



Researchstudie (Update)

EQS Group AG



EQS Cockpit wird um ein Nachhaltigkeitsberichterstattungs- Tool (ESG Tech) ergänzt

-

Umsetzung der EU-Hinweisgeberrichtlinie verzögert sich in Deutschland und weiteren EU-Staaten

**Kursziel: 48,00 €
(bisher: 49,55 €)**

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 9

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 20.05.2022 (15:33 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 23.05.2022 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2022

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

Rating: Kaufen
Kursziel: 48,00 €
(bisher: 49,55 €)

aktueller Kurs: 30,00 €
20.05.2022 / XTR 14:51
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005494165
WKN: 549416
Börsenkürzel: EQS
Aktienanzahl³: 10,02
Marketcap³: 300,73
EnterpriseValue³: 227,48
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 36,3 %

Transparenzlevel:

Marktsegment:
Entry Standard

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Baader Bank AG

Analysten:

Felix Haugg
haugg@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 10

Unternehmensprofil

Branche: Software

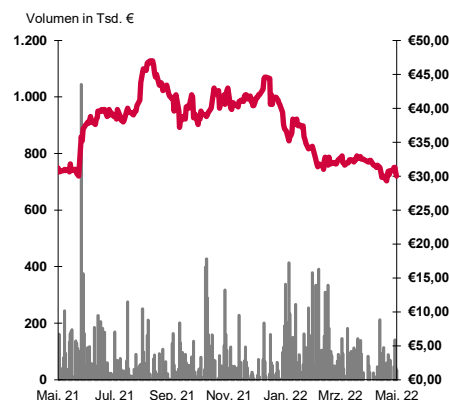
Fokus: Corporate Compliance und Investor Relations

Mitarbeiter: 576 Stand: 31.03.2022

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	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024e
Umsatz	50,22	69,91	90,30	110,00
EBITDA	1,74	7,73	19,82	29,57
EBIT	-5,40	0,44	13,12	23,57
Jahresüberschuss	-6,63	-0,84	8,57	16,03

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,77	-0,08	0,86	1,60
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	4,53	3,25	2,52	2,07
EV/EBITDA	130,66	29,42	11,48	7,69
EV/EBIT	neg.	511,90	17,34	9,65
KGV	neg.	neg.	35,07	18,76
KBV	4,28			

Finanztermine

23.05.2022 Frühjahreskonferenz
02.06.2022 m:access Konferenz
28.06.2022 Hauptversammlung 2022
12.08.2022 Halbjahresabschluss 2022
19.09.2022 Baader Investment Konferenz
11.11.2022 Quartalsmitteilung Q3
15.11.2022 MKK
28.11.2022 Eigenkapitalforum

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
06.04.2022: RS / 49,55 / KAUFEN
19.11.2021: RS / 47,35 / KAUFEN
31.08.2021: RS / 47,35 / KAUFEN
21.06.2021: RS / 47,35 / KAUFEN
25.05.2021: RS / 40,40 / KAUFEN

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

Geschäftsentwicklung Q1 2021

in Mio. €	Q1 2020	Q1 2021	Q1 2022
Umsatzerlöse	8,35	10,55	14,12
EBITDA	0,80	0,31	0,25
EBITDA-Marge	9,6%	2,9%	1,8%
EBIT	-0,20	-0,97	-1,77
EBIT-Marge	-2,3%	-9,2%	-12,5%
Nettoergebnis	-0,26	-0,99	-0,97
EPS in €	-0,18	-0,13	-0,10

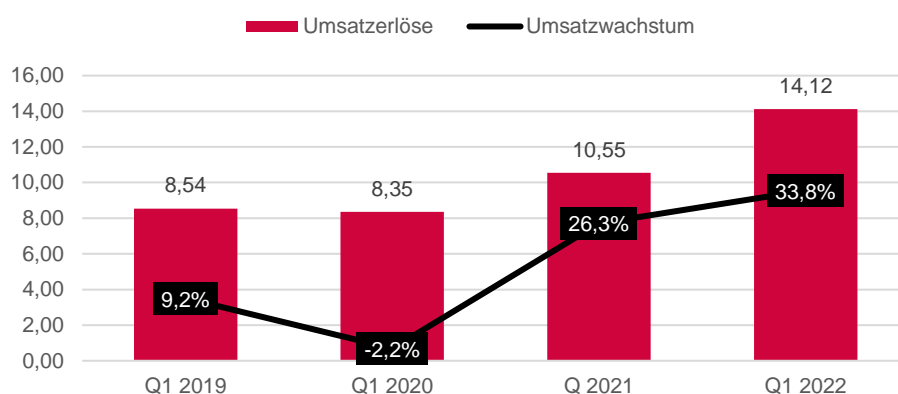
Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzentwicklung

