung der Umsätze im Bereich Compliance begründet sich durch eine weiter hohe Nachfrage nach Services (XML, LEI, Meldepflichten) sowie den SaaS-Applikationen Integrity Line und Insider Manager.

Umsatzentwicklung (in Mio. €)



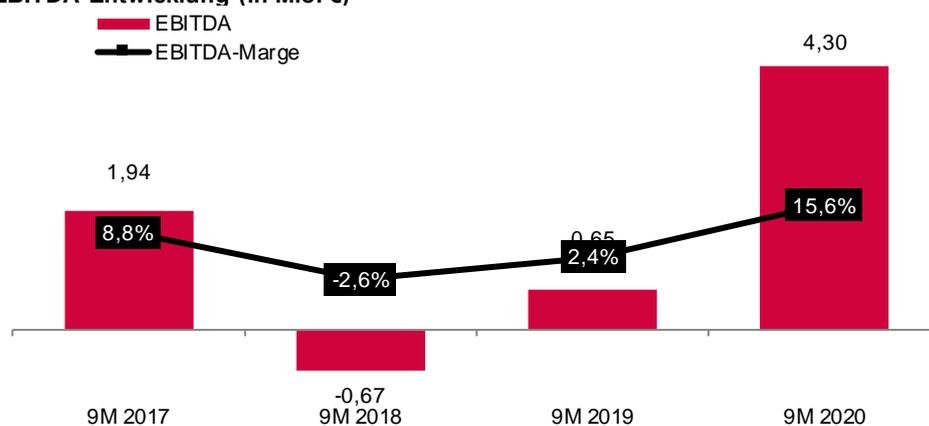
Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Durch die weitestgehend abgeschlossenen Entwicklungen des IR Cockpit und den damit verbundenen Subskriptionserlösen, konnten die wiederkehrenden Umsatzerlöse auf 84% (Q3 2019: 81%) erhöht werden. Die EQS Group stellt mit der Fertigstellung der weiteren Module einen Anstieg der wiederkehrenden Erlöse in Aussicht.

Ergebnisentwicklung 9M 2020

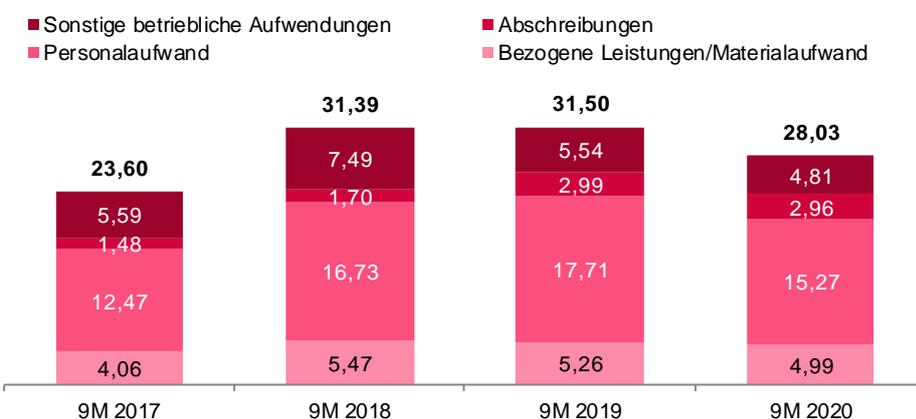
Im Vergleich zum Umsatzanstieg erhöhte sich das EBITDA überproportional. Bis Ende September 2020 wurde das EBITDA auf 4,30 Mio. € (VJ: 0,39 Mio. €) mehr als verzehnfacht. Ausschlaggebend für diese überaus positive Entwicklung ist das Einsetzen der Skalierungseffekte im Zuge der Implementierung des neuen Cockpits. So konnte bereits nach neun Monaten der von der Gesellschaft prognostizierte Zielkorridor von 4,0 – 5,0 Mio. € erreicht werden. Auch bereinigt um IFRS 16-Effekte lag das EBITDA bei 2,84 Mio. € (VJ: 0,72 Mio. €) deutlich über dem Vorjahreswert.

EBITDA-Entwicklung (in Mio. €)



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Auf operativer Kostenbasis wird der EBITDA-Anstieg durch eine rückläufige Entwicklung auf 28,03 Mio. € (VJ: 31,50 Mio. €) begründet. Zurückzuführen ist diese Entwicklung auf die erwartungsgemäß ausgelaufenen Investitionen in das neue Cockpit, die noch das Kostenbild der Vergleichsperiode des Vorjahres geprägt hatten. In diesem Zusammenhang wurden seit dem zweiten Quartal 2019 Freelancer deutlich abgebaut.



