



Researchstudie (Anno)

EQS Group AG



Starker Fokus auf Kundengewinnung und Umsatzsteigerung

-

Steigende Compliance-Anforderungen bieten Wachstumschancen

Kursziel: 40,40 € (bisher: 31,70 €)

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 19

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 21.04.2021 (14:53 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 22.04.2021 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2021

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

Rating: Kaufen
Kursziel: 40,40 €
(bisher: 31,70 €)

aktueller Kurs: 32,60 €
21.04.2021 / ETR 13:52 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005494165
WKN: 549416
Börsenkürzel: EQS
Aktienanzahl³: 7,88
Marketcap³: 256,96
EnterpriseValue³: 265,44
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 33%

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
SCALE

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Felix Haugg
haugg@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 22

Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Corporate Compliance und Investor Relations

Mitarbeiter: 414 Stand: 31.12.2020

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	31.12.2020	31.12.2021e	31.12.2022e	31.12.2023e
Umsatz	37,64	45,66	57,71	73,02
EBITDA	4,76	2,29	4,94	15,16
EBIT	0,16	-1,51	0,95	10,96
Jahresüberschuss	-0,80	-2,30	0,54	7,79

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,10	-0,29	0,07	0,99
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	7,05	5,81	4,60	3,64
EV/EBITDA	55,76	115,91	53,73	17,51
EV/EBIT	1658,97	neg.	279,41	24,22
KGV	neg.	neg.	475,85	32,99
KBV	7,80			

Finanztermine

14.05.2021 Hauptversammlung 2021
14.05.2021 Quartalsmitteilung Q1
13.08.2021 Halbjahresabschluss 2021
12.11.2021 Quartalsmitteilung Q3

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
02.12.2020: RS / 31,70 / KAUFEN
19.08.2020: RS / 25,00 / KAUFEN
25.05.2020: RS / 18,30 / KAUFEN
21.04.2020: RS / 18,30 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Das abgelaufene Geschäftsjahr war bei der EQS Group AG von der Corona-Pandemie und deren Folgen beeinflusst. Durch die hohe Digitalisierung des Geschäftsmodells konnte jedoch ohne großen Aufwand von Büro-Arbeit auf Home-Office umgestellt werden, ohne dass der Service für die Kunden eingeschränkt wurde. Dadurch wurde die Migration der Kunden auf das neue Cockpit (SaaS) planmäßig vorangetrieben. Zudem wurde in Folge der Corona-Beschränkungen eine gesteigerte Nachfrage nach Audio- und Video-Webcasts und ein gestiegenes Nachrichtenvolumen verzeichnet. Somit erhöhte sich der Gesamtumsatz im Geschäftsjahr 2020 um 6,4% auf 37,64 Mio. € (2020: 35,37 Mio. €). Bereinigt um die ARIVA.DE-Umsatzerlöse konnte sogar ein Umsatzwachstum von 18,1% erzielt werden. Der Anteil der wiederkehrenden Erlöse beläuft sich auf 29,41 Mio. €.
- Ergebnisseitig wurde zum zweiten Mal in Folge eine deutliche Verbesserung erzielt. Durch das planmäßige Einsetzen von Skaleneffekten erhöhte sich das E-BITDA um 86,7 % auf 4,76 Mio. € (2020: 2,55 Mio. €). Die Ergebnisverbesserung wurde neben der verbesserten Kostenstruktur hauptsächlich durch die erfolgreiche Migration der Kunden auf das neue Cockpit erreicht. Bereinigt um die ARIVA.DE AG stiegen die Kosten im Jahr 2020 nur unterproportional zum Umsatz an.
- Im abgeschlossenen Geschäftsjahr 2020 wurde eine erfolgreiche Kapitalerhöhung durchgeführt, um das weitere Wachstum im Bereich Corporate Compliance voranzutreiben. Im Zuge der Kapitalmaßnahme wurden 350.000 neue Aktien ausgegeben und damit ein Bruttoemissionserlös von 9,10 Mio. € erzielt. Die zugeflossenen Mittel wurden u.a. dazu verwendet, mit Beginn des Jahres 2021 die Got Ethics A/S mit Sitz in Kopenhagen zu übernehmen. Die Got Ethics ist ein Anbieter von Hinweisgebersystemen im skandinavischen Raum. Des Weiteren wurde eine Beteiligung von rund 23 % sowie eine Option zum vollständigen Erwerb an der C2S2 GmbH aus Berlin erworben. Am 20. April 2021 gab die EQS Group bekannt, die Option zum Erwerb aller Geschäftsanteile der C2S2 GmbH ausgeübt zu haben. Durch das anorganische Wachstum wurde der Bereich Corporate Compliance deutlich gestärkt.
- Vor dem Hintergrund der europaweiten Einführung der Hinweisgeberschutzrichtlinie (EU) 2019/1937 im Dezember 2021 wurde von der EQS Group die Compliance Applikation „Integrity Line“ entwickelt und auf dem neuen Cockpit implementiert. Die neue Richtlinie verpflichtet alle Unternehmen in Europa, mit mehr als 250 Angestellten, ein Hinweisgebersystem bereitzustellen. Mit der Anwendung des „Integrity Line“ werden die Anforderungen vollumfänglich erfüllt. Dieses Modul stellt in den nächsten Jahren das größte Wachstumspotenzial dar. Dementsprechend steht für den Vorstand der EQS Group die Markterschließung in den kommenden zwei Jahren im Fokus. Insgesamt soll im Bereich der Hinweisgebersysteme ein Marktanteil von mindestens 10% erreicht werden.
- Für das laufende Geschäftsjahr 2021 gehen wir von einer positiven Entwicklung aus. Zwar können die endgültigen Folgen der Corona-Pandemie noch nicht abschließend eingeschätzt werden, dennoch dürfte sich u.E. durch die ergriffenen Schutzmaßnahmen und die voranschreitende Impfkampagne eine konjunkturelle Erholung fortsetzen. Basierend auf dieser Annahme gehen wir von einem mittleren Wachstumsszenario für die EQS aus. Entsprechend erwarten wir Umsatzerlöse in Höhe von 45,66 Mio. € (2021), 57,71 Mio. € (2022) und 73,02 Mio. €

(2023). Die Ergebnisseite wird jedoch kurzfristig durch die erhöhten Ausgaben für Marketing und Vertrieb im Zuge der Markterschließung belastet. Ziel der verstärkten Ausgaben für Vertrieb und Marketing ist es, den europaweiten Kundstamm weiter auszubauen. Besonders in Bezug auf die im Dezember 2021 in Kraft tretende EU-Richtlinie zu Hinweisgebersystemen. Allein für das Produkt „Integrity Line“ sollen in den nächsten zwei Jahren rund 5.000 Verträge abgeschlossen werden. Aufgrund der erhöhten Aufwendung im Zusammenhang mit der Gewinnung neuer Kunden prognostizieren wir ein EBITDA in Höhe von 2,29 Mio. € (2021), 4,94 Mio. € (2022) und 15,16 Mio. € (2023). Nichtsdestotrotz hat die EQS die Prognose von 100 Mio. € Umsatz und 30 Mio. € EBITDA bis 2025 bestätigt.

