Researchstudie (Update)

EQS Group AG

Starkes Umsatz- und Ergebniswachstum im ersten Halbjahr 2023
-
EQS Group AG verzeichnet starkes Interesse an Softwarelösung für Hinweisgeberschutz

Kursziel: 41,26 €
(bisher: 38,00 €)

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 10

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 15.09.2023 (16:35 Uhr)
Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 18.09.2023 (10:30 Uhr)
Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2024

EQS Group AG*5a;7;11

Rating: Kaufen
Kursziel: 41,26 €
(bisher: 38,00 €)

aktueller Kurs: 26,60 €
15.09.2023 / ETR 15:49 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005494165
WKN: 549416
Börsenkürzel: EQS
Aktienanzahl³: 10,02
Marketcap³: 266,64
EnterpriseValue³: 295,12
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 38,4%

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 9

Unternehmensprofil

Branche: Software

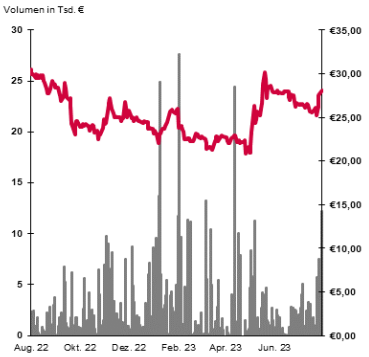
Fokus: Corporate Compliance und Investor Relations

Mitarbeiter: 567 Stand: 30.06.2023

Gründung: 2000

Firmensitz: München

Vorstand: Achim Weick, Christian Pfleger, 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	31.12.2022	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	1,68	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	4,80	4,03	3,33	2,73
EV/EBITDA	64,62	28,30	17,42	12,55
EV/EBIT	Neg.	134,21	28,80	16,86
KGV	Neg.	158,34	43,49	24,78
KBV	2,38			

Finanztermine
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
24.05.2023: RS / 38,00 / KAUFEN
17.04.2023: RS / 38,00 / KAUFEN
01.12.2022: RS / 40,75 / KAUFEN
23.08.2022: RS / 43,95 / KAUFEN
20.05.2022: RS / 48,00 / KAUFEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2023

GuV (in Mio. €)	1. HJ 2021	1. HJ 2022	1. HJ 2023
Umsatzerlöse	22,53	29,92	33,85
EBITDA	1,33	1,14	3,21
EBITDA-Marge	*5,9%*	*3,8%*	*9,5%*
EBIT	-1,25	-2,91	-0,78
EBIT-Marge	*-5,5%*	*-9,7%*	*-2,3%*
Nettoergebnis	-1,33	-1,79	-1,53
EPS in €	-0,16	-0,18	-0,15

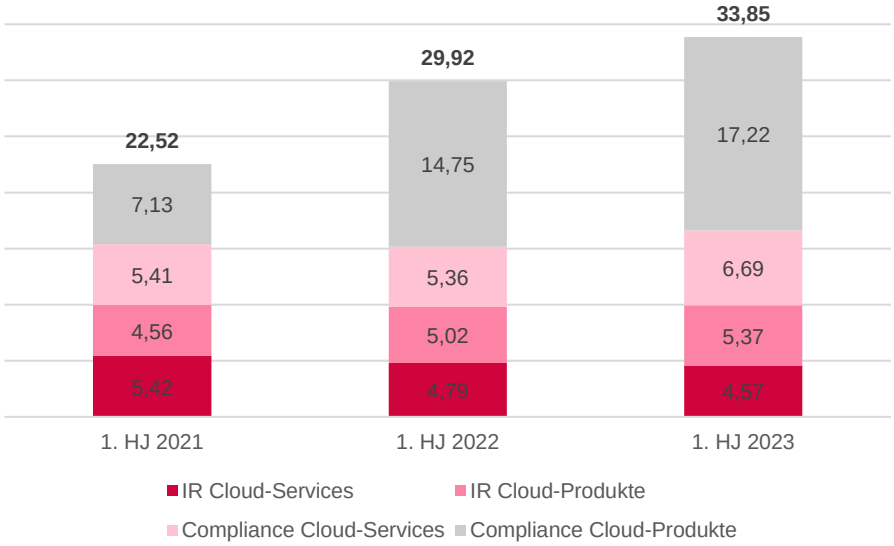
Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2023

Zum ersten Halbjahr 2023 stiegen die Umsatzerlöse der EQS Group um 13,1% auf 33,85 Mio. € (VJ: 29,92 Mio. €) an. Der Anteil wiederkehrender Umsatzerlöse stieg von 88% auf 89% des Gesamtumsatzes an. Während alle Segmente hohe wiederkehrende Umsatzerlöse aufweisen, stammt das Umsatzwachstum insbesondere aus dem Bereich Compliance. Das Wachstum dieses Segmentes wird derzeit durch die Umsetzung des europäischen Hinweisgeberschutzgesetzes noch verstärkt.