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Negative Wechselkurseffekte und Nettozinsaufwendungen führten zu einem negativen Finanzergebnis von -0,37 Mio. €. Im Vorjahr wurde durch die Veräußerung der ARI-VA.DE AG noch ein positives Ergebnis von 2,27 Mio. € erzielt. Passive latente Steuern hatten den Steueraufwand überproportional auf -1,41 Mio. € (VJ: -0,62 Mio. €) ansteigen lassen, was in Summe zu einem negativen Nettoergebnis in Höhe von -0,44 Mio. € (VJ: -0,72 Mio. €) geführt hatte.

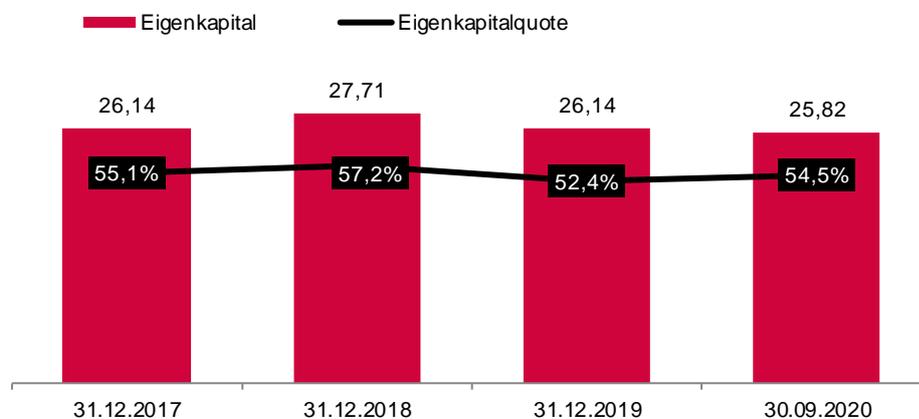
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.09.2019

in Mio. €	31.12.2018	31.12.2019	30.09.2020
Eigenkapital*	27,89	26,14	25,82
EK-Quote (in %)*	57,9%	52,4%	54,5%
Operatives Anlagevermögen	18,95	23,36	22,03
Working Capital	-1,83	-1,60	-3,96
Net Debt	7,75	10,48	5,80
Cashflow (operativ)	2,60	2,40	6,28
Cashflow (Investition)	-8,37	-0,37	0,51
Cashflow (Finanzierung)	0,63	-2,21	-5,40

Quelle: EQS Group AG; GBC AG; *bereinigt um die Minderheiten

Das Eigenkapital (exklusive Minderheiten) reduzierte sich zum 30.09.2020 auf 25,82 Mio. € (31.12.2019: 26,14 Mio. €), bedingt durch den leichten Rückgang des Bilanzgewinns und der Entkonsolidierung von ARIVA.DE AG. Die Eigenkapitalquote erhöhte sich zum 30.09.2020 auf 54,5% (31.12.2019: 52,4%), was neben dem leicht gestiegenem Eigenkapital auch auf die IFRS 16-bedingte Bilanzverkürzung zurückzuführen ist. Die EQS Group AG weist eine sehr hohe Eigenkapitalquote auf und ist sehr solide bilanziert.

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG, *EK bereinigt um die Minderheiten

Der operative Cashflow konnte zum Ende September 2020 mehr als vervierfacht werden und stieg auf 6,28 Mio. € (VJ: 1,70 Mio. €). Gleichzeitig konnten dank dem starken operativen Cashflow Verbindlichkeiten in einem nennenswerten Umfang (5,62 Mio. €) zurückgeführt werden. Die Nettofinanzverbindlichkeiten wurden dank der starken operativen Entwicklung, regulärer Tilgungen und einer vorzeitigen Rückzahlung der Kaufpreisforderung durch den Käufer der ARIVA.DE AG auf 7,00 Mio. € (31.12.2019: 13,47 Mio. €) fast halbiert. Bereinigt um IFRS 16 belaufen sich die Nettofinanzverbindlichkeiten nur noch auf 0,50 Mio. € (31.12.2019: 5,76 Mio. €) und bieten damit eine hohe Flexibilität hinsichtlich weiterer Finanzierungen. So erfolgte die Finanzierung des Erwerbes der GOT Ethics A/S zu einem Kaufpreis von rund 10 Mio. € über ein Akquisitionsdarlehen der Commerzbank München.