- **Durch die weiteranhaltenden Trends Globalisierung, Digitalisierung und Regulierung befindet sich die EQS Group aus unserer Sicht in einem weiterhin sehr attraktiven Marktumfeld. In Verbindung mit der hohen Skalierbarkeit des Geschäftsmodells und der zunehmenden Marktdurchdringung und Umsatzsteigerung in den kommenden Jahren, erwarten wir in Zukunft deutliche Margensteigerungen. Auf Basis unseres DCF Modells haben wir einen fairen Wert in Höhe von 40,40 € (bisher: 31,70 €) je Aktie ermittelt und vergeben das Rating KAUFEN. Die deutliche Kurszielsteigerung basiert maßgeblich auf der Reduktion der Kapitalkosten (Senkung des risikolosen Zinssatzes von zuvor 1,00 % auf 0,25%).**

INHALTSVERZEICHNIS

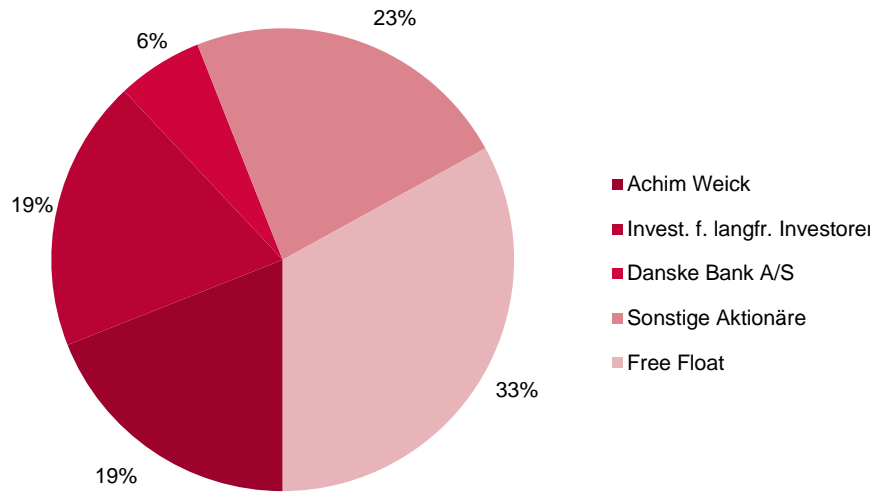
Executive Summary	2
Unternehmen	5
Aktionärsstruktur	5
Konsolidierungskreis der EQS Group AG	5
Produktpalette und Unternehmensstrategie	5
Markt und Marktumfeld	7
Unternehmensentwicklung	9
Kennzahlen im Überblick	9
Geschäftsentwicklung 2020	10
Umsatzentwicklung	10
Ergebnisentwicklung	11
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2020	13
Prognose und Bewertung	14
Umsatzprognosen	14
Ergebnisprognosen	15
Bewertung	17
Modellannahmen	17
Bestimmung der Kapitalkosten	17
Bewertungsergebnis	17
DCF-Modell	18
Anhang	19

UNTERNEHMEN

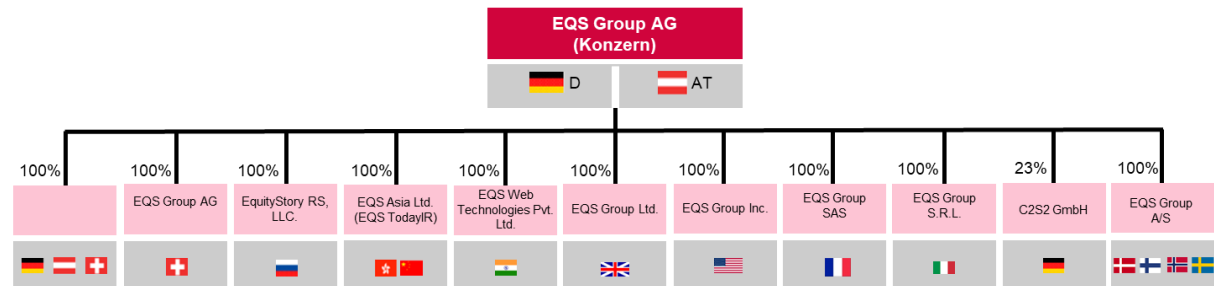
Aktionärsstruktur

Anteilseigener	in %
Achim Weick	19%
Invest. f. langfr. Investoren	19%
Danske Bank A/S	6%
Sonstige Aktionäre	4%
Free Float	33%

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

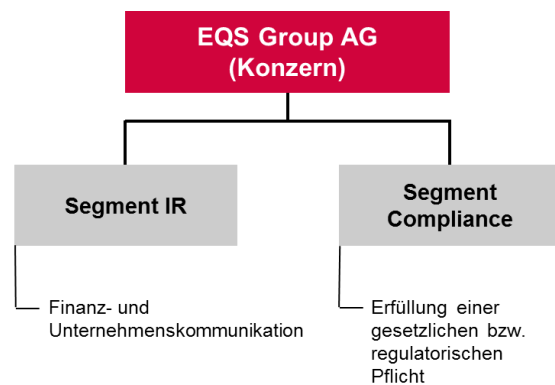


Konsolidierungskreis der EQS Group AG



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Produktpalette und Unternehmensstrategie



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Die EQS Group fokussiert sich auf die Märkte Investor Relations (IR) und Compliance. Im Segment Compliance sind alle Produkte zur Erfüllung entsprechender gesetzlicher bzw. regulatorischer Pflichten enthalten. Dies beinhaltet die Meldepflichten im Nachrichtenbereich (Disclosure), die Einreichung beim Bundesanzeiger (Filing) und die neuen Produkte Insider Manager, Integrity Line, Policy und Approval sowie LEI. Das Segment Investor Relations beinhaltet die Produkte im Bereich Finanz- und Unternehmenskommunikation. Diese sind insbesondere Newswire, Websites, Portals, Webcasts und Media sowie die neuen COCKPIT-Module Investors und CRM.

Die selbstentwickelten Plattformen, Produkte und Services werden über die jeweiligen Tochtergesellschaften international direkt vertrieben. Der Vertriebs Erfolg ist insbesondere in Deutschland zu beobachten, in dem die EQS Group AG bei der Verbreitung der Pflichtmitteilungen mit einem Marktanteil von über 90 % als quasi-Monopolist anzusehen ist. Die maßgeblichen künftigen Wachstumspotenziale wird die Gesellschaft über die Internationalisierungsstrategie heben, welche im Geschäftsjahr 2020 mit dem Erwerb der Got Ethics A/S sowie der Beteiligung an der C2S2 GmbH weiter forciert wurde. Zum Ende des Geschäftsjahres 2020 hat die EQS zudem neue Standorte in Mailand und Madrid eröffnet. Durch die Übernahme der Got Ethics und den zwei neuen Standorten in Spanien und Italien ist die EQS nunmehr in allen attraktiven Märkten der EU vertreten.