Die EQS Group AG setzt das dynamische Wachstum aus dem Jahr 2021 im laufenden Geschäftsjahr weiter fort. Im ersten Quartal 2022 haben sich die Umsatzerlöse um 33,8 % auf 14,12 Mio. € (2021: 10,55 Mio. €) erhöht. Hierbei profitiert die EQS einerseits von anorganischem Effekt durch die Übernahme der Business Keeper GmbH (Umsatzbeitrag 2,58 Mio. €) im Juni 2021 sowie einer steigenden Nachfrage nach einer Whistleblowing-Lösung, bedingt durch die seit 17. Dezember 2021 in Kraft getretene EU-Hinweisgeberrichtlinie.

Die Umwandlung der EU-Hinweisgeberrichtlinie in nationales Recht verzögert sich jedoch in Deutschland und weiteren EU-Staaten. Bisher sind erst in sieben Ländern der Europäischen Union die jeweiligen Gesetze verabschiedet worden bzw. in Kraft getreten, u.a. in Frankreich und Dänemark. Folglich wurden noch wenige Neuverträge abgeschlossen. Dies spiegelt sich auch in der Kennzahl der gewonnenen SaaS-Neukunden wider. Im Q1 2022 haben sich 216 Neukunden (Q1 2021: 158 Neukunden) für die Produktlösungen der EQS entschieden. Weiterhin geht aber die Gesellschaft im Jahr 2022 von 2.500 bis 3.500 SaaS-Neukunden aus, da eine Vielzahl von Kunden erst nach der Umsetzung in nationales Recht eine Kaufentscheidung treffen werden. Dadurch dürften sich die Vertragsabschlüsse in die folgenden Quartale verschieben.

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

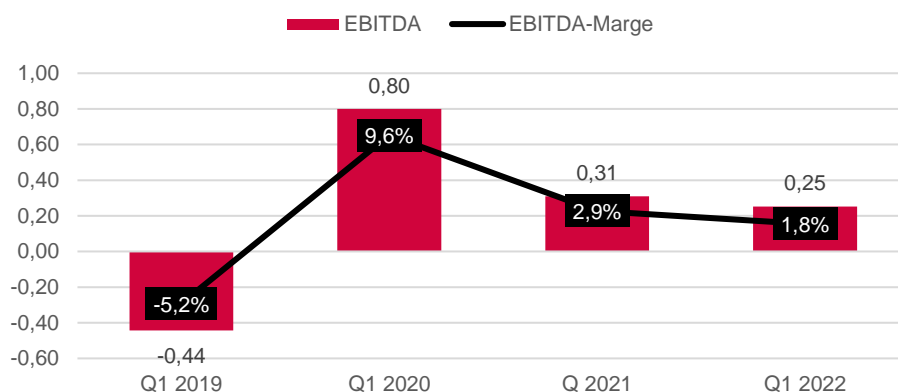
Die Umsatzerlöse im Segment Compliance sind im ersten Quartal signifikant um 64,2 % auf 9,31 Mio. € (2021: 5,67 Mio. €) angestiegen. Das starke Umsatzwachstum lässt sich auf die Akquisition der Business Keeper GmbH und die damit gestiegene Kundenbasis zurückzuführen. Insgesamt verwenden bereits heute 3.056 SaaS-Kunden die Produktlösungen der EQS Group. In Q1 2022 wurden zudem weitere 147 SaaS-Kunden (2021: 93 SaaS-Kunden) für das Hinweisgebersystem gewonnen.

