



Researchstudie (Anno)

EQS Group AG



Deutschlands Umsetzung der Whistleblowing-Richtlinie verschiebt sich in das Jahr 2023

-

Signifikante Umsatzsteigerungen und stetige Margen-Verbesserung erwartet

Kursziel: 38,00 € (bisher: 40,75 €)

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 21

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 14.04.2023 (10:00 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 17.04.2023 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2023

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

Rating: Kaufen
Kursziel: 38,00 €
(bisher: 40,75 €)

aktueller Kurs: 22,10 €
13.04.2023 / ETR 17:36 Uhr

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005494165
WKN: 549416
Börsenkürzel: EQS
Aktienanzahl³: 10,02
Marketcap³: 221,54
EnterpriseValue³: 250,01
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 36,1%

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
SCALE

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 22

Unternehmensprofil

Branche: Software

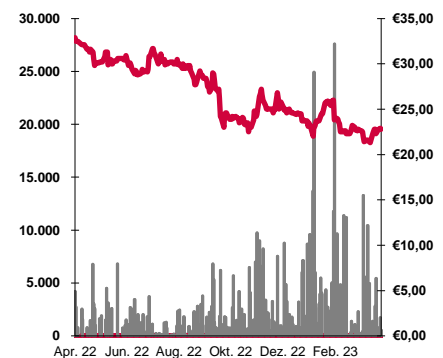
Fokus: Corporate Compliance und Investor Relations

Mitarbeiter: 579 Stand: 31.12.2022

Gründung: 2000

Firmensitz: München

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



Die EQS Group ist ein führender internationaler Cloudsoftware-Anbieter in den Bereichen Corporate Compliance, Investor Relations und ESG. Weltweit nutzen Tausende Unternehmen die Produkte der EQS Group, um Vertrauen zu schaffen, indem sie zuverlässig und sicher komplexe regulatorische Anforderungen erfüllen, Risiken minimieren und transparent über ihren Geschäftserfolg sowie dessen Auswirkungen auf die Gesellschaft und das Klima berichten. Die Produkte der EQS Group sind in der cloud-basierten Software EQS COCKPIT gebündelt. Damit lassen sich Compliance-Prozesse in den Bereichen Hinweisgeberschutz und Fallbearbeitung, Richtlinienmanagement und Genehmigungsprozesse ebenso professionell steuern wie das Geschäftspartnermanagement, die Insiderlistenverwaltung und die Meldepflichten. Börsennotierte Unternehmen nutzen zudem ein globales Newswire, Investor Targeting und Kontaktmanagement, aber auch IR-Webseiten, digitale Berichte und Webcasts für eine effiziente und sichere Investorenkommunikation. Darüber hinaus entwickelt die EQS Group Software für das Management von ESG-Daten (Umwelt, Soziales, Unternehmensführung), die Erfüllung menschenrechtlicher Sorgfaltspflichten entlang der Lieferketten von Unternehmen, sowie für eine regelkonforme Nachhaltigkeitsberichterstattung.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
Umsatz	61,43	73,20	88,57	108,06
EBITDA	4,57	10,43	16,95	23,51
EBIT	-3,58	2,20	10,25	17,51
Jahresüberschuss	-3,33	1,69	6,13	10,76

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,33	0,17	0,61	1,07
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	4,18	3,51	2,90	2,38
EV/EBITDA	56,28	24,63	15,17	10,93
EV/EBIT	-71,71	116,65	25,09	14,68
KGV	-68,59	135,37	37,30	21,24
KBV	2,04			

Finanztermine

12.05.23 Q1 2023 Bericht
15.05.23 Frühlingskonferenz Frankfurt
30.06.23 Hauptversammlung 2023
11.08.23 H1 2023 Bericht
10.11.23 9M 2023 Bericht
16.11.23 Münchner Kapitalmarkt Konferenz
27.11.23 Eigenkapitalforum Frankfurt

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
01.12.2022: RS / 40,75 / KAUFEN
23.08.2022: RS / 43,95 / KAUFEN
20.05.2022: RS / 48,00 / KAUFEN
06.04.2022: RS / 49,55 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Die EQS Group hat im Geschäftsjahr 2022 den Umsatz um 22,3% auf 61,43 Mio. € (VJ: 50,22 Mio. €) gesteigert, jedoch blieb das Wachstum unter der ursprünglich angegebenen Guidance (aus Q1 2022) von 30% bis 50%. Die Verzögerung der nationalen Umsetzung der EU-Whistleblowing-Richtlinie in Deutschland war ein Grund für das geringer als erwartete Umsatzwachstum. Die Umsetzung soll noch in diesem Jahr erfolgen. Ein Teil des Umsatzanstiegs stammt aus Basiseffekten aufgrund der Übernahme der Business Keeper GmbH. Die Whistleblowing-Software im Segment Compliance trug zudem signifikant zu den Umsatzzuwächsen bei.
- Das EBITDA konnte im Jahr 2022 auf 4,57 Mio. € (VJ: 1,74 Mio. €) gesteigert werden, obwohl das Hinweisgeberschutzgesetz, welches als wichtiger Wachstumstreiber gilt, verzögert umgesetzt wird. Das Unternehmen verbesserte die EBITDA-Marge auf 7,4%, aber die eingesparten Kosten reichten nicht aus, um das untere Ende der zu Jahresbeginn ausgegebenen Spanne von 6 Mio. € bis 10 Mio. € zu erreichen. Das Segment Investor Relations und das Segment Compliance zeigten positive Ergebnisse, während das EBIT aufgrund der Übernahme der Business Keeper GmbH und der einhergehenden Abschreibungen mit -3,58 Mio. € (VJ: -5,40 Mio. €) negativ blieb. Das Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT) betrug -5,34 Mio. € (VJ: -6,86 Mio. €), jedoch lag ein Steuerertrag von 2,01 Mio. € vor, was zu einem negativen Konzernergebnis von -3,33 Mio. € (VJ: -6,63 Mio. €) führte, welches damit jedoch im Vergleich zum Vorjahr besser ausfiel.
- Das Unternehmen hat im März 2022 eine Kapitalerhöhung durchgeführt, die in einer Verbesserung des Eigenkapitals auf 112,21 Mio. € (31.12.2021: 70,24 Mio. €) und der Eigenkapitalquote auf 59,3% (31.12.2021: 37,6%) resultiert hat. Der größte Teil der Mittel wurde für die Rückzahlung von Schulden verwendet, was zu einer signifikanten Reduzierung der finanziellen Schulden führte. Das Unternehmen hat auch das Akquisitionsdarlehen für den Kauf der Business Keeper GmbH neu strukturiert und wird ab Mitte 2023 mit der Rückzahlung beginnen. Die Nettoverschuldung sank deutlich auf 28,47 Mio. € (31.12.2021: 74,14 Mio. €). Trotz eines negativen Jahresergebnisses erzielte das Unternehmen einen deutlich positiven operativen Cashflow in Höhe von 5,43 Mio. € (VJ: 2,04 Mio. €) und einen soliden Free Cashflow von 2,60 Mio. € (VJ: -97,64 Mio. €).
- Die Guidance für das Jahr 2023 sieht ein Wachstum von 15% bis 20% vor. Die Guidance beruht auf der Erwartung, dass das Compliance-Segment um 20% bis 25% wachsen wird, während der Bereich Investor Relations nur ein geringes Wachstum von bis zu 10% verzeichnen wird. Die EBITDA-Guidance für das Jahr liegt zwischen 9 Mio. € und 11 Mio. €. Das Unternehmen hat seine Mittelfristplanung verschoben, aber es wird erwartet, dass es weiterhin ein starkes Wachstum geben wird. So soll der geplante Umsatz von 130 Mio. € und die erwartete EBITDA-Marge von mindestens 30% nun 12 bis 18 Monate später als ursprünglich (2025) geplant erreicht werden. Bedauerlicherweise verspäten sich auch andere EU-Länder mit der Umsetzung der Whistleblower-Richtlinie, weshalb von der EU gegen sieben weitere Länder ein Vertragsverletzungsverfahren eingeleitet wurde.
- Wir erwarten für das Jahr 2023 eine Umsatzsteigerung um 19,2% auf 73,20 Mio. €, gefolgt von 21,0% im Jahr 2024 auf 88,57 Mio. €, bzw. von 22,0% auf 108,06 Mio. € im Jahr 2025. Für das laufende Geschäftsjahr 2023 erwarten wir ein EBITDA in Höhe von 10,43 Mio. € (VJ: 4,57 Mio. €) und eine deutliche Steigerung der EBITDA-Marge auf 14,3% (VJ: 7,4%). Wir prognostizieren, dass das Unternehmen in den