Footprint der EQS Group AG



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

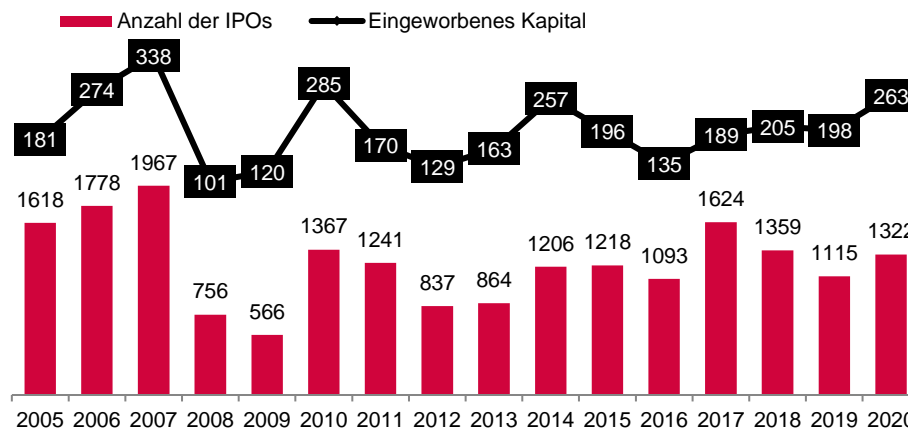
Die EQS-Group ist weltweit an allen wichtigen Börsenplätzen vertreten, plant aber im Rahmen der Wachstumsstrategie im Bereich Compliance insbesondere in Europa weiter zu wachsen. EQS sieht aktuell das größte Wachstumspotenzial in Europa. Die Zunahme EU-weiter Regulierungen sollte zu einer starken Vereinheitlichung der Transparenzanforderungen führen. Zudem gibt es noch keinen paneuropäischen Anbieter in diesem Bereich. Weiterhin gelingt es den US-amerikanischen Marktteilnehmern bisher nicht, ihre Produkte in Europa vollumfänglich anzubieten.

MARKT UND MARKTUMFELD

Die EQS Group AG (EQS) ist primär in den Märkten IR und Compliance aktiv. Im Bereich IR geht es vornehmlich um das Thema Newswire und im Bereich Compliance werden zahlreiche RegTech-Lösungen (Regulatorische Technologie) zur Erfüllung von Compliance-Anforderungen angeboten. Der Bereich IR wird stark von börsennotierten Unternehmen genutzt, da hier Veröffentlichungspflichten anfallen. Im Bereich Compliance werden neben öffentlichen auch private Unternehmen adressiert.

Ein wichtiger Faktor für den IR-Markt ist die Anzahl der börsennotierten Unternehmen. Hier kann als Marktproxy die Anzahl an IPOs betrachtet werden, wobei dies noch nicht die Delistings und den Umfang der tatsächlichen IR-Aktivitäten widerspiegelt. Für das Jahr 2020 zählt EY weltweit 1.322 IPOs, was einem Anstieg von 15% entspricht. Das eingeworbene Kapital stieg sogar um 26% auf 263 Mrd. \$. Der IPO-Markt im Jahr 2020 war dabei von einer Vielzahl an Börsengängen im Technologie-Segment geprägt.

Anzahl der weltweiten IPOs und des eingeworbenen Kapitals (in Mrd. USD)



Quelle: EY; GBC AG

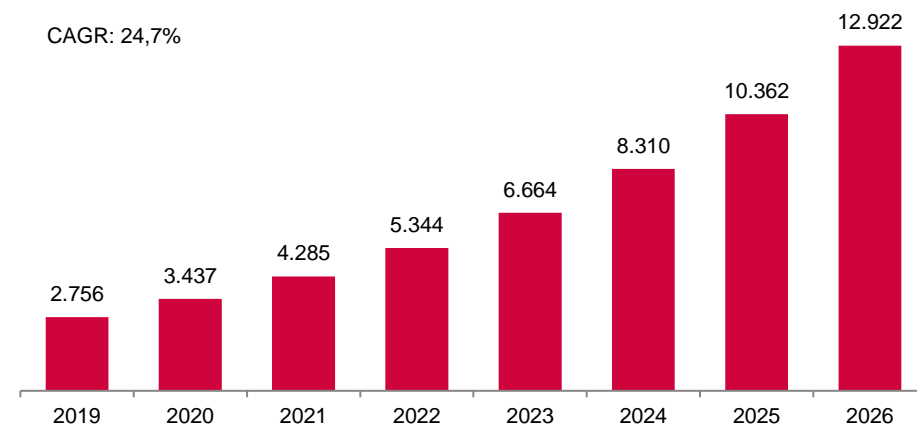
Der globale IPO-Markt konnte sich im Jahr 2020, nach einem starken Start, ebenfalls nicht vom Einfluss der Corona-Pandemie entziehen. Durch die unerwarteten und neuartigen Ereignisse im Zusammenhang mit der Corona-Krise kam der IPO-Markt, nach den sehr aktiven Monaten Januar und Februar, im März nahezu zum Erliegen. So wurden IPOs, laut EY, durch die Corona-Krise insbesondere in der EMEA-Region verschoben, da diese Region stärker von grenzüberschreitenden Lieferketten abhängt. Gegenläufig hierzu wurden zahlreiche staatliche Fördermaßnahmen und geldpolitische Maßnahmen der Zentralbanken ergriffen, um die Wirtschaft bestmöglich zu stabilisieren. Durch weltweite staatliche Konjunkturprogramme und die weiterhin hohe Liquidität im Markt nahmen die Aktivitäten im IPO-Markt im zweiten Halbjahr 2020 im Vergleich zum ersten Halbjahr 2020 deutlich zu. Eine weiterhin hohe Aktivität zeichnet sich auch im laufenden Jahr 2021 ab. Im traditionellen wenig aktiven ersten Quartal wurden weltweit 391 Börsengänge verzeichnet, woraus sich ein starkes Jahr am IPO-Markt erwarten lässt.

Wir erwarten, dass es im Vergleich zu den Vorjahren im Jahr 2021 zu einer steigenden Anzahl von IPOs in Europa kommen wird. Die EQS sollte in der Lage sein, durch die voranschreitende Expansion in weitere europäischen Teilmärkte, von der Zunahme der Börsengänge im europäischen Raum zu profitieren. Zudem gehen wir davon aus, dass der Newswire-Service der EQS Group auch weiterhin verstärkt genutzt wird.

