



Researchstudie (Update)

EQS Group AG



Dynamisches Wachstum setzt sich fort

-

Umsatzerlöse im Zusammenhang mit dem Deutschen Hinweisgeberschutzgesetz verschieben sich in das Geschäftsjahr 2023

**Kursziel: 40,75 €
(bisher: 43,95 €)**

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

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

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“

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

Rating: Kaufen
Kursziel: 40,75 €
(bisher: 43,95 €)

aktueller Kurs: 24,80 €
29.11.2021 / XETRA 09:00
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005494165
WKN: 549416
Börsenkürzel: EQS
Aktienanzahl³: 10,24
Marketcap³: 248,60
EnterpriseValue³: 276,47
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 36,1 %

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
SCALE

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

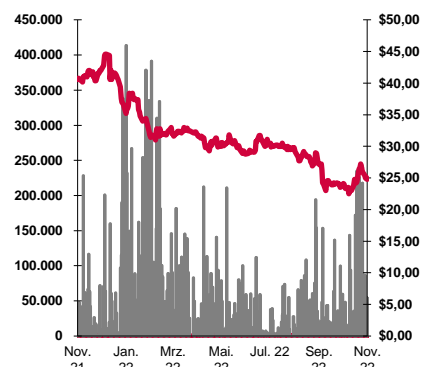
Fokus: Digital Investor Relations,
Corporate Communications and Compliance

Mitarbeiter: 583 Stand: 30.09.2022

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 /	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024e
Umsatz	50,22	62,80	83,00	103,55
EBITDA	1,70	6,06	10,87	19,16
EBIT	-5,44	-1,94	4,17	13,16
Jahresüberschuss	-6,67	-0,86	2,31	8,75

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	-0,77	-0,09	0,23	0,87
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	5,50	4,40	3,33	2,67
EV/EBITDA	162,72	45,62	25,42	14,43
EV/EBIT	-50,83	-142,51	66,24	21,00
KGV	-37,26	-289,41	107,55	28,42
KBV	2,19			

Finanztermine

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

23.08.2022: RS / 43,95 / KAUFEN

20.05.2022: RS / 48,00 / KAUFEN

06.04.2022: RS / 49,55 / KAUFEN

19.11.2021: RS / 47,35 / KAUFEN

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

Geschäftsentwicklung 9M 2022

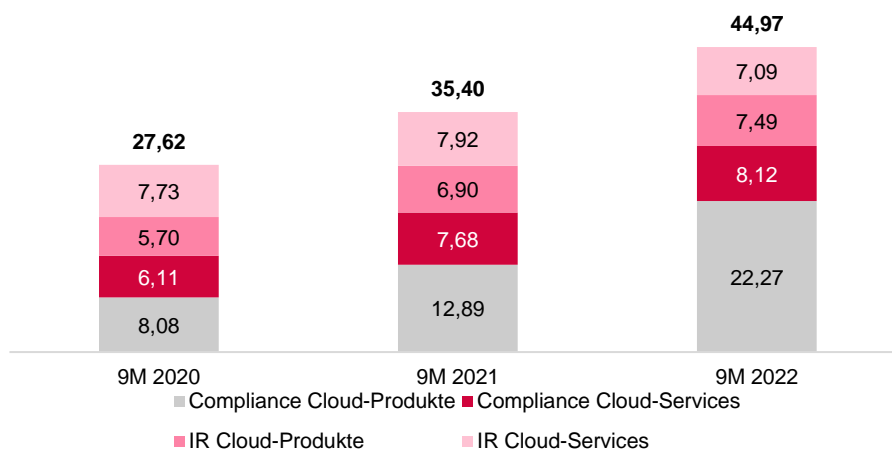
in Mio. €	9M 2020	9M 2021	9M 2022
Umsatzerlöse	27,62	35,40	44,97
EBITDA	4,30	2,53	2,54
EBITDA-Marge	15,6%	7,2%	5,7%
EBIT	1,33	-2,45	-3,56
EBIT-Marge	4,8%	-6,9%	-7,9%
Jahresüberschuss	-0,43	-2,41	-2,14
EPS in €	-0,06	-0,28	-0,21