kommenden Jahren eine sukzessive Margenverbesserung erreichen wird und erwarten daher ein EBITDA von 16,95 Mio. € im Jahr 2024 bzw. 23,51 Mio. € im Jahr 2025.

- **Aufgrund der leicht reduzierten Prognose und des gestiegenen risikolosen Zinssatzes reduzieren wir unser Kursziel auf 38,00 € (bisher: 40,75 €). Es besteht weiterhin ein sehr hohes Upside-Potenzial und daher vergeben wir das Rating Kaufen.**

INHALTSVERZEICHNIS

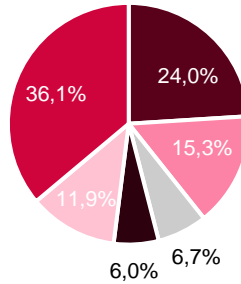
Executive Summary	2
Unternehmen	5
Aktionärsstruktur	5
Konsolidierungskreis der EQS Group AG	5
Angebotene Produktlösungen	5
Markt und Marktumfeld	8
Compliance Markt	8
Investor Relations Markt	8
Unternehmensentwicklung	10
Kennzahlen im Überblick	10
Geschäftsentwicklung 2022	11
Umsatzentwicklung	11
Ergebnisentwicklung	12
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2022	14
Prognose und Bewertung	16
Umsatzprognose	16
Ergebnisprognosen	17
Bewertung	19
Modellannahmen	19
Bestimmung der Kapitalkosten	19
Bewertungsergebnis	19
DCF-Modell	20
Anhang	21

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

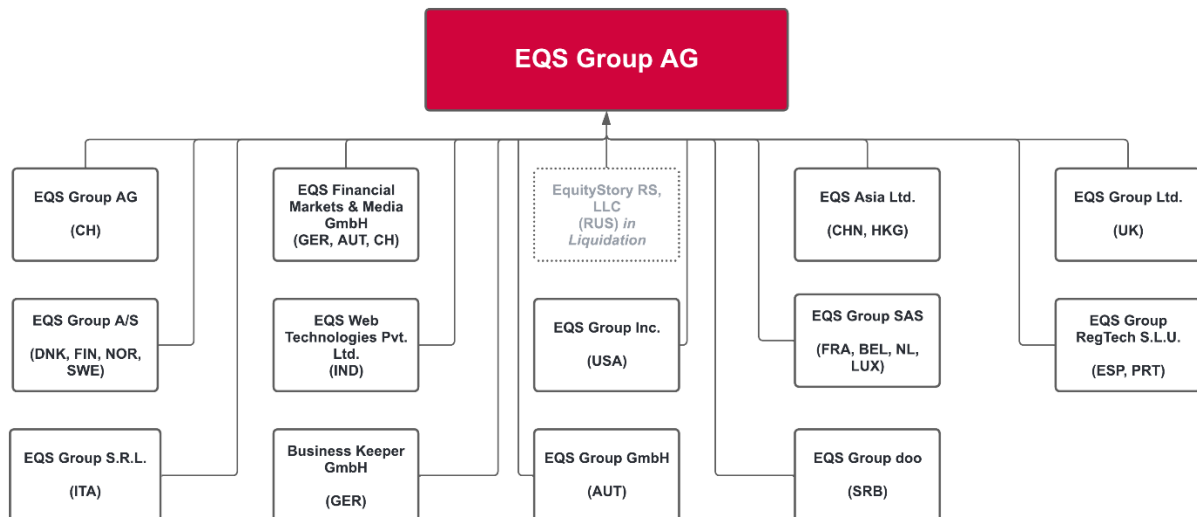
Anteilseigner	in %
Invest. f. langfr. Investoren	24,0%
Achim Weick	15,3%
Danske Bank A/S	6,7%
Gerlin N.V.	6,0%
Weitere Aktionäre	11,6%
Free Float	36,1%

Quelle: EQS Group AG; GBC AG



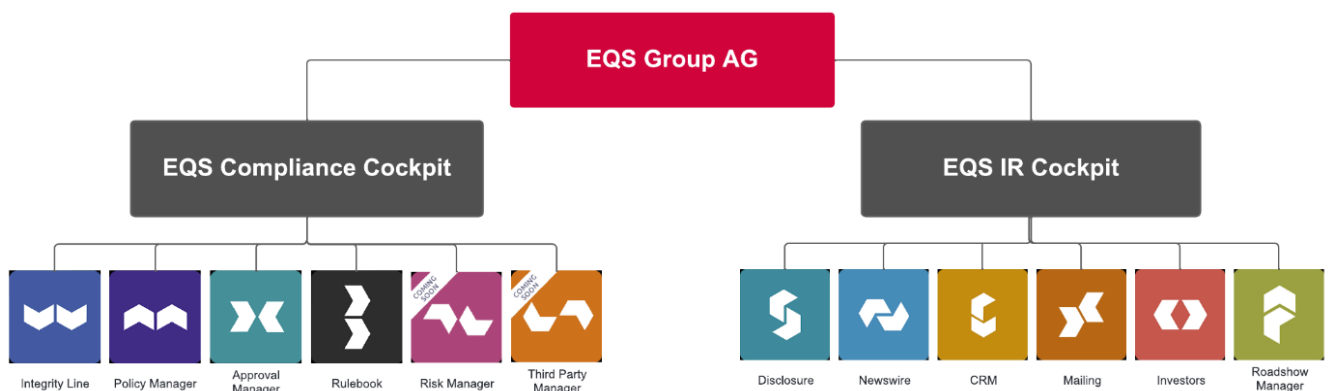
- Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV
- Achim Weick
- Danske Bank A/S
- Gerlin N.V.
- Weitere Aktionäre