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 20e (alt)	GJ 20e (neu)	GJ 21e (alt)	GJ 21e (neu)	GJ 22e (alt)	GJ 22e (neu)
Umsatzerlöse	37,85	37,85	42,39	47,05	47,90	56,51
EBITDA	4,85	5,27	8,70	6,83	11,30	9,02
EBITDA-Marge	12,8%	13,9%	20,5%	14,5%	23,6%	16,0%
EBIT	0,85	1,47	4,50	2,58	7,20	4,82
EBIT-Marge	2,2%	3,9%	10,6%	5,5%	15,0%	8,5%
Nettoergebnis	0,59	-0,33	3,22	0,96	5,04	3,20
EPS in €	0,41	-0,05	2,25	0,13	3,51	0,45

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

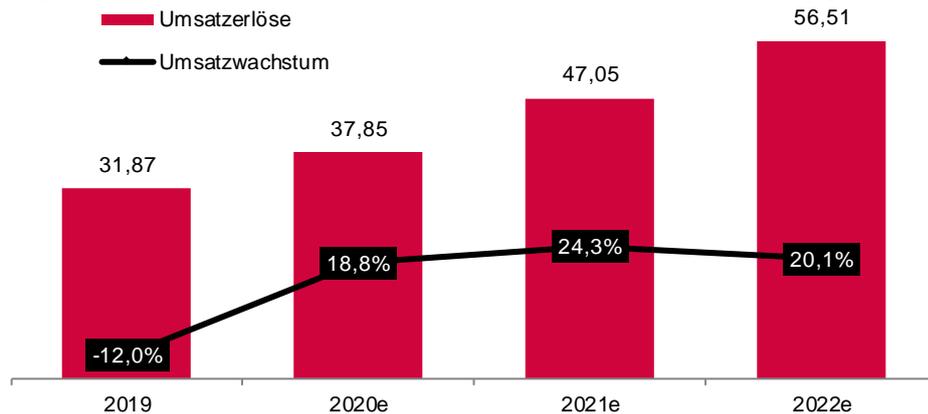
Umsatzprognosen

Bereits im Rahmen der Halbjahresberichterstattung 2020 hatte die EQS Group AG die Umsatz- und EBITDA-Guidance angehoben. Im Zuge der 9-Monatszahlen wurde diese nochmals bestätigt. Es wird weiterhin mit einem um den Wegfall der ARIVA-Umsätze bereinigten Umsatzwachstum von 15 % bis 20 % gerechnet (unbereinigt: 3,7 % bis 8,2 %). Analog dazu wird mit einem EBITDA von 4,00 bis 5,00 Mio. € gerechnet.

Auf Basis der sehr guten operativen Entwicklung in den ersten 9 Monaten 2020, mit einem erreichten Umsatzniveau in Höhe von 27,62 Mio. € und einem EBITDA von 4,30 Mio. € ist aus unserer Sicht die Guidance vor dem Hintergrund der Corona-Pandemie und der unklaren weiteren Entwicklung sehr konservativ ausformuliert. Wir liegen mit unserer Prognose am oberen Ende der Guidance und erwarten Umsatzerlöse von 37,85 Mio. € für das laufende Geschäftsjahr 2020. Für die folgenden Jahre erwarten wir Umsatzerlöse von 44,05 Mio. € (bisher: 42,39 Mio. €) im Jahr 2021 bzw. 52,01 Mio. € (bisher: 47,90 Mio. €) in Jahr 2022. Der Hintergrund für unsere Prognoseanhebung ist einerseits die erfolgreich abgeschlossene Entwicklung des neuen IR Cockpits und die bereits erfolgreiche Migration auf die neue Plattform. Andererseits trägt das anorganische Wachstum der EQS Group zum Umsatzwachstum bei. Am 30. November wurde die erfolgreiche Akquisition der Got Ethics S/A vermeldet, die mit Beginn des neuen Jahres vollkonsolidiert wird. Die Got Ethics ist ein SaaS-Anbieter für Whistleblowing-Software, die über 500 Unternehmen betreut, wie z.B. Ferrovial, Hella GmbH & Co. KGaA und die Europäische Kommission. In den vergangenen vier Jahren verzeichnete die Gesellschaft ein Kundenwachstum von mindestens 30,0 % p.a. und erzielt gegenwärtig jährlich wiederkehrende Umsatzerlöse (ARR) von ca. 2,00 Mio. €. Unsere Umsatzprognosen ab 2021 berücksichtigen die zusätzlichen Umsatzbeiträge sowie eine Fortsetzung der hohen Wachstumsdynamik der neu akquirierten Gesellschaft.