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzentwicklung

Die EQS Group konnte in den ersten 9 Monaten 2022 den Umsatz um 27,0% auf 44,97 Mio. € (VJ: 35,40 Mio. €) steigern. Die Übernahme der Business Keeper GmbH (Erstkonsolidierung zum 14.7.2021) trug dabei mit 5,65 Mio. € deutlich zur Umsatzsteigerung bei. Gegenläufig hierzu wurden weniger als geplante Whistleblowing-Software-Verträge abgeschlossen, da die EU-Hinweisgeberrichtlinie in Deutschland noch nicht umgesetzt wurde. Die Umsetzung der EU-Whistleblower-Richtlinie (EU-Direktive 2019/1937) in nationales Recht in Deutschland soll nun im vierten Quartal 2022 erfolgen, was zu Umsatzverschiebungen führen sollte. Entsprechend wurde die Guidance für das Gesamtjahr auf ein Umsatzwachstum auf 25% (zuvor: 30 % bis 40 %) angepasst. Die wiederkehrenden Umsatzerlöse stiegen um 14% auf 39,6 Mio. € (VJ: 34,90 Mio. €).

Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

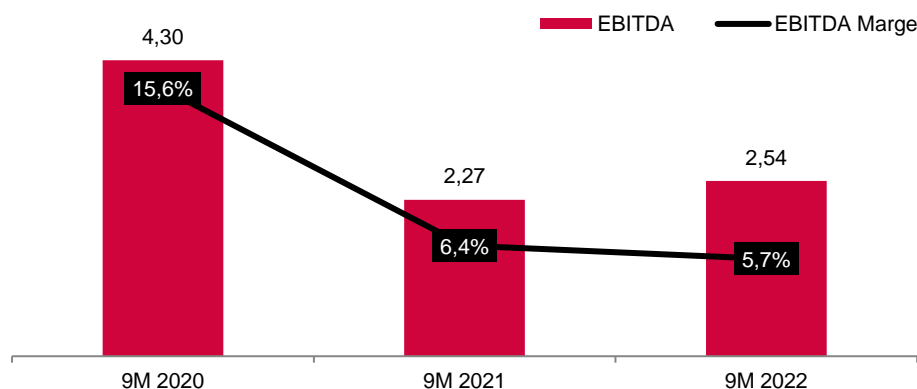
Durch die starke Kundengewinnung und die Übernahme der Business Keeper GmbH stiegen die Umsätze des Segments Compliance um 47,7% auf 30,39 Mio. € (VJ: 20,57 Mio. €). Hiervon wurden 22,27 Mio. € (12,89 Mio. €) im Bereich Cloud-Services und 8,12 Mio. € (VJ: 7,68 Mio. €) im Cloud-Produkte Bereich erzielt. Positiv wirkten sich zudem Nachholeffekte bei den Filingservices für die ESEF-Regulierung aus.

Im Segment Investor Relations reduzierte sich hingegen der Umsatz um 1,6% auf 14,58 Mio. € (VJ: 14,82 Mio. €), was unter den Unternehmenserwartungen lag. Innerhalb dieses Segments steigerten sich die Subskriptionserlöse des IR COCKPIT planmäßig und so erhöhten sich die Umsätze im Bereich IR Cloud-Produkte um 8,6% auf 7,49 Mio. € (VJ: 6,90 Mio. €). Der Bereich IR Cloud-Services musste jedoch aufgrund der eingetrübten Kapitalmärkte einen Umsatzrückgang um 10,5% auf 7,09 Mio. € (VJ: 7,92 Mio. €) hinnehmen.

Ergebnisentwicklung

Das EBITDA stieg im Vergleich zum Umsatz nur unterproportional um 11,9% auf 2,54 Mio. € (VJ: 2,27 Mio. €) an, was zu einem Rückgang der EBITDA-Marge von 6,4% (9M 2021) auf 5,7% (9M 2022) geführt hat. Durch die Verschiebungen der Umsetzung des Hinweisgeberschutzgesetzes in unterschiedlichen Ländern kam es zu Ergebnisverschiebungen. Dennoch lag das EBITDA im Rahmen der Unternehmenserwartungen, da sich im Zuge der Auftragsverschiebungen auch die Marketing- und Vertriebskosten verschoben haben. Durch die Verschiebung wird nun auf Gesamtjahresbasis 2022 ein EBITDA in Höhe von 6,0 Mio. € und damit am unteren Ende der bisherigen Guidance-Bandbreite von 6 bis 10 Mio. € in Aussicht gestellt.