Konsolidierungskreis der EQS Group AG



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Angeborene Produktlösungen



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Die EQS Group ist ein führender Anbieter von Cloud-Software in den Bereichen Corporate Compliance, Investor Relations und ESG. Tausende Unternehmen weltweit vertrauen auf

die Produkte der EQS Group, um komplexe regulatorische Anforderungen zuverlässig und sicher zu erfüllen, Risiken zu minimieren und transparent über ihren Geschäftserfolg sowie dessen Auswirkungen auf die Gesellschaft und das Klima zu berichten. Alle EQS Group-Produkte sind in der cloud-basierten Software EQS COCKPIT gebündelt, die eine professionelle Steuerung von Compliance-Prozessen in den Bereichen Hinweisgeberschutz und Fallbearbeitung, Richtlinienmanagement, Genehmigungsprozesse, Geschäftspartnermanagement, Insiderlistenverwaltung und Meldepflichten ermöglicht. Börsennotierte Unternehmen nutzen außerdem globale Newswire-Dienste, Investor Targeting und Kontaktmanagement sowie IR-Webseiten, digitale Berichte und Webcasts für eine effiziente und sichere Investorenkommunikation. Darüber hinaus entwickelt die EQS Group Software für das Management von ESG-Daten (Umwelt, Soziales, Unternehmensführung), die Erfüllung menschenrechtlicher Sorgfaltspflichten entlang der Lieferketten von Unternehmen sowie für eine regelkonforme Nachhaltigkeitsberichterstattung, um Vertrauen zu schaffen.

Footprint der EQS Group AG



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Die EQS Group ist an wichtigen Börsenplätzen weltweit präsent und strebt im Rahmen ihrer Wachstumsstrategie im Compliance-Bereich, insbesondere in Europa, weiteres Wachstum an. Die EQS erkennt dabei das größte Wachstumspotenzial in Europa, da die zunehmenden EU-weiten Regulierungen zu einer starken Vereinheitlichung der Transparenzanforderungen führen sollten. Zudem gibt es bisher keinen Anbieter auf paneuropäischer Ebene in diesem Bereich. US-amerikanischen Marktteilnehmern gelingt es bisher nicht, ihre Produkte in Europa vollständig anzubieten.

Segment Compliance

Im Compliance-Segment sind sämtliche Produkte enthalten, die dazu dienen, regulatorische Anforderungen zu erfüllen. Dazu zählen verschiedene Cloud-Produkte wie beispielsweise der Disclosure-Service zur Erfüllung von Meldepflichten im Nachrichtenbereich, der Insider Manager, die Integrity Line, das BKMS, der Policy Manager, das Rulebook und der Approval Manager. Die meisten dieser Anwendungen bietet EQS gebündelt in einer Cloud-Plattform namens Compliance COCKPIT an. Darüber hinaus stehen ihren Kunden weitere Cloud-Services aus dem Filings-Bereich (XML, ESEF) sowie der LEI zur Verfügung. Da einige Kunden das COCKPIT nicht nutzen müssen, werden diese Services separat aufgeführt.

Segment Investor Relations

Im Investor Relations-Segment bietet EQS Produkte und Dienstleistungen für die freiwillige Kommunikation zwischen Investoren und Unternehmen an. Innerhalb der Cloud-

Plattform COCKPIT sind verschiedene Cloud-Produkte wie Newswire, Investors (Investorrendaten), CRM und Mailing sowie der neu entwickelte Roadshow Manager gebündelt. Zusätzlich zu diesen Anwendungen bietet EQS außerhalb der Plattform weitere Cloud-Services an, wie beispielsweise Websites & IR Tools, Reports, Webcasts und Media.

MARKT UND MARKTUMFELD

Die EQS Group ist entsprechend der Segmente insbesondere in den Märkten Compliance und Investor Relations unterwegs.

Compliance Markt

Im heutigen komplexen regulatorischen Umfeld sehen sich Unternehmen mit einer wachsenden Zahl von Richtlinien und Vorschriften konfrontiert, die sie einhalten müssen. Dies hat zu einer Reihe von Lösungen geführt, die Unternehmen bei der Erfüllung ihrer Compliance-Verpflichtungen unterstützen sollen, aber es gibt keinen spezifischen Compliance-Markt, der all diese unterschiedlichen Anforderungen abdeckt. Stattdessen ist die Compliance-Branche fragmentiert, mit verschiedenen Anbietern und Dienstleistern, die sich auf unterschiedliche Aspekte der Compliance spezialisiert haben.

Dennoch gibt es den allgemeinen Trend zu steigenden Compliance-Anforderungen. Regierungen und Aufsichtsbehörden auf der ganzen Welt legen immer mehr Wert darauf, dass Unternehmen verantwortungsbewusst und ethisch einwandfrei arbeiten, was sich in der wachsenden Zahl von Vorschriften widerspiegelt, die Unternehmen einhalten müssen.

Daher ist es für Unternehmen unerlässlich, sich über die neuesten Compliance-Anforderungen auf dem Laufenden zu halten und Best Practices anzuwenden, um sicherzustellen, dass sie alle relevanten Vorschriften einhalten. Die EQS Group AG spezialisiert sich aktuell stark auf Richtlinien, die von der EU erlassen werden und anschließend in nationales Recht umgesetzt werden. So werden z.B. Lösungen für die Whistleblower-Richtlinie oder das Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz angeboten. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen in diesen Bereichen als Europäischer Marktführer insbesondere bei mittleren und großen Unternehmen sehr erfolgreich sein wird, da die EQS-Lösung technisch, aber auch preislich, im oberen Segment zu sehen ist. Wir gehen davon aus, dass aus der EU weitere Richtlinien kommen werden, die für die EQS wichtige neue Märkte und Produkte eröffnen werden.