Diese strategische Akquisition bringt die EQS in eine hervorragende Ausgangssituation im Hinblick auf die neue EU-Whistleblower-Richtlinie. So müssen gemäß der EU-Richtlinie 2019/1937 alle Unternehmen mit mehr als 250 Mitarbeitern ab Ende 2021 über ein Hinweisgebersystem verfügen. Ab Ende 2023 ist diese Richtlinie auch für alle Unternehmen ab 50 Mitarbeiter verpflichtend. Vor diesem Hintergrund sollte EQS Group auch in Zukunft von der zunehmenden Globalisierung, Regulierung und der Digitalisierung profitieren und neue Märkte erschließen. 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 Gesellschaft profitieren könnte.

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Im Zuge der Präsentation der 9-Monatszahlen wurde das mittelfristige jährliche Wachstumsziel für das Compliance Segment sowie für das IR Segment konkretisiert. Im Compliance-Bereich sollen bis 2025 die Umsatzerlöse mit einem CAGR von 25 % und im IR-Bereich mit einem CAGR von 15 % zulegen. Im Geschäftsjahr 2025 soll dabei erstmals ein Umsatzniveau von 100 Mio. € überschritten werden.

Ergebnisprognose

Die EBITDA-Guidance liegt bei 4,00 bis 5,00 Mio. €, was angesichts des nach neun Monaten 2020 bereits erreichten EBITDA in Höhe von 4,30 € sehr konservativ erscheint. Nach der Finalisierung des neuen IR Cockpit wird der Fokus der EQS Group zunächst nicht auf der sofortigen Ergebnissteigerung, sondern auf der Gewinnung von Marktanteilen liegen. Dies zeigt sich in der strategischen Akquisition der Got Ethics S/A. Daher wird in den nächsten 12 bis 18 Monaten verstärkt in den Vertrieb investiert.

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Hauptaugenmerk liegt auf dem Segment Compliance mit dem Integrity-Line-Modul, welches durch die EU-Whistleblower-Richtlinie (Hinweisgebersystem) an einen europäischen Markt mit mehr als 50.000 Unternehmen adressiert ist. Kurz- bis mittelfristig wird sich diese Investition zwar negativ auf die EBITDA-Margen auswirken. Aus unserer Sicht ist dieser Schritt jedoch sinnvoll und sollte sich langfristig in einem starken Umsatzanstieg, begleitet von einer Rentabilitätsverbesserung, niederschlagen. Zwar rechnen wir, dass die EQS Group im laufenden Geschäftsjahr mit einem EBITDA in Höhe von 5,27 Mio. € die Guidance übertreffen wird, für die kommenden Geschäftsjahre sollte es auf-

grund der verstärkten Vertriebsaktivitäten nicht zu den bisher von uns erwarteten Margensprüngen kommen. Daher haben wir die konkreten EBITDA-Schätzungen für 2021 auf 6,83 Mio. € (bisherige Schätzung: 8,70 Mio. €) und für 2022 auf 9,02 Mio. € (bisherige Schätzung: 11,30 Mio. €) deutlich reduziert. Unsere EBITDA-Schätzungen ab dem kommenden Geschäftsjahr berücksichtigen zudem die neu erworbene Got Ethics, für die wir eine Rentabilität auf dem Niveau der EQS Group unterstellen.

Mittel- bis langfristig sollten sich die verstärkten Vertriebsaktivitäten in einem hohen Umsatzwachstum niederschlagen. Insbesondere vor dem Hintergrund der hohen Skalierung der besonders wachstumsstarken Umsätzen im Compliance-Bereich sollte die Gesellschaft in der Lage sein, die Rentabilität deutlich zu steigern. Dies zeigt sich auch in der Guidance, welche eine 30%ige EBITDA-Marge im Jahr 2025 in Aussicht stellt.

Durch die erfolgreiche Umstellung des EQS Cockpits auf eine SaaS-Lösung und der sehr guten Produkte für den Investor Relations- und Compliance-Markt sollten nach dem erfolgreichen Roll-Out deutliche Gewinnsteigerungen erzielt werden. Im Zuge unserer Prognoseanpassung haben wir unser Kursziel auf 31,70 € (bisher: 25,00) erhöht und vergeben weiterhin 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 - 2022 in Phase 1, erfolgt von 2026 bis 2027 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Für die Periode 2023 bis 2025 haben wir sowohl beim Umsatz als auch bei der EBITDA-Marge nicht den gewohnten Ansatz über Werttreibern gewählt, um die bis 2025 gehende Mittelfristplanung der Gesellschaft zu berücksichtigen. Hier unterstellen wir eine Annäherung an die Umsatzmarke von 100 Mio. € und einen Anstieg der EBITDA-Marge auf 30 %. Erst ab 2026 kalkulieren wir ein gleichbleibendes Umsatzwachstum und eine konstante EBITDA-Margenentwicklung. 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%) und stellt dabei unsere Untergrenze dar.