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Durch die Übernahme der Business Keeper GmbH stiegen die Abschreibungen deutlich an, um 22,5% auf 6,10 Mio. € (VJ: 4,98 Mio. €). Dies hängt insbesondere mit den Abschreibungen auf die entgeltlich erworbenen Kundenstämme und Software in Höhe von 3,43 Mio. € zusammen. Das EBIT reduzierte sich daher, trotz des EBITDA-Anstiegs, auf -3,56 Mio. € (VJ: -2,71 Mio. €).

In Summe reduzierte sich das Finanzergebnis auf -0,92 Mio. € (VJ: -0,65 Mio. €), was jedoch stark durch Cash-Flow-neutrale Wechselkursbilanzierungen getrieben wurde. Hierdurch reduzierte sich das EBT auf -4,48 Mio. € (VJ: -3,36 Mio. €). Die Aktivierung des Überhangs an aktiven latenten Steuern in Höhe von € 2,82 Mio. führte nach Verrechnung mit tatsächlichen Steueraufwendungen zu einem Steuerertrag in Höhe von 2,34 Mio. € (VJ: 0,68 Mio. €). Somit lag das Konzernergebnis bei -2,14 Mio. € (VJ: -2,68 Mio. €).

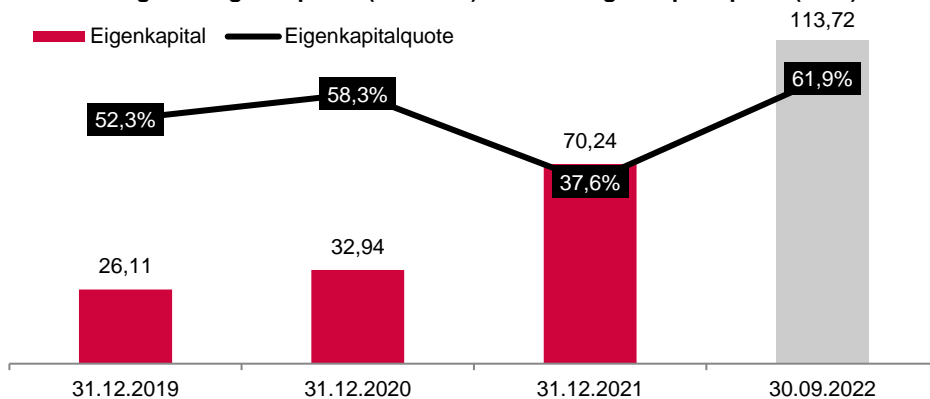
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.09.2022

in Mio. €	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
Eigenkapital*	26,14	32,94	70,24	113,72
EK-Quote (in %)*	52,4%	58,3%	37,6%	61,9%
Operatives Anlagevermögen	23,36	21,82	71,07	67,61
Working Capital	-1,60	-2,24	-4,14	-6,87
Net Debt	10,48	8,47	73,25	27,87
Cashflow (operativ)	2,40	5,79	2,04	4,30
Cashflow (Investition)	-0,37	0,30	-99,68	-2,22
Cashflow (Finanzierung)	-2,21	5,00	94,09	-3,14

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

Zum 30.09.2022 erhöhte sich das Eigenkapital durch die im März 2022 durchgeführte Bar-Kapitalerhöhung in Höhe von 45 Mio. € deutlich auf 113,72 Mio. € (31.12.2021: 70,24 Mio. €). Entsprechend weist die EQS Group auch eine deutliche Verbesserung der Eigenkapitalquote von 37,6% (31.12.2021) auf 61,9% (30.09.2022) auf.

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Die Kapitalerhöhung wurde vornehmlich genutzt, um das zinslose Verkäuferdarlehen in Höhe von 17,00 Mio. € zurückzuführen. Somit reduzierte sich die Netto-Finanzverschuldung von 73,25 Mio. € (31.12.2021) auf 27,87 Mio. € (30.09.2022). Das ursprüngliche Akquisitionsdarlehen der Commerzbank in Höhe von 50 Mio. € wurde neu strukturiert und die verbleibenden 25 Mio. € sollen ratierlich getilgt werden und über ein Bankenkonsortium, bestehend aus der Deutschen Bank und der Kreissparkasse Biberach, um 5 Mio. € auf 30 Mio. € erweitert werden.