Investor Relations Markt

Nach einem rekordverdächtigen Jahr 2021 hat sich der weltweite IPO-Markt im Jahr 2022 deutlich in die entgegengesetzte Richtung entwickelt. Mit nur 1.333 Börsengängen (VJ: 2.436) und 179,5 Mrd. USD (VJ: 459,9 Mrd. USD) Emissionserlösen ging die IPO-Aktivität im Jahresvergleich um 45% bzw. 61%, gemessen an der Zahl der Transaktionen und den Erlösen zurück. Da die durchschnittliche Transaktionsgröße aufgrund der niedrigeren Bewertung und der schwachen Börsenentwicklung schrumpfte, gab es 2022 nicht so viele große Börsengänge.

Während des gesamten Jahres 2022 war die weltweite IPO-Tätigkeit von der erhöhten Marktvolatilität und anderen ungünstigen Marktbedingungen sowie von der schlechten Performance vieler seit 2021 notierter IPOs beeinträchtigt. In einem von höherer Inflation und steigenden Zinsen geprägten Umfeld haben Anleger neue börsennotierte Unternehmen gemieden und sich weniger riskanten Anlageklassen zugewandt. Die meisten der ab Ende 2020 börsennotierten SPACs (Special Purpose Acquisition Companies) erreichen ebenfalls ihr Zwei-Jahres-Fenster und müssen nun entweder ein Fusionsziel finden oder die IPO-Erlöse an die Investoren zurückgeben. Obwohl diese Zahlen einen starken Rückgang gegenüber 2021 darstellen, ist die Zahl der globalen IPO-Deals im Vergleich zum Jahr 2019 vor der Pandemie immer noch um 16% gestiegen.

Mit Blick auf das Jahr 2023 zeichnet sich gemäß EY eine starke IPO-Pipeline am Horizont ab. Auch wenn die IPO-Aktivitäten zumindest im ersten Quartal noch verhalten bleiben dürften, scheinen sich die Voraussetzungen dafür zu verbessern, dass die weltweiten IPO-Aktivitäten in der zweiten Jahreshälfte wieder an Fahrt gewinnen.

Damit der Markt für Börsengänge wieder aktiver wird, müssen eine Reihe von Voraussetzungen erfüllt sein: Eine positive Stimmung und ein Aufschwung an den Aktienmärkten, eine niedrigere Inflation und ein Ende der Zinserhöhungen, ein Nachlassen der geopolitischen Spannungen und eine Abschwächung der Auswirkungen der COVID-19-Pandemie auf die Wirtschaft. Viele Unternehmen, die an einem Börsengang interessiert sind, werden weiterhin abwarten und versuchen den richtigen Zeitpunkt zu erwischen.

Da es eine positive Korrelation zwischen der Kursentwicklung von Unternehmen nach dem Börsengang und der Kommunikation ihrer Umwelt-, Sozial- und Governance-Strategien (ESG) gibt, werden Anleger auch zunehmend auf die ESG-Agenda von Unternehmen achten.

Angesichts der knapper werdenden Marktliquidität sind Anleger jedoch risikoscheuer und bevorzugen Unternehmen, die in Bezug auf Rentabilität und Cashflow stabile Geschäftsmodelle vorweisen können und gleichzeitig ihre ESG-Agenda klar formulieren.

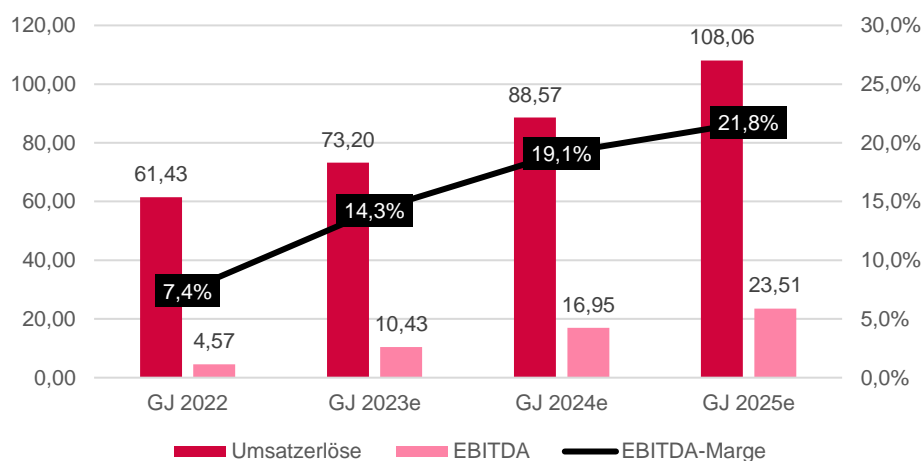
UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

(in Mio. €)	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse	61,43	73,20	88,57	108,06
Aktiviere Eigenleistungen	2,16	2,00	2,12	2,18
Gesamtleistung	63,59	75,20	90,70	110,23
Sonstige betriebliche Erträge	0,84	0,00	0,00	0,00
Bezogene Leistungen	-9,08	-11,00	-13,75	-17,19
Rohertrag	55,34	64,20	76,95	93,05
Personalaufwand	-38,84	-41,56	-45,00	-50,00
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-11,94	-12,21	-15,00	-19,54
EBITDA	4,57	10,43	16,95	23,51
Abschreibungen	-8,15	-8,23	-6,70	-6,00
EBIT	-3,58	2,20	10,25	17,51
Zinserträge	1,15	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwand	-2,91	-2,02	-2,08	-2,14
Gewinn vor Steuern	-5,35	0,19	8,17	15,37
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	2,01	1,50	-2,04	-4,61
Konzernergebnis	-3,33	1,69	6,13	10,76
Umsatzerlöse	61,43	73,20	88,57	108,06
EBITDA	4,57	10,43	16,95	23,51
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>7,4%</i>	<i>14,3%</i>	<i>19,1%</i>	<i>21,8%</i>
EBIT	-3,58	2,20	10,25	17,51
<i>EBIT-Marge</i>	<i>-5,8%</i>	<i>3,0%</i>	<i>11,6%</i>	<i>16,2%</i>
Nettoergebnis	-3,33	1,69	6,13	10,76
<i>Netto-Marge</i>	<i>-5,4%</i>	<i>2,3%</i>	<i>6,9%</i>	<i>10,0%</i>