Die Umsatzerlöse im Segment Investor Relations verblieben mit 4,81 Mio. € (2021: 4,88 Mio. €) auf einem nahezu unveränderten Niveau und lagen somit unter den Erwartungen des Managements. Das stagnierende Umsatzniveau ist den aktuellen Entwicklungen an den Kapitalmärkten geschuldet. So haben sich durch die deutlich gestiegene Inflation, das gestiegene Marktzinsniveau und den Ausbruch des Kriegs in der Ukraine die Aussichten eingetrübt, wodurch Börsengänge in Q1 ausblieben. Nichtsdestotrotz haben bereits 964 Unternehmen SaaS-Verträge für das IR Cockpit unterzeichnet. Die im Q1 2022 verbuchten SaaS-Umsätze erhöhten sich um 44,9 % auf 1,58 Mio. € (2021: 1,09 Mio. €).

Ergebnisentwicklung

Ergebnisseitig musste die EQS Group einen leichten EBITDA-Rückgang hinnehmen. Dieses reduzierte sich im ersten Quartal 2022 leicht auf 0,25 Mio. € (2021: 0,31 Mio. €). Jedoch liegt das EBITDA über den eigenen Erwartungen, bedingt durch niedrigere Aufwendungen für Marketing und Vertrieb, durch die Verzögerungen bei der Umsetzung der Hinweisgeberrichtlinie in nationales Recht in den jeweiligen Ländern, sowie durch das Wachstum der Cloud-Produkte und dem damit verbundenen vorteilhafteren Produktmix.

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Durch die Akquisition der Business Keeper GmbH haben sich die Abschreibungen deutlich um 57,8 % auf 2,02 Mio. € (2021: 1,28 Mio. €) erhöht. Folglich reduzierte sich in Q1 das EBIT auf -1,77 Mio. € (2021: -0,97 Mio. €). Diese Entwicklung lag aufgrund der angekündigten und auch umgesetzten Marketing-Strategie im Rahmen unserer Erwartungen.

Bilanzielle und finanzielle Situation

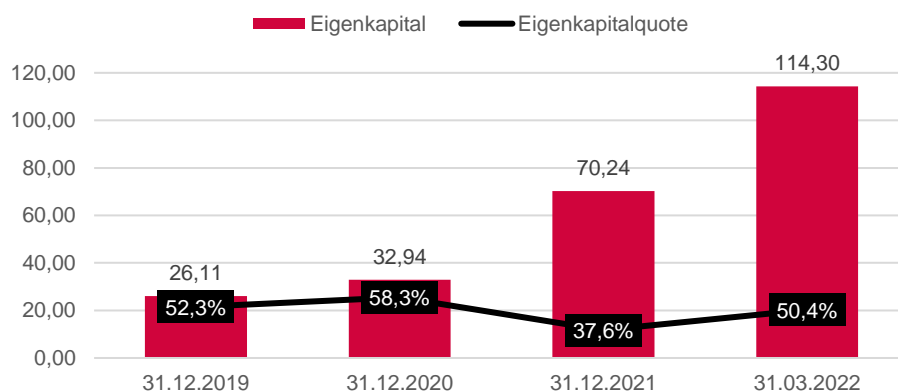
in Mio. €	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2022
Eigenkapital	32,94	70,24	114,30
EK-Quote (in %)	58,3%	37,6%	50,4%
Operatives Anlagevermögen	21,82	71,07	69,87
Working Capital	-2,24	-4,14	-5,98
Net Debt	-2,03	73,25	26,86
Cashflow (Operativ)	5,79	2,04	2,52
Cashflow (Investition)	0,30	-99,68	-1,01
Cashflow (Finanzierung)	5,00	94,09	39,07

Quelle: EQS Group AG; GBC AG;

Im März 2022 hat die EQS eine weitere erfolgreiche Kapitalerhöhung durchgeführt. In diesem Rahmen wurden 1,36 Mio. Aktien zum Bezugspreis von 33,00 € platziert, wodurch der Gesellschaft ein Bruttoemissionserlös in Höhe von 45,03 Mio. € zugeflossen ist. Damit erhöhte sich das Eigenkapital deutlich auf 114,30 Mio. € (31.12.2021: 70,24 Mio. €) sowie die liquiden Mittel auf 49,19 Mio. € (31.12.2021: 8,65 Mio. €). Gleichzeitig stieg die Eigenkapitalquote wieder deutlich auf 50,4 % (31.12.2021: 37,6 %) und befindet sich somit wieder auf dem langjährigen Niveau.