Bezogen auf das Segment Compliance erwartet Valuates Report im globalen RegTech-Markt ein jährliches durchschnittliches Marktwachstum von 24,7% zwischen 2021 und 2026, mit einem Marktvolumen von 12.922 Mio. USD im Jahr 2026. Ein Grund für das

hohe Wachstum sind die steigenden Strafen für das Nichteinhalten von Vorschriften. So helfen RegTech-Lösungen beim Einhalten von Vorschriften in Realtime und können Regulierer und Unternehmen näher zusammenbringen.

RegTech Markt (in Mio. \$)



Quelle: Valuates Reports

Neben der steigenden Nachfrage nach Risikomanagementsystemen wird von Valuates Reports erwartet, dass die zusätzlichen Kosten für die Verwaltung und die steigende Nachfrage nach der Kontrolle von Geschäftsprozessen, das Marktwachstum im Bereich der Regulierungstechnologie im Prognosezeitraum antreiben werden. Laut Valuates Reports sind die anfallenden Compliance-Kosten in den letzten Jahren drastisch gestiegen. Eine Verringerung dieser Kosten durch RegTech-Lösungen könnte verbesserte Reaktionszeiten und Rendite in Bezug auf Compliance ermöglichen.

Wir gehen davon aus, dass die Compliance-Lösungen von der EQS Group gut angenommen werden, da die Produkte in der Regel im Zusammenhang mit einer bestehenden oder kommenden Regulierung entwickelt wurden.

In Bezug auf die anhaltende Corona-Krise sollte zudem der Markt im Bereich der Online-Hauptversammlungen und Online-Konferenzen auf einem hohen Niveau bleiben, da viele Unternehmen auf Home-Office-Lösungen umgestellt haben und nach Ende der Pandemie werden viele Firmen das Angebot für Home-Office ihren Mitarbeitern weiter anbieten.

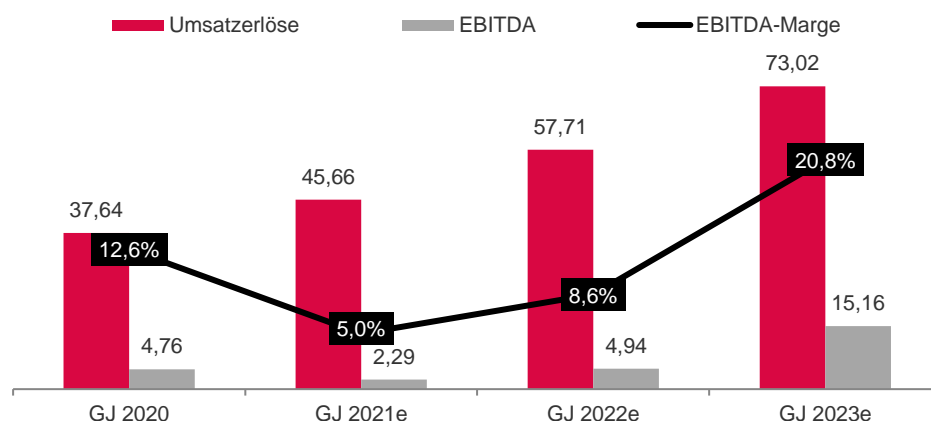
UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	37,64	45,66	57,71	73,02
Bestandsveränderungen	0,00	0,00	0,00	0,00
Aktiviert Eigenleistungen	1,67	1,76	1,83	1,88
Gesamtleistung	39,31	47,42	59,53	74,89
Sonstige betriebliche Erträge	0,47	0,60	0,00	0,00
Bezogene Leistungen	-7,26	-8,93	-11,24	-13,59
Rohhertrag	32,52	39,09	48,29	61,31
Personalaufwand	-20,85	-26,79	-31,39	-32,95
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-6,91	-10,02	-11,96	-13,19
EBITDA	4,76	2,29	4,94	15,16
Abschreibungen	-4,60	-3,80	-3,99	-4,20
EBIT	0,16	-1,51	0,95	10,96
Ergebnis aus assoziierten UN	0,00	0,00	0,00	0,00
Zinserträge	0,11	0,10	0,12	0,15
Zinsaufwand	-0,30	-0,29	-0,29	-0,29
Sonstige finanzielle Aufwendungen/Erträge	-0,21	0,00	0,00	0,00
Gewinn vor Steuern	-0,23	-1,70	0,78	10,82
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-0,60	-0,60	-0,24	-3,03
Konzernergebnis	-0,83	-2,30	0,54	7,79
Gewinnanteile Fremder	0,03	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	-0,80	-2,30	0,54	7,79
Umsatzerlöse	37,64	45,66	57,71	73,02
EBITDA	4,76	2,29	4,94	15,16
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>12,6%</i>	<i>5,0%</i>	<i>8,6%</i>	<i>20,8%</i>
EBIT	0,16	-1,51	0,95	10,96
<i>EBIT-Marge</i>	<i>0,4%</i>	<i>-3,3%</i>	<i>1,7%</i>	<i>15,0%</i>
Konzernergebnis	-0,83	-2,30	0,54	7,79
<i>Netto-Marge</i>	<i>-2,2%</i>	<i>-5,0%</i>	<i>0,9%</i>	<i>10,7%</i>

Quelle: GBC AG

Erwartete Umsatzerlöse (in Mio. €), EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Geschäftsentwicklung 2020

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020
Umsatzerlöse	36,21	35,37	37,64
EBITDA	0,24	2,55	4,76
EBITDA-Marge	0,8%	7,2%	12,6%
EBIT	-2,12	-3,18	0,16
EBIT-Marge	-5,9%	-9,0%	0,4%
Nettoergebnis	0,73	-1,29	-0,80
EPS in €	0,51	-0,90	0,11

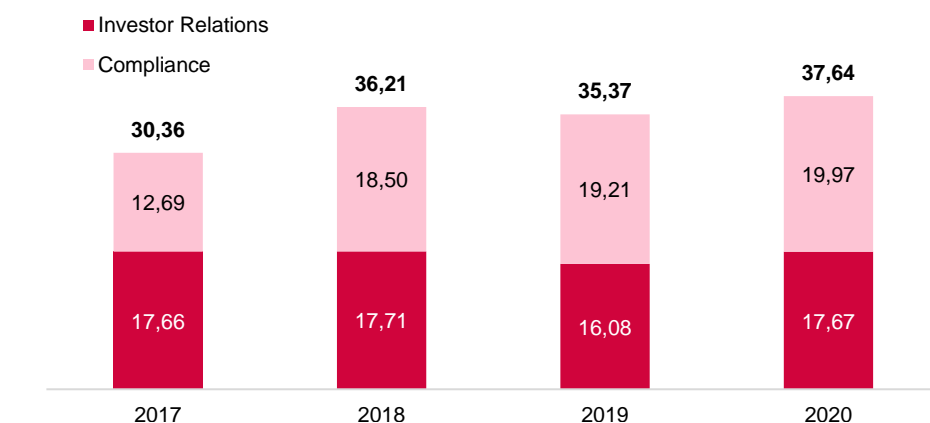
Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzentwicklung

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2020 stand auch bei der EQS Group AG (EQS) im Zeichen von Corona. Wobei die Corona-Pandemie nicht nur negative Einflüsse auf das Unternehmen hatte. Dank der hohen Digitalisierung des Geschäftsmodells konnte zu Beginn der Pandemie, ohne großen Aufwand, von Büro-Arbeit auf Home-Office umgestellt werden, ohne den Service für die Kunden einzuschränken. So konnte nach Abschluss der erfolgreichen Investitionsphase die Migration der Kunden auf das neue Cockpit (SaaS) fortgesetzt werden. Zudem verzeichnete die Gesellschaft im Segment Investors eine gesteigerte Nachfrage nach Audio- und Video-Webcast und ein gestiegenes Nachrichtenvolumen in Folge der Corona-Pandemie.