Quelle: GBC AG

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



Quelle: GBC AG

Geschäftsentwicklung 2022

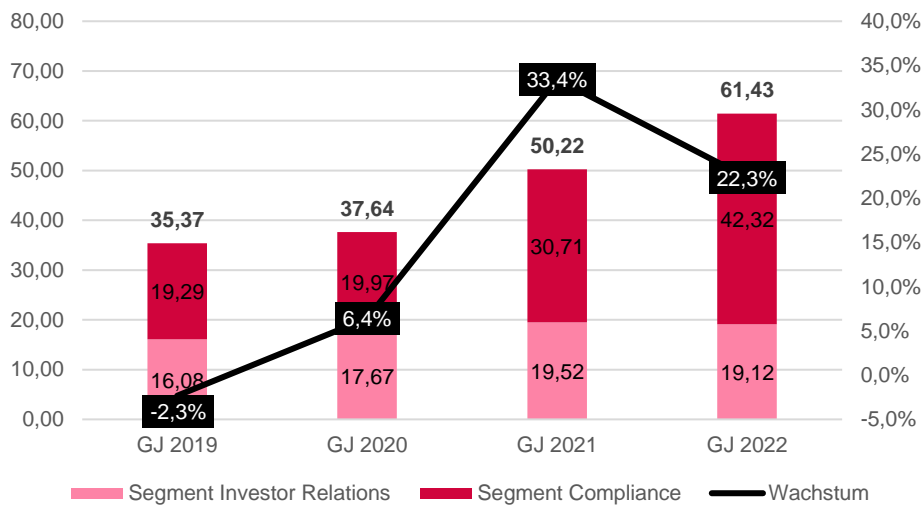
GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022
Umsatzerlöse	37,64	50,22	61,43
EBITDA	4,76	1,74	4,57
EBITDA-Marge	12,6%	3,5%	7,4%
EBIT	0,16	-5,40	-3,58
EBIT-Marge	0,4%	-10,7%	-5,8%
Jahresüberschuss	-0,80	-6,63	-3,33
EPS in €	-0,11	-0,77	-0,33

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzentwicklung

Die EQS Group konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 deutlich wachsen und steigerte den Umsatz um 22,3% auf 61,43 Mio. € (VJ: 50,22 Mio. €), dennoch lag das Wachstum unter der ursprünglich angesetzten Guidance von 30% bis 50%. Teil der Umsatzsteigerungen stammen aus Basiseffekten aus der Übernahme der Business Keeper GmbH in Höhe von 5,65 Mio. €. Weiterhin kam es zu deutlichen Umsatzzuwächsen über die Whistleblowing-Software im Segment Compliance. Die wiederkehrenden Umsatzerlöse stiegen weiter auf 88% (VJ: 85%) an, was die bereits sehr gute Unternehmensentwicklung noch nachhaltiger und planbarer werden lässt.

Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Ein Grund für die geringer als erwartete Umsatzentwicklung ist die erneute Verschiebung der nationalen Umsetzung der EU-Whistleblowing-Richtlinie in Deutschland. Die EU-Whistleblower-Richtlinie hätte bis 17.12.2021 in nationales Recht umgesetzt werden müssen. Der Bundestag hatte eine erste Fassung am 16.12.2022 beschlossen, zu der allerdings am 10.2.2023 der Bundesrat seine Zustimmung verweigerte. Die Europäische Kommission hat Deutschland am 15.2.2023 vor dem Europäischen Gerichtshof (EuGH) in Luxemburg verklagt, da Deutschland keine Fortschritte mit der Umsetzung der europäischen Whistleblower-Richtlinie vorweist. Wir gehen jedoch davon aus, dass eine Umsetzung noch in diesem Jahr erfolgen wird.

Das **Investor Relations Segment** war insbesondere von dem Ukraine-Krieg betroffen. So hat der Ukraine-Konflikt bei vielen Unternehmen zu Unsicherheit und Vorsicht geführt. Aufgrund der politischen und wirtschaftlichen Instabilität haben einige Unternehmen ihre

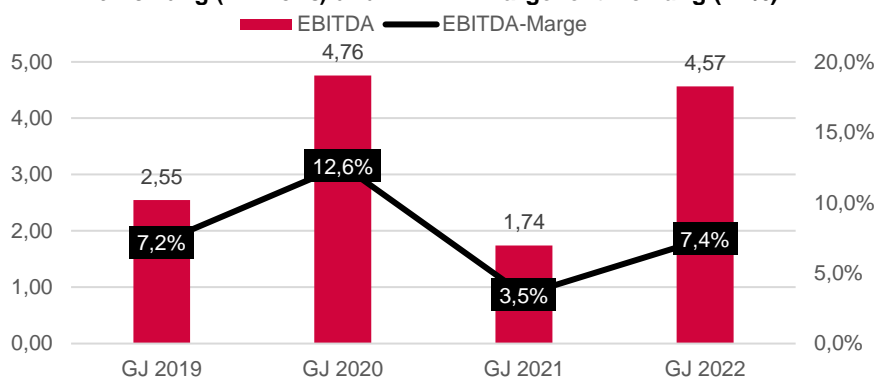
Börsengänge abgesagt und ihre Investor Relations Arbeit bzw. die Kommunikation reduziert. Die Angst vor Investitionsverlusten und Unsicherheiten bezüglich der zukünftigen wirtschaftlichen Lage haben dazu geführt, dass viele Unternehmen sich zurückhalten und vorsichtig agieren. Hierdurch verzeichnete das Segment Investor Relations einen leichten Rückgang der Umsatzerlöse um 2,1% auf 19,12 Mio. € (VJ: 19,52 Mio. €), was unterhalb des geplanten Korridors von 10% bis 15% lag. Obwohl die Cloud-Produkte aufgrund der Subskriptionserlöse des IR COCKPITS wie geplant um 6,3% auf 10,11 Mio. € (VJ: 9,50) zunahm, blieben Börsengänge aufgrund der durch Inflation und den Ukraine-Krieg getriebenen Kapitalmärkte aus, was zu einem Rückgang um 10,0% auf 9,02 Mio. € (VJ: 10,01 Mio. €) bei Cloud-Services geführt hat.

Durch die starke Kundengewinnung und die Übernahme der Business Keeper GmbH konnte demgegenüber der Umsatz im **Segment Compliance** im Vergleich zum Vorjahr um 37,8% auf 42,32 Mio. € (VJ: 30,71 Mio. €) gesteigert werden. Auch hier lag die Wachstumsdynamik unterhalb des geplanten Korridors (45% bis 68%). Der Hauptgrund hierfür ist die noch ausstehende Umsetzung der europäischen Hinweisgeberrichtlinie in mehreren europäischen Ländern, einschließlich Deutschland. Bei den Filingsservices für die ESEF-Regulierung kam es im zweiten Halbjahr zu Nachholeffekten. Der Umsatz im Bereich Compliance-Cloud-Services stieg im Jahr 2022 um 10,1% auf 11,98 Mio. € (VJ: 10,88 Mio. €) und der Bereich Compliance-Produkte stieg um 53,0% auf 30,34 Mio. € (VJ: 19,83 Mio. €) an.