Das aufgenommene Kapital wird hauptsächlich dazu genutzt, um kurzfristig fällige Kredite zurückzuführen. Im Rahmen der Übernahme der Business Keeper GmbH im Juni 2021 hat die EQS Group einerseits ein Akquisitionsdarlehen bei der Commerzbank München sowie ein Verkäuferdarlehen aufgenommen. Das Management wird im zweiten Quartal 2022 eine Teilrückzahlung in Höhe von 22,00 Mio. € an die Commerzbank sowie eine vollständige Rückzahlung in Höhe von 17,00 Mio. € des Verkäuferdarlehens leisten.

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Insgesamt ist die EQS Group AG weiterhin, sowohl bilanziell als auch produktseitig, hervorragend aufgestellt. Durch das organische und anorganische Wachstum in Verbindung mit dem umfangreichen Produktportfolio ist die EQS sehr gut am Markt positioniert, um das ausgegebene Ziel, bis 2025, der führende europäische Cloudanbieter für Investor Relations- und Corporate Compliance-Lösungen (RegTech) zu werden, realisieren zu können.

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatzerlöse	50,22	69,91	90,30	110,00
EBITDA	1,74	7,73	19,82	29,57
EBITDA-Marge	3,5%	11,1%	22,0%	26,9%
EBIT	-5,40	0,44	13,12	23,57
EBIT-Marge	-10,7%	0,6%	14,5%	21,4%
Nettoergebnis	-6,63	-0,84	8,57	16,03

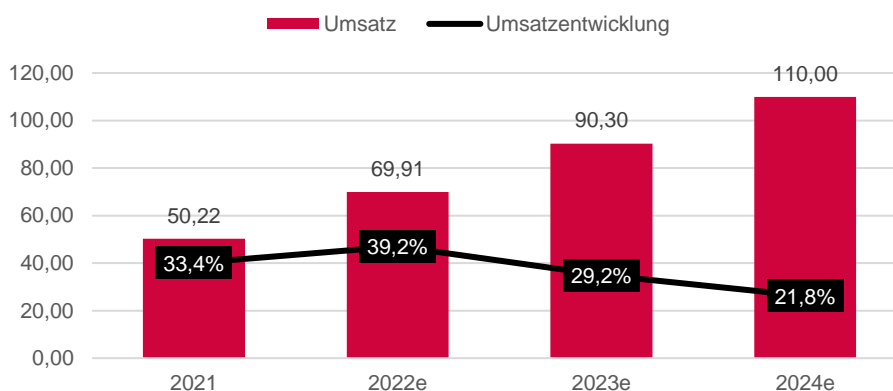
Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzprognosen

Im Zuge der Veröffentlichung der Ergebnisse des ersten Quartals 2022 hat die EQS die Umsatz-Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2022 angepasst. Dies liegt an der verzögerten Umsetzung der Hinweisgeber-Richtlinie in jeweils gültiges nationales Recht in vielen EU-Mitgliedsstaaten, was zu weniger Vertragsabschlüssen für das Modul Integrity Line geführt hat. Die erzielten Vertragsabschlüsse sind in Q1 2022 somit hinter den selbst-gesteckten Erwartungen zurückgeblieben. Für das Jahr 2022 rechnet der Vorstand nun mit einem Umsatzwachstum von 30% bis 40% statt wie bisher von 30% bis 50%. Aktuell erwartet die EQS Group eine Umsetzung der Hinweisgeberrichtlinie im dritten Quartal 2022. Alle anderen Kennzahlen bleiben von der Anpassung der Umsatzprognose unberührt und wurden bestätigt.

Entsprechend der Unternehmens-Guidance haben auch wir unsere Umsatzprognose für das Jahr 2022 angepasst. Wir erwarten nun ein Umsatzwachstum in Höhe von 39,2% auf 69,91 Mio. € (bisher 72,83 Mio. €) für das laufende Geschäftsjahr. Unsere Prognosen für die kommenden Jahre bleiben davon unberührt. Wir erwarten, dass sich die Vertragsabschlüsse für das Hinweisgebersystem der EQS Group nach dem in Kraft treten der jeweiligen nationalen Gesetze deutlich erhöhen werden. Unseres Erachtens liegt hier nur eine Verschiebung der Umsatzerlöse vor und wir rechnen weiter mit einem dynamischen Wachstum in den kommenden Geschäftsjahren.