Insgesamt erhöhten sich die Umsatzerlöse um 6,4% auf 37,64 Mio. € (2020: 35,37 Mio. €). Bereinigt um die ARIVA.DE-Umsatzerlöse konnte sogar ein Umsatzwachstum von 18,1% erzielt werden. Trotz der erschwerten Rahmenbedingungen hat die EQS somit die selbst gesteckte Erwartung eines Umsatzwachstum, bereinigt um die ARIVA.DE-Umsatzerlöse von 15 – 20 % erfüllt.

Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Der Umsatz im Segment Compliance verbesserte sich im Jahr 2020 um 4,0% auf 19,97 Mio. € (VJ: 19,21 Mio. €). Bereinigt um den Verkauf der ARIVA.DE AG wurde dabei sogar eine Steigerung von 11,9% erreicht. Das starke Wachstum ist auf ein erhöhtes Wachstum im Bereich des Einreichungsservice, durch die neue ESEF-Regulierung (European Single Electronic Format) sowie auf eine stärkere Nachfrage beim LEI-Vergabeservice, zurückzuführen. Die Dynamik in diesem Bereich wurde lediglich aufgrund verlängerter Sales-Zyklen beim Compliance Cockpit, bedingt durch die Corona-Pandemie, etwas gedämpft. Nichtsdestotrotz konnten weitere 74 Kunden von der Compliance-Lösung überzeugt werden und somit erhöhte sich die Anzahl der SaaS-Kunden auf insgesamt 1.354 Unternehmen.

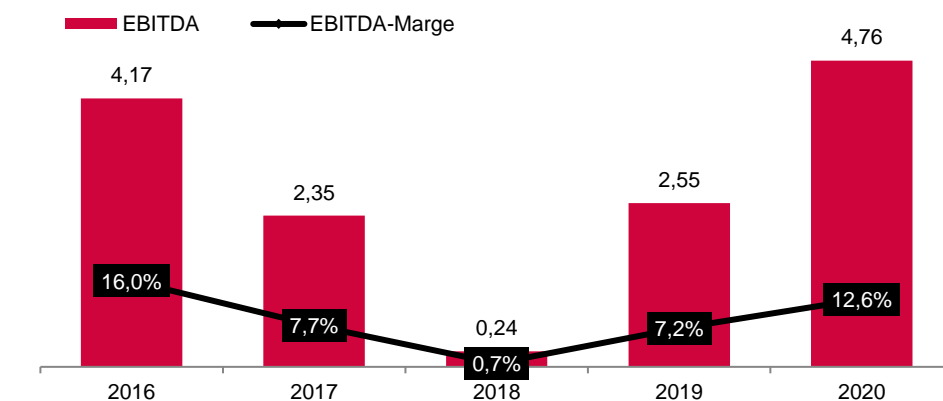
Im zweiten Segment Investor Relations wurde ein ähnlich hohes Umsatzwachstum von 9,9 % auf 17,67 Mio. € (VJ: 16,08 Mio. €) erreicht. Die um die ARIVA.DE bereinigten Segmenterlöse stiegen sogar überdurchschnittlich stark um 26% und damit wurde sogar die Erwartung des Managements (15% bis 25%) übererfüllt. Mit neuen Software-Applikationen im Investor Relations Cockpit konnten bereits Umsatzerlöse von 3,31 Mio. € erzielt werden. Zurückzuführen ist der Zuwachs auf die planmäßige Migration bestehender Kunden auf das neue IR Cockpit und den daraus resultierenden Zusatzerlösen. Zum Stichtag 31.12.2020 wurden mit 631 Unternehmen SaaS-Verträge abgeschlossen. Zusätzlich dazu stieg pandemiebedingt die Nachfrage digitaler Lösungen im Bereich Investor Relations sprunghaft an.

Insgesamt geht die erfolgreiche Umstellung auf SaaS-Anwendungen mit einem Anstieg der wiederkehrenden Umsätze einher. So stieg die neu hinzugewonnene ARR im Jahr 2020 um 40,0% auf 5,32 Mio. € (2020: 3,80 Mio. €) und die wiederkehrenden Umsatzerlöse summieren sich auf nunmehr 29,41 Mio. € bzw. 78,1 % des Gesamtumsatzes.

Ergebnisentwicklung

Ergebnisseitig wurde zum zweiten Mal in Folge eine deutliche Verbesserung erzielt. Unter anderem konnten die operativen Aufwendungen und die Personalkosten nochmals auf 20,85 Mio. € (VJ: 22,33 Mio. €) gesenkt werden. Jedoch wurde ein leichter Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf 6,91 Mio. € (VJ: 6,68 Mio. €) verzeichnet, was hauptsächlich mit der starken Marketing- und Vertriebs-Offensive ab dem vierten Quartal 2020 begründet ist. Während sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen erhöhten, reduzierten sich die Abschreibungen, bereinigt um die ARIVA.DE AG, um 11% auf 4,60 Mio. € (2020: 5,16 Mio. €). Insgesamt verbesserte sich die EBITDA-Marge auf 12,6% (VJ: 7,2 %) bzw. das EBITDA auf 4,76 Mio. € gegenüber 2,55 Mio. € im Vorjahr und befindet sich im EBITDA-Erwartungskorridor der EQS von 4,0 – 5,0 Mio. €.

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



Die Ergebnisverbesserung wurde neben der verbesserten Kostenstruktur hauptsächlich durch die erfolgreiche Migration der Kunden auf das neue Cockpit erreicht. Bereinigt um die ARIVA.DE AG stiegen die Kosten im Jahr 2020 unterproportional zum Umsatz an. In Verbindung mit der abgeschlossenen Neuentwicklung des Cockpits als SaaS-Lösung und der daraus entstehenden hohen Skalierbarkeit des Geschäftsmodells, sollten in Zukunft höhere Margen erreicht werden. In den Jahren 2021 und 2022 fokussiert sich die EQS auf eine weitere Marktdurchdringung und Kundengewinnung, folglich werden die erhöhten Vertriebs- und Marketingkosten kurzfristig die Margen belasten. Die steigenden Vertriebs- und Marketingkosten zeichneten sich bereits im vierten Quartal ab, im Zeitraum zwischen

Oktober bis Dezember wurde bei einem Umsatz von 10,0 Mio. € nur ein EBITDA-Beitrag von 0,47 Mio. € (VJ: 2,16 Mio. €) erzielt.