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022e (alt)	GJ 2022e (neu)	GJ 2023e (alt)	GJ 2023e (neu)	GJ 2024e (alt)	GJ 2024e (neu)
Umsatzerlöse	50,22	69,91	62,80	90,30	83,00	110,00	103,55
EBITDA	1,70	7,73	6,06	19,82	10,87	29,57	19,16
EBITDA-Marge	3,4%	11,1%	9,6%	22,0%	13,1%	26,9%	18,5%
EBIT	-5,44	0,44	-1,94	13,12	4,17	23,57	13,16
EBIT-Marge	-10,8%	0,6%	-3,1%	14,5%	5,0%	21,4%	12,7%
Netto-Ergebnis	-6,67	-0,84	-0,86	8,57	2,31	16,03	8,75

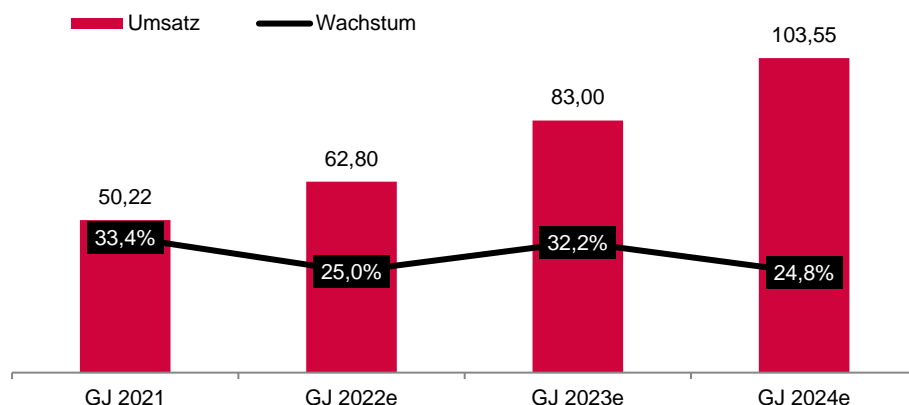
Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzprognosen

Die Guidance wurde zum 30.09. angepasst und das Management erwartet nun ein Umsatzwachstum von 25% (zuvor: 30% bis 40%) bei einem EBITDA in Höhe von 6 Mio. € (bisher: 6 bis 10 Mio. €). Hintergrund für die Guidance-Anpassung ist die Verschiebung der Umsetzung der EU-Whistleblower-Richtlinie (EU-Direktive 2019/1937) in nationales Recht. Das Gesetz soll noch dieses Jahr verabschiedet werden, jedoch dürften die hieraus resultierenden Umsatzeffekte deutlich geringer als bisher erwartet ausfallen und damit Umsatzverschiebungen vorliegen. Europaweit stehen noch weitere Länder vor der Umsetzung der Richtlinie (siehe nachfolgende Karte), was für EQS jeweils einen Umsatzsprung bedeuten dürfte.

Im Rahmen der Verschiebung der Gesetzesumsetzung haben wir unsere Prognose angepasst und erwarten nun Umsatzerlöse in Höhe von 62,80 Mio. € (bisher: 69,91 Mio. €) im laufenden Geschäftsjahr 2022, gefolgt von 83,00 Mio. € (bisher: 90,30 Mio. €) im Jahr 2023 und 103,55 Mio. € (bisher: 110,00 Mio. €) im Jahr 2024.

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

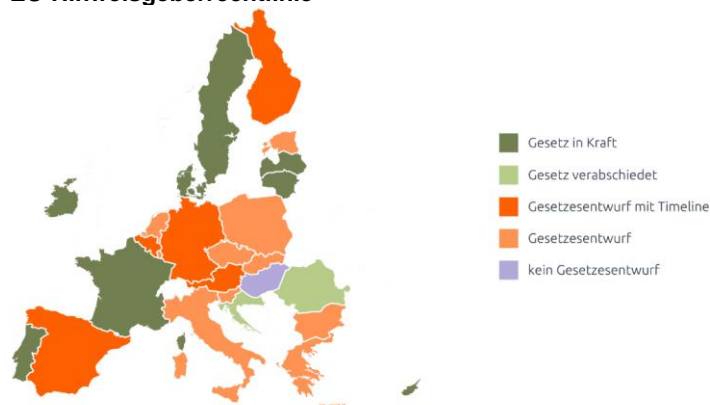
Das Umsatzwachstum sollte durch die Megatrends Digitalisierung, Regulierung und auch von steigenden ESG-Anforderungen getrieben sein.