Ergebnisentwicklung

Trotz der Verzögerungen bei der Umsetzung des Hinweisgeberschutzgesetzes, welches als wichtiger Wachstumstreiber gilt, konnte das EBITDA auf 4,57 Mio. € (VJ: 1,74 Mio. €) deutlich ansteigen. Dieser Anstieg war jedoch nur möglich, da das Unternehmen Investitionen in Marketing und Vertrieb reduzierte. Trotzdem waren die eingesparten Kosten nicht ausreichend, um das untere Ende der zu Jahresbeginn ausgegebenen Spanne von 6 Mio. € bis 10 Mio. € zu erreichen. Insgesamt verbesserte sich aber die EBITDA-Marge von 3,5% (2021) auf 7,4% (2022).

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Das Segment Investor Relations konnte aufgrund des Wachstums der hochprofitablen Subskriptionserlöse und der geplanten Einsparungen im IR-Bereich im Jahr 2022 ein positives EBITDA in Höhe von 0,15 Mio. € (VJ: -1,46 Mio. €) erreichen. Im Segment Compliance erhöhte sich das EBITDA investitionsbedingt proportional zum Umsatz um 38% auf 4,42 Mio. € (VJ: 3,20 Mio. €).

Die EQS Group verzeichnete aufgrund der Übernahme der Business Keeper GmbH einen Anstieg der Abschreibungen um 13,3% auf 8,15 Mio. Euro (VJ: 7,14 Mio. Euro), was dazu

geführt hat, dass das EBIT mit -3,58 Mio. € (VJ: -5,40 Mio. €) weiterhin unterhalb des Break-Even ausgefallen ist.

Das Finanzergebnis verschlechterte sich aufgrund eines Anstiegs der Zinsaufwendungen der für die Business Keeper-Akquisition aufgenommenen Darlehen auf -1,76 Mio. € im Vergleich zum Vorjahr (-1,46 Mio. €). Das Ergebnis vor Ertragssteuern (EBT) betrug -5,34 Mio. € (VJ: -6,86 Mio. €). Es konnte jedoch ein Steuerertrag in Höhe von 2,01 Mio. € erzielt werden, nachdem ein Überhang an aktiven latenten Steuern aktiviert und mit tatsächlichen Steueraufwendungen verrechnet wurde. Insgesamt liegt zwar das Konzernergebnis mit -3,33 Mio. € (VJ: -6,63 Mio. €) nach wie vor im negativen Bereich, gegenüber dem Vorjahr hat sich dieses jedoch sichtbar verbessert.

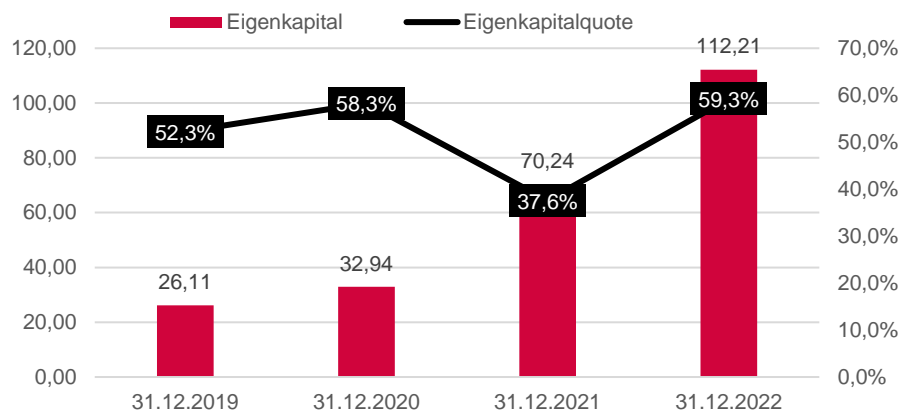
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2022

in Mio. €	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Eigenkapital	32,94	70,24	112,21
EK-Quote (in %)	58,3%	37,6%	59,3%
Operatives Anlagevermögen	21,82	71,07	65,90
Working Capital	-2,24	-4,14	-7,62
Net Debt	-0,98	74,14	28,47
Cashflow (Operativ)	5,79	2,04	5,43
Cashflow (Investition)	0,30	-99,68	-2,83
Cashflow (Finanzierung)	5,00	94,09	-0,65

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Im März 2022 hat das Unternehmen eine Kapitalerhöhung durch Bareinlage durchgeführt, wodurch das Eigenkapital zum 31.12.2022 deutlich auf 112,21 Mio. € (31.12.2021: € 70,24 Mio. €) zugelegt hat. Folglich erhöhte sich die Eigenkapitalquote zum Bilanzstichtag auf 59,3% (31.12.2021: 37,6%).

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Der größte Teil der Mittel aus der Kapitalerhöhung wurde verwendet, um das Bankdarlehen der Commerzbank AG sowie ein zinsloses Verkäufendarlehen in Höhe von 17 Mio. € zur Finanzierung des Kaufs der Business Keeper GmbH anteilig zurückzuzahlen. Die finanziellen Schulden reduzierten sich somit signifikant auf 39,09 Mio. € (31.12.2021: 83,02 Mio. €). Die EQS Group AG hat das ursprüngliche Akquisitionsdarlehen der Commerzbank, welches für den Kauf der Business Keeper GmbH verwendet wurde, in Höhe von 50 Mio. € neu strukturiert. Der verbleibende Betrag von € 25 Mio. wurde als langfristiges Darlehen mit ratierlicher Tilgung neu aufgenommen. Gleichzeitig wurde das Darlehen um 5 Mio. € auf 30 Mio. € erweitert. Ab der Mitte des Jahres 2023 wird das Unternehmen mit der Rückzahlung beginnen. Die Zinszahlungen setzen sich aus dem EURIBOR-Referenzzinssatz sowie einem zusätzlichen Zinsaufschlag zusammen.

Die Nettoverschuldung reduzierte sich infolge dessen auf 28,47 Mio. € (31.12.2021: 74,14 Mio. €). Die bereits gute Kapitalstruktur und Lage des Konzerns haben sich aufgrund der Kapitalerhöhung und der Darlehenstilgungen nochmals deutlich verbessert. Die liquiden Mittel stiegen auf 10,65 Mio. € (31.12.2021: 8,65 Mio. €) an.

Trotz des negativen Jahresergebnisses erzielte das Unternehmen einen deutlich positiven operativen Cashflow in Höhe von 5,43 Mio. € (VJ: 2,04 Mio. €). Damit weist die EQS Group eine sehr gute Cash Conversion Rate auf, da das EBITDA in Höhe von 4,57 Mio. € (VJ: 1,74 Mio. €) nahezu dem operativen Cashflow entspricht. Die Kennzahl bewertet die Effizienz eines Unternehmens bei der Umwandlung seiner Gewinne in liquide Mittel. Da es

zu keinen weiteren Unternehmensakquisitionen kam, verbesserte sich der Investitions-Cashflow deutlich auf -2,82 Mio. € (VJ: -99,68 Mio. €). Damit erzielte das Unternehmen im abgelaufenen Geschäftsjahr einen soliden Free Cashflow in Höhe von 2,60 Mio. € (VJ: -97,64 Mio. €).