In den bereinigten Abschreibungen in Höhe von 4,60 Mio. € wurde eine außerplanmäßige Abschreibung auf die EQS Financial Marktes & Media GmbH (0,65 Mio. €) und die erstmalige Abschreibung des neuen IR Cockpits (0,87 Mio. €) erfasst. Die Beteiligung wurde aufgrund einer ausbleibenden Stabilisierung der Mediabudgets von Werbekunden teilabgeschrieben.

Nach Fertigstellung des neuen Cockpits konnten im Jahr 2020 die Investitionskosten sukzessive zurückgefahren werden und erhöhte Umsätze erzielt werden, dennoch wurde bei dem Konzernergebnis ein Jahresfehlbetrag in Höhe von -0,83 Mio. € (2020: -1,69 Mio. €) ausgewiesen. Aus dieser Entwicklung zeichnet sich jedoch ab, dass die erhöhte Investition in den vergangenen Jahren die richtige Entscheidung war. Zwar wird kurzfristig das Ergebnis belastet, dies dürfte aber langfristig durch deutliche Margensteigerungen überproportional kompensiert werden.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2020

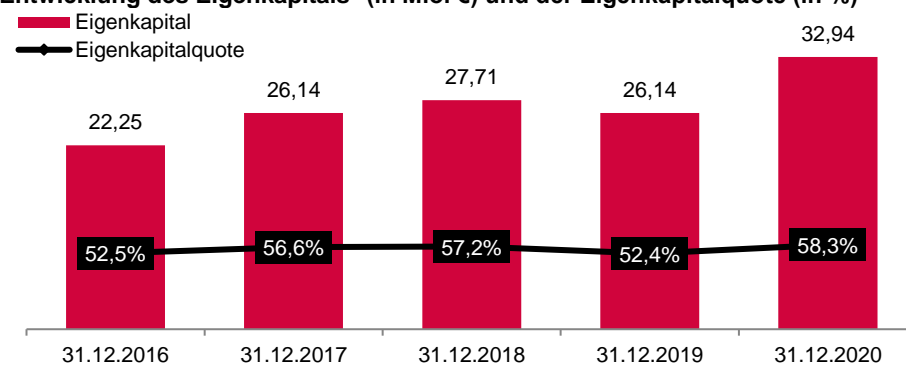
in Mio. €	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Eigenkapital*	27,71	26,14	32,94
EK-Quote (in %)	57,2%	52,4%	58,3%
Operatives Anlagevermögen	19,25	23,36	21,82
Working Capital	0,22	-1,60	-2,24
Net Debt	7,75	10,48	8,47
Cashflow (Operativ)	2,60	2,40	5,79
Cashflow (Investition)	-8,37	-0,37	0,30
Cashflow (Finanzierung)	0,63	-2,21	5,00

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

Im Zuge der im Dezember 2020 vollzogenen Kapitalerhöhung kam es bei der EQS Group zu maßgeblichen Bilanzveränderungen. Durch die Ausgabe von 350.000 neuen Aktien zu einem Bezugspreis von 26,00 € stieg das Grundkapital auf 7,52 Mio. € und der EQS ist ein Bruttoemissionserlös in Höhe von 9,1 Mio. € zugeflossen. Entsprechend erhöhte sich die Bilanzsumme zum Jahresende um 13,2% auf 56,53 Mio. € (VJ: 49,93 Mio. €) und das Eigenkapital um 31,8% auf 32,94 Mio. € (31.12.2019: 25,18 Mio. €).

Durch die erfolgreiche Kapitalerhöhung konnten neben der planmäßigen Tilgung von Bankdarlehen auch ein Gesellschafterdarlehen von über 1,25 Mio. € zurückgeführt werden, was zu einer reduzierten Tilgungs- und Zinslast führen sollte. Zudem hatte die Kapitalerhöhung aber auch der positive operative Cashflow zu einem starken Anstieg der liquiden Mittel auf 12,07 Mio. € (31.12.2019: 1,18 Mio. €) geführt. Folglich erhöhte sich die Nettoliquidität, bereinigt um Verbindlichkeiten aus Leasing (IFRS 16), auf 7,28 Mio. € (VJ: -5,76 Mio. €).

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



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

Insgesamt ist die EQS Group unseres Erachtens bilanziell weiterhin hervorragend aufgestellt. So konnten im Rahmen einer erfolgreichen Kapitalerhöhung zusätzliche finanzielle Mittel aufgenommen werden, um das ausgegebene Ziel, bis 2025, der führende europäische Cloudanbieter für globale Investor Relations- und Corporate Compliance-Lösungen (RegTech) zu werden, realisieren zu können.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

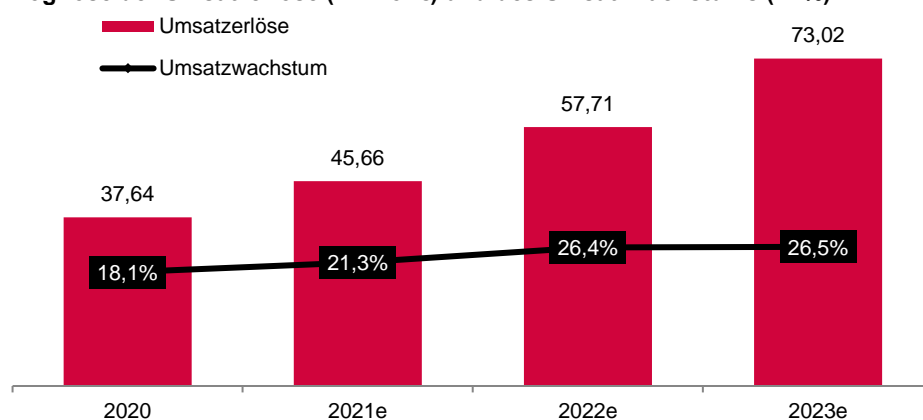
GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	37,64	45,66	57,71	73,02
EBITDA	4,76	2,29	4,94	15,16
EBITDA-Marge	12,6%	5,0%	8,6%	20,8%
EBIT	0,16	-1,51	0,95	10,96
EBIT-Marge	0,4%	-3,3%	1,7%	15,0%
Nettoergebnis	-0,83	-2,30	0,54	7,79

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzprognosen

Im Rahmen der Präsentation des Jahresabschluss 2020 hat die EQS Group AG die mittelfristigen Prognosen bis 2025 bestätigt. Auf Basis der aktuellen Guidance, rechnet der Vorstand mit einem jährlichen Umsatzwachstum im Bereich Compliance von 28,0% und Investor Relations von 13,0%. Somit soll im Geschäftsjahr 2025 erstmals ein Umsatzniveau von 100 Mio. € erreicht werden. Zwar können die negativen Folgen der Corona-Krise nicht final abgeschätzt werden, jedoch erwarten wir keinen erheblichen negativen Einfluss auf die EQS. Neben der fortschreitenden Migration von Kunden auf das neue IR Cockpit und der räumlichen Expansion nach Italien, Spanien oder Skandinavien, sehen wir vor allem in der fortschreitenden Regulierung im Compliance-Bereich deutliche Wachstumspotenziale.