Durch das Geschäftsfeld Compliance zielt die EQS Group auch stark auf nicht-börsennotierte Unternehmen ab. So zielt die EU-Whistleblower-Richtlinie auf alle Unternehmen mit über 50 Mitarbeitern ab, wodurch sich europaweit rund 300.000 potenzielle Kunden ergeben. Neben Deutschland sind auch noch andere europäische Länder der Pflicht die Richtlinie in nationales Recht umzusetzen noch nicht nachgekommen (siehe Grafik). In diesem Bereich konsolidiert EQS auch weiterhin den Markt. So wurde zum Ende 2017 das Schweizer Unternehmen Integrity Line GmbH übernommen und im Jahr 2018 das dänische Unternehmen Got Ethics A/S. Die größte Akquisition erfolgte dann Mitte 2021 mit der

Business Keeper GmbH, die der deutsche Marktführer im Bereich Hinweisgebersysteme ist, bei der beispielsweise bereits die Hälfte der DAX-Unternehmen Kunden sind. Damit sollte die EQS Group bereits gut aufgestellt sein, um den paneuropäischen Markt zu adressieren und sich als Marktführer zu etablieren.

Der übrige Markt ist zerstreut ohne andere größere Marktteilnehmer. Es gibt zwei größere amerikanische Mitbewerber, welche jedoch durch die europäische Datenschutzregulierung erhebliche Markteintrittsbarrieren haben.

Status der EU-Hinweisgeberrechtlinie

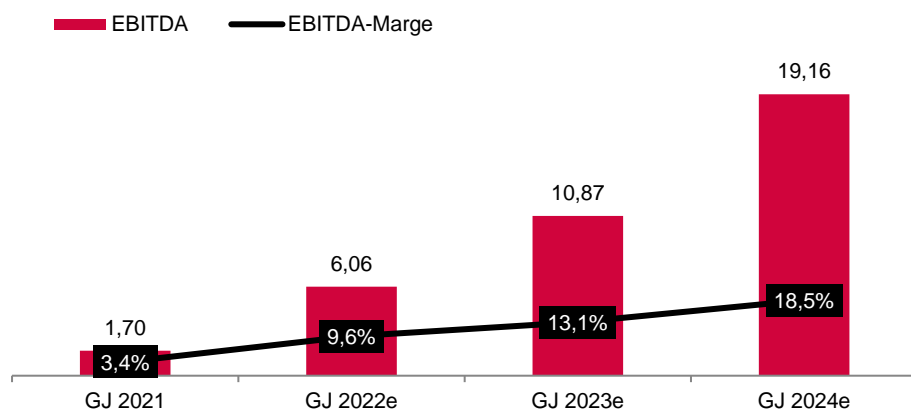


Quelle: EQS Group AG

Ergebnisprognose

Die angepasste Umsatzerwartung wirkt sich auch auf die Ergebnisentwicklung aus und wir prognostizieren ein EBITDA in Höhe von 6,06 Mio. € (bisher: 7,73 Mio. €) im laufenden Geschäftsjahr 2022, gefolgt von 10,87 Mio. € (bisher: 19,82 Mio. €) im Jahr 2023, bzw. 19,16 Mio. € (bisher: 29,57 Mio. €) im Jahr 2024.

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Über die häufig standardisierten Cloud-Lösungen können starke Skalierungs-Effekte vorliegen. Daher erwarten wir deutlich steigende Margen. Aktuell hat das Unternehmen noch sehr hohe Vertriebs- und Marketingausgaben. Diese sollte unseres Erachtens mittelfristig reduziert werden.