PROGNOSE UND BEWERTUNG

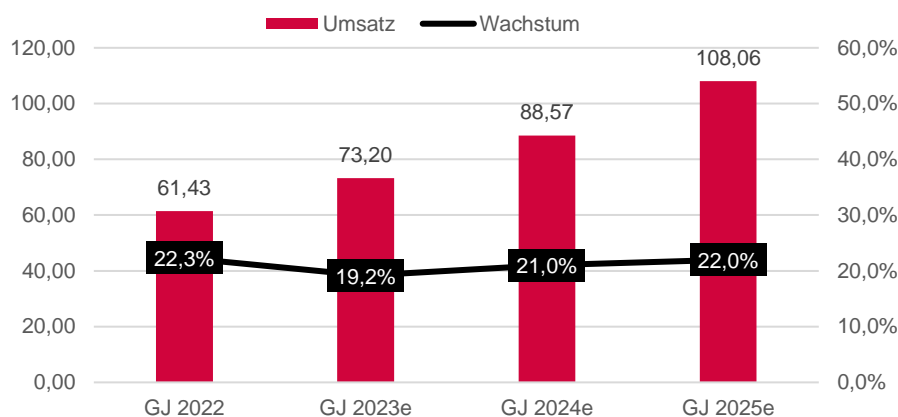
GuV (in Mio. €)	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse	61,43	73,20	88,57	108,06
EBITDA	4,57	10,43	16,95	23,51
EBITDA-Marge	7,4%	14,3%	19,1%	21,8%
EBIT	-3,58	2,20	10,25	17,51
EBIT-Marge	-5,8%	3,0%	11,6%	16,2%
Jahresüberschuss	-3,33	1,69	6,13	10,76
EPS in €	-0,33	0,17	0,61	1,07

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzprognose

Die EQS Group hat als Guidance für das Jahr 2023 ein Umsatzwachstum in Höhe von 15% bis 20% in Aussicht gestellt, was Umsatzerlösen in Höhe von 71 Mio. € bis 74 Mio. € entspricht. Es wird erwartet, dass das Compliance-Segment einen Umsatzanstieg von 20% bis 25% verzeichnen wird, der auf die Umsetzung der europäischen Hinweisgeber-Richtlinie in nationales Recht in Deutschland zurückzuführen ist. Im Bereich Investor Relations wird aufgrund der hohen Unsicherheit und Zurückhaltung der Investoren eine geringe Anzahl an Börsengängen erwartet, was zu einem Umsatzwachstum von bis zu 10% führen soll. Laut Guidance wird das EBITDA voraussichtlich zwischen 9 Mio. € und 11 Mio. € betragen.

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



Quelle: GBC AG

Wir gehen davon aus, dass tendenziell das obere Ende der Umsatz-Guidance erreicht wird und prognostizieren für das laufende Jahr 2023 Umsatzerlöse in Höhe von 73,20 Mio. €. In der ersten Hälfte des Jahres 2023 wird das Wachstum voraussichtlich im unteren zweistelligen Bereich liegen, jedoch erwarten wir eine deutliche Beschleunigung des Wachstums im zweiten Halbjahr 2023. Zudem ist das laufende Jahr auch vom Wegfall des Russlandgeschäfts betroffen, da die Geschäftsführung beschlossen hat, sich im Jahr 2023 vollständig vom Russlandgeschäft zu trennen und die Gesellschaft zu liquidieren.

Weiterhin hat das Management die Guidance für das Jahr 2025 nach hinten verschoben. So soll ein Umsatz von 130 Mio. € mit einer EBITDA-Marge von mindestens 30% nun 12 bis 18 Monate später als ursprünglich geplant, also im Geschäftsjahr 2026 oder 2027, erreicht werden. Bedauerlicherweise verspäten sich auch andere EU-Länder mit der Umsetzung der Whistleblower-Richtlinie, weshalb von der EU gegen sieben weitere Länder ein Vertragsverletzungsverfahren eingeleitet wurde. Um diesen Umständen Rechnung zu tragen, plant das Management für das Geschäftsjahr 2023 vorübergehend die

zusätzlichen Investitionen bzw. Kostensteigerungen zu reduzieren, wobei etwa zwei Drittel der Reduzierung auf Personalkosten und das restliche Drittel auf Marketing- und sonstige Ausgaben entfallen.

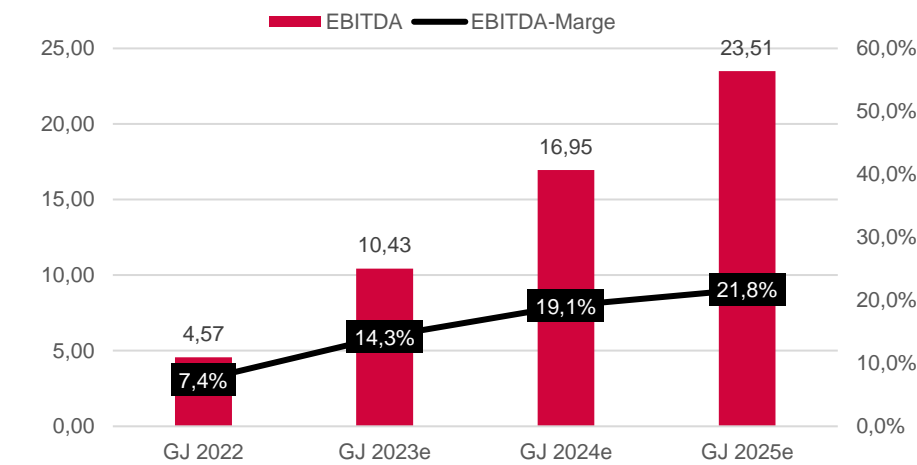
Wir gehen davon aus, dass es zu stetigen Umsatzsteigerungen kommen wird und erwarten eine Umsatzsteigerung um 21,0% auf 88,57 Mio. € im Jahr 2024, gefolgt von einem Wachstum in Höhe von 22,0% auf 108,06 Mio. € im Jahr 2025.