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



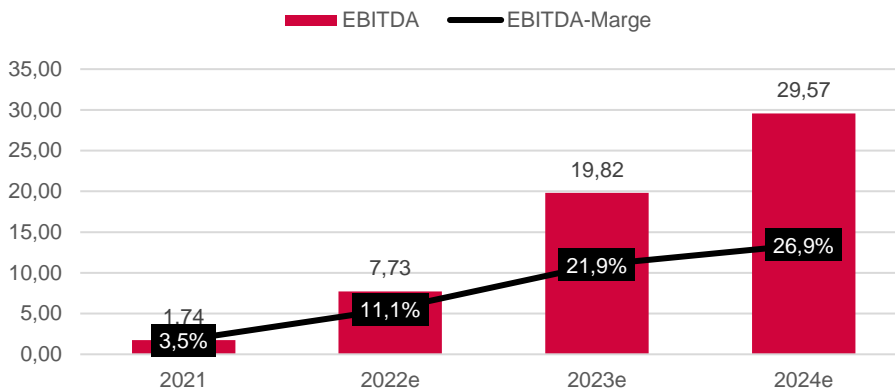
Quelle: GBC AG

Wir erwarten auch für die Folgejahre eine hohe Umsatzwachstumsdynamik und prognostizieren Umsatzerlöse in Höhe von 90,30 Mio. € im Jahr 2023 und in Höhe von 110,00 Mio. € im Jahr 2024. Für das zukünftige Umsatzwachstum sollte neben den Megatrends Globalisierung, Regulierung und Digitalisierung auch die europäische Marktführerschaft für Hinweisgebersysteme der EQS Group helfen.

Ergebnisprognosen

Das starke Umsatzwachstum und die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells spiegelt sich auch in dem von der EQS Group prognostizierten Ergebniskorridor wider. Der Vorstand der EQS Group erwartet weiterhin das EBITDA für das Jahr 2022 in einer Bandbreite zwischen 6 Mio. € bis 10 Mio. €. Damit zeigt sich, dass der EBITDA-Rückgang im Jahr 2021, bedingt durch die erhöhten Ausgaben für Kundengewinnung und Marktdurchdringung mit Blick auf die Einführung der EU-Hinweisgeberrichtlinie Mitte Dezember 2021, nur von kurzer Dauer war. Nichtsdestotrotz wird im Jahr 2022 weiterhin verstärkt in die Kundengewinnung investiert, jedoch sollte durch die erhöhte Kundenbasis und die gestiegenen Umsatzerlöse eine weitere Margenverbesserung erzielt werden. 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

Für das Jahr 2022 erwarten wir, bedingt durch die Anpassung der Umsatzprognose, nun ein niedrigeres EBITDA in Höhe von 7,73 Mio. € (bisher: 8,81 Mio. €), gefolgt von einer unveränderten EBITDA-Erwartung für 2023 in Höhe von 19,82 Mio. € und in für 2024 in Höhe von 29,57 Mio. €. Durch die prognostizierten Umsatzsteigerungen und die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells erwarten wir für die folgenden Jahre damit eine deutliche Verbesserung der EBITDA-Marge auf 21,9% (GJ 2023e) bzw. auf 26,9 % (GJ 2024e). Diese Annahme geht mit der Unternehmenserwartung einher, die EBITDA-Marge bis 2025 auf über 30 % zu steigern.

Somit sollten sich überproportionale Ergebnisverbesserungen, unabhängig von der Verzögerung der Umsetzung der Hinweisgeberrichtlinie, in den kommenden Jahren einstellen, welche sich auch deutlich positiv auf das Nettoergebnis ab dem Geschäftsjahr 2023 niederschlagen sollten.