Aufgrund der leicht angepassten Prognose und hauptsächlich bedingt durch den gestiegenen risikolosen Zinssatz haben wir das Kursziel auf Basis unseres DCF-

Modells auf 40,75 € je Aktie (bisher: 43,95 €) reduziert. Vor dem Hintergrund des weiterhin sehr hohen Upside-Potenzials von rund 70% vergeben wir 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 2022, 2023 und 2024 in Phase 1, erfolgt von 2025 bis 2029 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir durchschnittliche Steigerungen beim Umsatz von 10,0 % 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. Der von uns verwendete risikolose Zinssatz liegt bei 1,50 % (bisher: 1,25 %)

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,34 (bisher: 1,34).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,80 % (bisher: 8,60 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikolosen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % (bisher: 90%) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,10% (bisher: 7,90%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie entspricht einem Kursziel von 40,75 € (bisher: 43,95 €).

EQS GROUP SE - 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	26,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	7,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	1,4%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
Umsatz (US)	62,80	83,00	103,55	130,00	143,01	157,31	173,05	190,37	
US Veränderung	25,0%	32,2%	24,8%	25,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,88	1,11	1,29	1,52	1,59	1,67	1,76	1,87	
EBITDA	6,06	10,87	19,16	40,04	44,05	48,45	53,30	58,63	
EBITDA-Marge	9,6%	13,1%	18,5%	30,8%	30,8%	30,8%	30,8%	30,8%	
EBITA	-1,94	4,17	13,16	34,04	37,67	41,73	46,26	51,30	
EBITA-Marge	-3,1%	5,0%	12,7%	26,2%	26,3%	26,5%	26,7%	26,9%	26,9%
Steuern auf EBITA	1,36	-1,25	-3,95	-10,21	-11,30	-12,52	-13,88	-15,39	
zu EBITA	70,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-0,58	2,92	9,22	23,83	26,37	29,21	32,38	35,91	
Kapitalrendite	-0,9%	4,1%	12,2%	29,1%	30,2%	31,7%	33,5%	35,7%	35,0%
Working Capital (WC)	-1,10	1,00	1,51	1,78	1,96	2,16	2,37	2,61	
WC zu Umsatz	-1,8%	1,2%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	
Investitionen in WC	-3,04	-2,10	-0,51	-0,27	-0,18	-0,20	-0,22	-0,24	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	71,57	74,57	80,47	85,47	90,10	94,38	98,34	102,01	
AFA auf OAV	-8,00	-6,70	-6,00	-6,00	-6,37	-6,72	-7,04	-7,33	
AFA zu OAV	11,2%	9,0%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	
Investitionen in OAV	-8,50	-9,70	-11,90	-11,00	-11,00	-11,00	-11,00	-11,00	
Investiertes Kapital	70,47	75,57	81,98	87,25	92,06	96,54	100,72	104,62	
EBITDA	6,06	10,87	19,16	40,04	44,05	48,45	53,30	58,63	
Steuern auf EBITA	1,36	-1,25	-3,95	-10,21	-11,30	-12,52	-13,88	-15,39	
Investitionen gesamt	-11,54	-11,80	-12,41	-11,27	-11,18	-11,20	-11,22	-11,24	
Investitionen in OAV	-8,50	-9,70	-11,90	-11,00	-11,00	-11,00	-11,00	-11,00	
Investitionen in WC	-3,04	-2,10	-0,51	-0,27	-0,18	-0,20	-0,22	-0,24	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-4,12	-2,18	2,81	18,56	21,57	24,74	28,21	32,01	563,41

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	409,73	445,22
Barwert expliziter FCFs	83,74	92,72
Barwert des Continuing Value	325,99	352,50
Nettoschulden (Net debt)	33,69	36,74
Wert des Eigenkapitals	376,04	408,48
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	376,04	408,48
Ausstehende Aktien in Mio.	10,02	10,02
Fairer Wert der Aktie in EUR	37,51	40,75

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,34
Eigenkapitalkosten	8,8%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	2,0%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	14,7%
WACC	8,1%

Kapitalrendite	WACC				
	7,5%	7,8%	8,1%	8,4%	8,7%
34,5%	45,28	42,61	40,22	38,06	36,10
34,8%	45,58	42,90	40,48	38,31	36,33
35,0%	45,89	43,18	40,75	38,56	36,57
35,3%	46,19	43,47	41,02	38,81	36,80
35,5%	46,50	43,75	41,28	39,06	37,04

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>

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:

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. 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