Insgesamt sind wir zuversichtlich, dass die EQS Group die Ziele für das laufende Geschäftsjahr gut erreichen wird und auch die Mittelfristplanung ist nachvollziehbar. Infolge der nationalen Umsetzung in den europäischen Ländern sollte es in den kommenden Jahren eine hohe Nachfrage nach Whistleblowing-Software geben. Das Unternehmen sollte durch das neue Cockpit mit den verschiedenen Software-Modulen in der Lage sein, umfangreiches Up- und Cross-Selling zu betreiben. Hierdurch sollten sich deutliche Umsatzsteigerungen pro Kunde erzielen lassen. Zudem gehen wir davon aus, dass der Megatrend Nachhaltigkeit weiterhin wachsen wird und zusätzliche Anforderungen auf Unternehmen zukommen werden. Hier sollte es auch in Zukunft umfangreiche Potenziale für die EQS Group geben. So trat im Januar 2023 die EU-Richtlinie für Nachhaltigkeitsberichte (CSRD) in Kraft, die in den kommenden Jahren tausende von Unternehmen verpflichten wird, Berichte nach der EU-Taxonomie zu erstellen und im ESEF-Format einzureichen. Dies sollte ebenfalls mit weiteren Umsatzpotenzialen einhergehen. Damit sollte die EQS Group die bereits starke Marktposition als paneuropäischer Corporate Compliance und Investor Relations Anbieter weiter festigen und ausbauen können.

Ergebnisprognosen

Die EQS Group AG hat für das Jahr 2023 eine EBITDA-Guidance von 9 Mio. € bis 11 Mio. € ausgegeben. Wie auch bei der Umsatz-Guidance erwarten wir, dass das obere Ende der Spanne erreicht wird. Für das laufende Geschäftsjahr 2023 erwarten wir ein EBITDA in Höhe von 10,43 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 14,3% entspricht. Hier zeigt sich, dass die nun kommenden Umsatzsteigerungen sich deutlich überproportional positiv im Ergebnis widerspiegeln. So lag die EBITDA-Marge im Vorjahr noch bei 7,4%, bei einem EBITDA von 4,57 Mio. €.

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



Da EQS für die Mittelfrist-Guidance eine EBITDA-Marge von rund 30% in Aussicht stellt, gehen wir davon aus, dass eine sukzessive Margenverbesserung über die kommenden Jahre erreicht wird. Wir prognostizieren daher ein EBITDA in Höhe von 16,95 Mio. € im

Jahr 2024 bzw. 23,51 Mio. € im Jahr 2025, was jeweils einer EBITDA-Marge von 19,1% (2024) bzw. 21,8% (2025) entspricht.

Für das laufende Geschäftsjahr 2023 erwarten wir ein EBIT in Höhe von 2,20 Mio. € (VJ: -3.58 Mio. €). Abzüglich des Zinsaufwands sollte, sofern keine Zins- bzw. Finanzerträge erzielt werden, ein EBT von 0,18 Mio. € erreicht werden. Wir erwarten jedoch, dass auch im laufenden Jahr die latenten Steuern einen positiven Steuerertrag beisteuern werden und prognostizieren daher einen Jahresüberschuss in Höhe von 1,68 Mio. €. Unseres Erachtens ist jedoch der beste Indikator für den Unternehmenserfolg das EBITDA, da dieses nahezu den operativen Cashflow widerspiegelt.

Bewertung

Modellannahmen

Die EQS Group AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2023, 2024 und 2025 in Phase 1, erfolgt von 2026 bis 2030 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 aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes liegt bei 2,0% (bisher: 1,5 %).

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 1,34 (bisher: 1,34).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,35 % (bisher: 8,80 %) (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 8,57% (bisher: 8,10 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie entspricht einem Kursziel von 38,00 € (bisher: 40,75 €).

DCF-Modell

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	9,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	-10,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	
Umsatz (US)	73,20	88,57	108,06	130,00	143,00	157,30	173,03	190,33	
US Veränderung	19,2%	21,0%	22,0%	20,3%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,16	1,46	1,68	1,90	1,96	2,02	2,09	2,16	
EBITDA	10,43	16,95	23,51	40,04	44,04	48,45	53,29	58,62	
EBITDA-Marge	14,3%	19,1%	21,8%	30,8%	30,8%	30,8%	30,8%	30,8%	
EBITA	2,20	10,25	17,51	34,24	37,87	41,88	46,30	51,17	
EBITA-Marge	3,0%	11,6%	16,2%	26,3%	26,5%	26,6%	26,8%	26,9%	26,9%
Steuern auf EBITA	-1,50	-2,56	-5,25	-10,27	-11,36	-12,56	-13,89	-15,35	
zu EBITA	-796,1%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	0,70	7,68	12,26	23,97	26,51	29,31	32,41	35,82	
Kapitalrendite	1,2%	14,2%	24,7%	46,7%	47,7%	49,9%	52,2%	54,7%	52,8%
Working Capital (WC)	-8,97	-10,77	-13,08	-13,00	-14,30	-15,73	-17,30	-19,03	
WC zu Umsatz	-12,3%	-12,2%	-12,1%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	
Investitionen in WC	1,35	1,80	2,31	-0,08	1,30	1,43	1,57	1,73	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	63,11	60,48	64,40	68,58	73,02	77,76	82,80	88,17	
AFA auf OAV	-8,23	-6,70	-6,00	-5,80	-6,17	-6,57	-7,00	-7,45	
AFA zu OAV	13,0%	11,1%	9,3%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
Investitionen in OAV	-5,44	-4,07	-9,92	-9,97	-10,62	-11,31	-12,04	-12,82	
Investiertes Kapital	54,14	49,71	51,33	55,58	58,72	62,03	65,50	69,13	
EBITDA	10,43	16,95	23,51	40,04	44,04	48,45	53,29	58,62	
Steuern auf EBITA	-1,50	-2,56	-5,25	-10,27	-11,36	-12,56	-13,89	-15,35	
Investitionen gesamt	-4,09	-2,28	-7,61	-10,05	-9,32	-9,88	-10,47	-11,09	
Investitionen in OAV	-5,44	-4,07	-9,92	-9,97	-10,62	-11,31	-12,04	-12,82	
Investitionen in WC	1,35	1,80	2,31	-0,08	1,30	1,43	1,57	1,73	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	4,84	12,11	10,64	19,72	23,36	26,01	28,94	32,18	535,34

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	406,56	429,29
Barwert expliziter FCFs	105,43	102,35
Barwert des Continuing Value	301,14	326,93
Nettoschulden (Net debt)	25,64	15,61
Wert des Eigenkapitals	380,92	413,67
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	380,92	413,67
Ausstehende Aktien in Mio.	10,02	10,02
Fairer Wert der Aktie in EUR	38,00	41,27

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Markttrisikoprämie	5,5%
Beta	1,34
Eigenkapitalkosten	9,3%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	2,0%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	21,5%
WACC	8,6%

Kapitalrendite	WACC				
	8,0%	8,3%	8,6%	8,9%	9,2%
52,3%	41,99	39,74	37,70	35,86	34,18
52,6%	42,16	39,90	37,85	36,00	34,31
52,8%	42,33	40,05	38,00	36,14	34,44
53,1%	42,50	40,21	38,15	36,28	34,57
53,3%	42,67	40,37	38,30	36,42	34,70

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 Heinzlbecker, Email: heinzlbecker@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), 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