Die Entwicklung des ersten Quartals 2022 lag insgesamt im Rahmen unserer Erwartungen. Durch die durchgeführte Kapitalerhöhung verfügt die EQS Group wieder über eine ausgeglichene Bilanzstruktur und ist somit gut positioniert für weiteres Wachstum. Jedoch haben zwei Faktoren zu einer leichten Kurszielreduktion geführt. Einerseits haben wir in unserem DCF-Modell einen höheren risikolosen Zinssatz in Höhe von 0,40% (bisher: 0,25%) berücksichtigt. Des Weiteren hat die Reduzierung der Umsatzprognose für das Jahr 2022 einen leicht negativen Effekt auf das Kursziel. Aus Basis unseres angepassten DCF-Modells haben wir einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 48,00 € (bisher: 49,55 €) ermittelt und vergeben weiter 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. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. Der von uns verwendete risikolose Zinssatz liegt bei 0,40 % (bisher: 0,25 %)

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 7,75 % (bisher: 7,60 %) (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 7,14% (bisher: 7,00%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie entspricht einem Kursziel von 48,00 € (bisher: 49,55 €). Die leichte Kurszielreduzierung ist hauptsächlich auf den gestiegenen risikolosen Zinssatz zurückzuführen. Die niedrigere Umsatzprognose für das Jahr 2022 hat einen zu vernachlässigbaren Anteil an der Kurszielreduktion.

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	27,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	7,4%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	1,4%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
Umsatz (US)	69,91	90,30	110,00	130,00	142,99	157,27	172,99	190,27	
US Veränderung	39,2%	29,2%	21,8%	18,2%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,97	1,20	1,35	1,51	1,57	1,65	1,75	1,85	
EBITDA	7,73	19,82	29,57	40,04	44,04	48,44	53,28	58,60	
EBITDA-Marge	11,1%	22,0%	26,9%	30,8%	30,8%	30,8%	30,8%	30,8%	
EBITA	0,44	13,12	23,57	34,04	37,67	41,73	46,25	51,28	
EBITA-Marge	0,6%	14,5%	21,4%	26,2%	26,3%	26,5%	26,7%	27,0%	27,0%
Steuern auf EBITA	0,08	-3,94	-7,07	-10,21	-11,30	-12,52	-13,88	-15,38	
zu EBITA	-17,5%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	0,52	9,19	16,50	23,83	26,37	29,21	32,38	35,90	
Kapitalrendite	0,8%	12,9%	21,6%	28,8%	30,0%	31,5%	33,3%	35,4%	34,8%
Working Capital (WC)	-1,10	1,00	1,51	1,78	1,96	2,15	2,37	2,61	
WC zu Umsatz	-1,6%	1,1%	1,4%	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)	72,28	75,28	81,18	86,18	90,81	95,10	99,07	102,75	
AFA auf OAV	-7,29	-6,70	-6,00	-6,00	-6,37	-6,71	-7,03	-7,32	
AFA zu OAV	10,1%	8,9%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	
Investitionen in OAV	-8,50	-9,70	-11,90	-11,00	-11,00	-11,00	-11,00	-11,00	
Investiertes Kapital	71,18	76,28	82,69	87,97	92,77	97,26	101,44	105,36	
EBITDA	7,73	19,82	29,57	40,04	44,04	48,44	53,28	58,60	
Steuern auf EBITA	0,08	-3,94	-7,07	-10,21	-11,30	-12,52	-13,88	-15,38	
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	-3,73	4,09	10,09	18,56	21,56	24,73	28,19	31,98	671,41

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	514,26	546,89
Barwert expliziter FCFs	99,94	102,99
Barwert des Continuing Value	414,32	443,90
Nettoschulden (Net debt)	33,10	29,89
Wert des Eigenkapitals	481,16	517,01
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	481,16	517,01
Ausstehende Aktien in Mio.	10,02	10,02
Fairer Wert der Aktie in EUR	48,00	51,58

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,4%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,34
Eigenkapitalkosten	7,7%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	2,0%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	14,8%
WACC	7,1%

Kapitalrendite	WACC				
	6,5%	6,8%	7,1%	7,4%	7,7%
34,3%	54,60	50,75	47,37	44,38	41,72
34,5%	54,97	51,09	47,68	44,67	41,99
34,8%	55,34	51,43	48,00	44,96	42,26
35,0%	55,71	51,77	48,32	45,26	42,53
35,3%	56,08	52,12	48,63	45,55	42,80

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, Karin Jägg, Email: jaegg@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Haugg, B.A., Finanzanalyst

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