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



Quelle: GBC AG

Trotz anhaltender Corona-Pandemie gehen wir davon aus, dass sich die im zweiten Halbjahr 2020 erkennbare Erholung auf dem IPO Markt im Jahr 2021 weiter fortsetzen wird. Durch die steigende Anzahl börsennotierter Unternehmen in Europa wächst ebenfalls der potenzielle IR-Markt für die EQS. Vorausgesetzt jedoch, dass keine weiteren Beschränkungen erlassen werden, die die konjunkturelle Erholung in Europa gefährden und den europäischen IPO-Markt zum Erliegen bringt.

Zudem zeichnete sich wie bereits im vergangenen Jahr ein erhöhtes Meldevolumen ab, da Unternehmen nach wie vor eine uneingeschränkte Kommunikation mit dem Kapitalmarkt gewährleisten müssen. Zudem sollten u.E. wieder vermehrt Webcasts gebucht werden sowie die Anzahl der digitalen Hauptversammlungen auf hohem Niveau verbleiben. Die EQS bot bereits seit Jahren digitale Hauptversammlungen als Produktlösung an, jedoch war in der Vergangenheit die Nachfrage eher gering. Wir gehen davon aus, dass Kunden, die bereits im vergangenen Jahr auf diese Lösung zurückgegriffen haben, die EQS Webcast-Lösung auch im Jahr 2021 für ihre Hauptversammlung buchen werden. So

sollten auch in den kommenden Jahren die positiven Aspekte einer digitalen Hauptversammlung oder eines Webcasts von einigen Unternehmen genutzt werden; und sei es nur als Add-on zu den klassischen Präsenz-Veranstaltungen.

Des Weiteren erwarten wir im Segment Compliance durch die EU-Richtlinie für Hinweisgebersysteme positive Impulse für den Konzernumsatz. Durch die Hinweisgeberschutzrichtlinie (EU) 2019/1937 sind ab Dezember 2021 alle Unternehmen in Europa, mit mehr als 250 Angestellten, dazu verpflichtet, ein Hinweisgebersystem zu implementieren. Diese Richtlinie wird mit der Anwendung des Integrity Line Moduls vollumfänglich erfüllt. Zwar haben sich schon heute einige Unternehmen für die EQS-Lösung Integrity Line entschieden, jedoch dürfte sich u.E. die Mehrzahl der Konzerne erst kurzfristig mit der Implementierung eines Hinweisgebersystems beschäftigen. So sollten sich die größten Impulse erst kurz vor Ablauf der Umsetzungsfrist Ende November 2021 bzw. nach Umsetzung der EU-Richtlinie abzeichnen. Ein namhafter Referenzkunde stellt hierfür mit Sicherheit die EZB da, welche sich bereits für die Compliance-Lösung „Integrity Line“ der EQS entschieden hat.

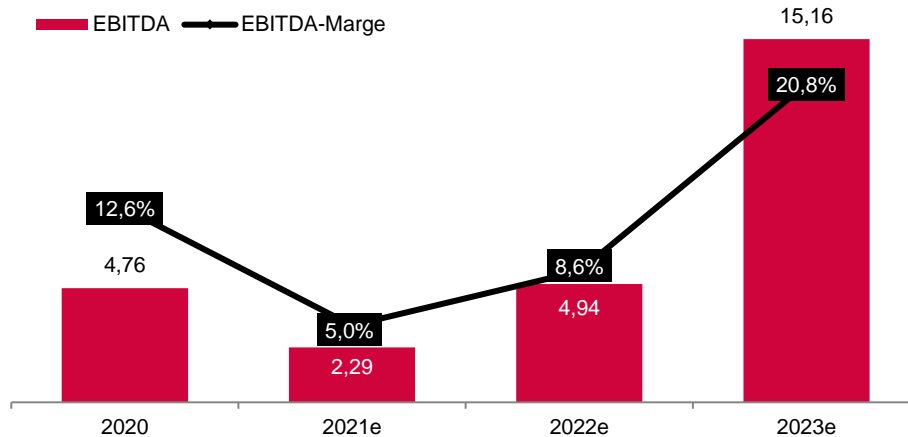
Wir erwarten daher auch für die Folgejahre eine hohe Umsatzwachstumsdynamik und prognostizieren Umsatzerlöse in Höhe von 57,71 Mio. € im Jahr 2022 und in Höhe von 73,02 Mio. € im Jahr 2023. Für das zukünftige Umsatzwachstum sollte neben den Megatrends Globalisierung, Regulierung und Digitalisierung auch die paneuropäische Positionierung des Unternehmens helfen. So gibt es keinen Wettbewerber, welcher sich ähnlich gut auf der europäischen Ebene positionieren konnte und durch die Harmonisierung der europäischen Gesetzeslage über die EU sollte eine gute europaweite gesetzeskonforme Abdeckung für multinationale Unternehmen sehr wichtig sein.

Durch die Neuentwicklung des Cockpits und den einzelnen neuen Anwendungen sowie der Umstellung der Applikationen auf SaaS-Lösungen erwarten wir für die nächsten Jahre ein sehr dynamisches Wachstum. Die Umsatzsteigerung dürfte von beiden Bereichen Investor Relations und Compliance getragen werden, wobei u.E. der Compliance Bereich eine größere Wachstumsdynamik aufweisen sollte.

Ergebnisprognosen

Die Ergebnis-Guidance der EQS Group für das laufende Geschäftsjahr 2021 liegt bei einem EBITDA von 1,00 bis 2,00 Mio. €. Begründet wird dieser kurzfristige erwartete EBITDA-Rückgang durch die starke Fokussierung auf Kundengewinnung und Marktdurchdringung in den Jahren 2021 und 2022, mit Blick auf die Einführung der EU-Hinweisgeberrichtlinie im Dezember 2021. Mittelfristig soll die EBITDA-Marge bis ins Jahr 2025 überproportional ansteigen. In Verbindung mit den kontinuierlich ansteigenden Umsatzerlösen und der hohen Skalierbarkeit der Cockpit-Lösungen plant das EQS Management mit einem überproportionalen EBITDA-Margenanstieg auf mehr als 30 % im Jahr 2025.