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 % (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

Auch wenn wir die Prognosen der konkreten Schätzperiode reduziert haben, bewirken die höheren Modellannahmen für die Periode 2023 bis 2025 sowie die darauf aufbauende nachfolgende Stetigkeitsphase unseres DCF-Bewertungsmodells einen Kurszielanstieg auf 31,70 € (bisher: 25,00 €).

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	24,4%
AFA zu operativen Anlagevermögen	21,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	1,8%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	37,85	47,05	56,51	67,80	81,53	98,20	112,93	129,87	
US Veränderung	7,0%	24,3%	20,1%	20,0%	20,2%	20,5%	15,0%	15,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,72	2,24	2,83	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	
EBITDA	5,27	6,83	9,02	14,22	21,17	29,46	33,88	38,96	
EBITDA-Marge	13,9%	14,5%	16,0%	21,0%	26,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
EBITA	1,47	2,58	4,82	10,02	16,79	24,19	27,53	31,66	
EBITA-Marge	3,9%	5,5%	8,5%	14,8%	20,6%	24,6%	24,4%	24,4%	24,4%
Steuern auf EBITA	-1,92	-1,50	-1,45	-3,00	-5,04	-7,26	-8,26	-9,50	
zu EBITA	130,6%	58,2%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-0,45	1,08	3,38	7,01	11,75	16,93	19,27	22,16	
Kapitalrendite	-2,1%	5,3%	16,7%	33,4%	53,3%	63,8%	60,3%	60,3%	53,4%
Working Capital (WC)	-1,50	-0,75	1,00	1,20	1,44	1,74	2,00	2,30	
WC zu Umsatz	-4,0%	-1,6%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	
Investitionen in WC	-0,10	-0,75	-1,75	-0,20	-0,24	-0,30	-0,26	-0,30	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	22,00	21,01	20,00	20,86	25,08	30,22	34,75	39,96	
AFA auf OAV	-3,80	-4,25	-4,20	-4,20	-4,38	-5,27	-6,35	-7,30	
AFA zu OAV	17,3%	20,2%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	
Investitionen in OAV	-2,44	-3,26	-3,19	-5,06	-8,60	-10,40	-10,88	-12,51	
Investiertes Kapital	20,50	20,26	21,00	22,06	26,53	31,95	36,75	42,26	
EBITDA	5,27	6,83	9,02	14,22	21,17	29,46	33,88	38,96	
Steuern auf EBITA	-1,92	-1,50	-1,45	-3,00	-5,04	-7,26	-8,26	-9,50	
Investitionen gesamt	-2,53	-14,01	-4,94	-5,26	-8,85	-10,69	-11,14	-12,81	
Investitionen in OAV	-2,44	-3,26	-3,19	-5,06	-8,60	-10,40	-10,88	-12,51	
Investitionen in WC	-0,10	-0,75	-1,75	-0,20	-0,24	-0,30	-0,26	-0,30	
Investitionen in Goodwill	0,00	-10,00	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	-1,23	-10,74	0,59	3,90	5,24	9,46	12,43	14,60	350,15

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	221,58	250,50
Barwert expliziter FCFs	20,01	32,38
Barwert des Continuing Value	201,57	218,12
Nettoschulden (Net debt)	12,11	23,13
Wert des Eigenkapitals	209,47	227,37
Fremde Gewinnanteile	0,04	0,04
Wert des Aktienkapitals	209,51	227,41
Ausstehende Aktien in Mio.	7,17	7,17
Fairer Wert der Aktie in EUR	29,20	31,70

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%
52,9%	35,75	33,46	31,40	29,54	27,85
53,2%	35,92	33,62	31,55	29,68	27,98
53,4%	36,09	33,78	31,70	29,82	28,11
53,7%	36,26	33,93	31,84	29,95	28,24
53,9%	36,43	34,09	31,99	30,09	28,37

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>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 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>

§ 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 §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

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 § 34b WpHG 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-Straße 24, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst

Felix Haugg, B.A., Finanzanalyst

§ 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