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



Quelle: GBC AG

Mittlerweile konnte die Neuentwicklung des Cockpits abgeschlossen werden und die Migration der Bestandskunden sowie die Gewinnung neuer Kunden schreitet voran. Vor dem Hintergrund der neuen Richtlinie zu Hinweisgebersystemen in Unternehmen mit mehr als 250 Mitarbeitern, hat sich der Vorstand der EQS entschlossen, kurzfristig verstärkt in den Vertrieb und das Marketing zu investieren. Ziel der verstärkt durchgeführten Maßnahmen ist es, im Jahr 2021 zwischen 2.100 und 2.600 und im Jahr 2022 nochmal 1.800 bis 2.300 neue Kunden für das Hinweisgebersystem „Integrity Line“ zu gewinnen. Nach Abschluss der verstärkten Vertriebs- und Marketingaktivitäten nach Einführung der Richtlinie im Dezember 2021 sollten deutliche Margenverbesserungen erzielt werden können. Für das laufende Jahr erwarten wir daher ein EBITDA von 2,29 Mio. €, gefolgt von 4,94 Mio. € (2022) und 15,16 Mio. € (2023). Auch über den konkreten Schätzzeitraum hinaus rechnen wir mit einer überproportionalen EBITDA-Entwicklung und unterstellen in unserem DCF-Bewertungsmodell für das Geschäftsjahr 2025 bei der EBITDA-Marge das Überschreiten der 30 % Schwelle.

Abzüglich der Abschreibungen sollte die EQS Group im laufenden Geschäftsjahr 2021 sowohl beim EBIT als auch beim Nachsteuerergebnis noch jeweils unter dem Break-Even liegen. Ab dem kommenden Geschäftsjahr 2022 sollte dieser, mit der erwarteten Umsatz- und EBITDA-Steigerung wieder auf allen Ergebnisebenen erreicht werden.

Insgesamt sollte sich nach dem erfolgreichen Launch des neuen Cockpits im Jahr 2020 und der eingeschlagenen Strategie der Marktdurchdringung in den nächsten Jahren damit eine überproportionale Ergebnisverbesserungen einstellen. Zumal in den kommenden Jahren die starke Skalierbarkeit der neuen SaaS-Lösungen zum Tragen kommen sollte, welche sich auch überaus deutlich auf das Nettoergebnis in den kommenden Jahren auswirken sollte. Zudem rechnet die EQS mit einer deutlichen Reduzierung der erhöhten Marketing- und Vertriebsaufwendungen ab dem Jahr 2024.

Bewertung

Modellannahmen

Die EQS Group AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2021, 2022 und 2023 in Phase 1, erfolgt von 2024 bis 2028 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir durchschnittliche Steigerungen beim Umsatz von 13,9 % und eine jährliche Steigerung der EBITDA-Marge bis zum Geschäftsjahr 2025 auf 30,8 %. Die Steuerquote haben wir mit 30,0% 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.

Die von uns neu verwendete Untergrenze des risikolosen Zinssatzes liegt seit dem 01.01.2021 bei 0,25 % (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 7,81 % (bisher: 8,56 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikolosen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 95 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,50% (bisher: 8,21 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) reduzierten sich nach Senkung des risikolosen Zinssatzes (0,25 %) auf 7,50 %. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie entspricht einem Kursziel von 40,40 € (bisher: 31,70 €). Die deutliche Kurszielanhebung ist hauptsächlich auf die gesunkenen Kapitalkosten zurückzuführen. Des Weiteren trägt ein höheres Schätzniveau zur Kurszielsteigerung bei.

DCF-Modell

EQS Group AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	10,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	30,8%	ewige EBITA - Marge	25,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	15,4%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	1,4%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	
Umsatz (US)	45,66	57,71	73,02	88,67	104,90	115,39	126,93	139,62	
US Veränderung	21,3%	26,4%	26,5%	21,4%	18,3%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,99	2,38	2,68	2,68	2,68	2,68	2,68	2,68	
EBITDA	2,29	4,94	15,16	22,85	32,27	35,50	39,05	42,96	
EBITDA-Marge	5,0%	8,6%	20,8%	25,8%	30,8%	30,8%	30,8%	30,8%	
EBITA	-1,51	0,95	10,96	18,65	27,17	29,47	32,41	35,65	
EBITA-Marge	-3,3%	1,7%	15,0%	21,0%	25,9%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%
Steuern auf EBITA	-0,53	-0,29	-3,29	-5,59	-8,15	-8,84	-9,72	-10,70	
zu EBITA	-35,3%	30,7%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-2,04	0,66	7,67	13,05	19,02	20,63	22,69	24,96	
Kapitalrendite	-10,4%	3,2%	33,2%	46,3%	55,5%	50,9%	50,9%	50,9%	47,2%
Working Capital (WC)	-2,50	-1,10	1,00	1,21	1,44	1,58	1,74	1,91	
WC zu Umsatz	-5,5%	-1,9%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	
Investitionen in WC	0,26	-1,40	-2,10	-0,21	-0,22	-0,14	-0,16	-0,17	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	23,00	24,21	27,22	33,05	39,10	43,02	47,32	52,05	
AFA auf OAV	-3,80	-3,99	-4,20	-4,20	-5,10	-6,03	-6,64	-7,30	
AFA zu OAV	16,5%	16,5%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	
Investitionen in OAV	-4,98	-5,20	-7,21	-10,03	-11,15	-9,94	-10,94	-12,03	
Investiertes Kapital	20,50	23,11	28,22	34,27	40,54	44,60	49,05	53,96	
EBITDA	2,29	4,94	15,16	22,85	32,27	35,50	39,05	42,96	
Steuern auf EBITA	-0,53	-0,29	-3,29	-5,59	-8,15	-8,84	-9,72	-10,70	
Investitionen gesamt	-17,23	-6,60	-9,31	-10,25	-11,37	-10,09	-11,10	-12,21	
Investitionen in OAV	-4,98	-5,20	-7,21	-10,03	-11,15	-9,94	-10,94	-12,03	
Investitionen in WC	0,26	-1,40	-2,10	-0,21	-0,22	-0,14	-0,16	-0,17	
Investitionen in Goodwill	-12,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Nicht zahlungswirksame Posten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-15,47	-1,95	2,56	7,00	12,75	16,57	18,23	20,05	443,59

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	318,49	344,31
Barwert expliziter FCFs	51,04	56,82
Barwert des Continuing Value	267,45	287,49
Nettoschulden (Net debt)	0,03	2,15
Wert des Eigenkapitals	318,46	342,16
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	318,46	342,16
Ausstehende Aktien in Mio.	7,88	7,88
Fairer Wert der Aktie in EUR	40,40	43,41

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,38
Eigenkapitalkosten	7,8%
Zielgewichtung	95,0%
Fremdkapitalkosten	2,0%
Zielgewichtung	5,0%
Taxshield	25,0%
WACC	7,5%

Kapitalrendite	WACC				
	6,9%	7,2%	7,5%	7,8%	8,1%
46,7%	45,64	42,67	40,03	37,68	35,57
46,9%	45,86	42,87	40,21	37,85	35,73
47,2%	46,08	43,07	40,40	38,02	35,89
47,4%	46,30	43,27	40,59	38,20	36,06
47,7%	46,52	43,48	40,78	38,37	36,22

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 § 85 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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,7,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Haugg, B.A., Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvert. 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