Durch die Liquidation der EQS Financial Markets & Media GmbH, der Equity Story RS LLC (Russland) und der EQS Group doo (Serbien) werden fortzuführende Geschäftsbereiche und aufgegebene Geschäftsbereiche ausgewiesen. Die obien Tochter-Unternehmen wurden liquidiert, da die Grundlage für den Geschäftsbetrieb nicht mehr gegeben war und durch diese Maßnahme die Konzernstruktur wieder verschlankt wird. Die Umsatzerlöse der fortzuführenden Geschäftsbereiche stiegen um 15,5% auf 33,73 Mio. € (VJ: 29,19 Mio. €) an. Damit machen die aufgegebenen Geschäftsbereiche lediglich einen Umsatzanteil von 0,12 Mio. € (VJ: 0,73 Mio. €) aus.

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Durch eine starke Kundengewinnung im Bereich Whistleblowing im **Compliance-Segment** erhöhte sich der Umsatz um 18,9% auf 23,91 Mio. € (VJ: 20,11 Mio. €). Die Kundenbasis wuchs um 33% auf 4.328 SaaS-Kunden im Vergleich zum Vorjahr. Besonders in europäischen Ländern mit neuen Hinweisgeberschutzgesetzen verzeichnete die EQS Group Erfolge. Dies führte zu einer Umsatzsteigerung der Compliance Cloud-Produkte um 16,7% auf 17,22 Mio. € (VJ: 14,75 Mio. €). Auch im Bereich Compliance Cloud-Services

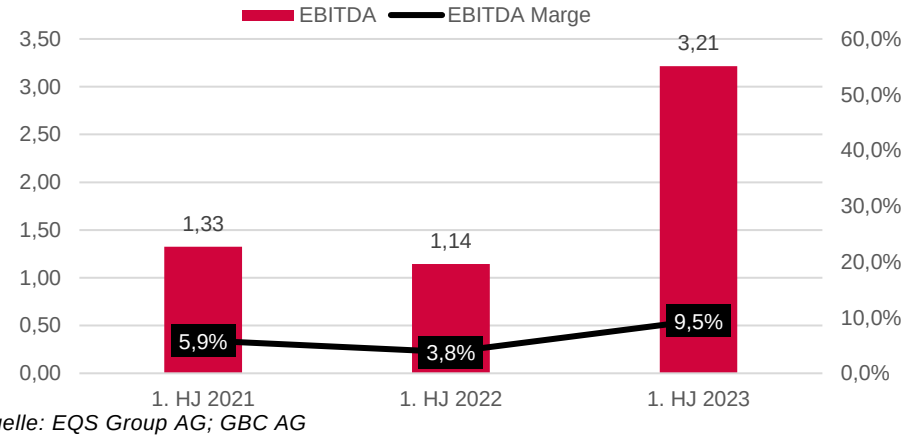
stiegen die Umsatzerlöse für XML und LEI Services um 24,8% auf 6,69 Mio. € (VJ: 5,36 Mio. €), dank zusätzlicher Erträge durch Filing-Kunden für ESEF. Aufgrund von ESEF müssen Unternehmen ihre Finanzberichterstattung mithilfe von iXBRL, einer XML-Sprache, durchführen. Dabei werden alle Abschlusszahlen und Informationen standardisiert getaggt, um eine automatisierte Verarbeitung zu ermöglichen.

Im ersten Halbjahr 2023 verzeichnete das Segment **Investor Relations** einen leichten Umsatzanstieg von 1,3% auf 9,93 Mio. € (VJ: 9,81 Mio. €). Gegenwärtig verzeichnet das IR-Segment aufgrund einer begrenzten Anzahl von Börsengängen nur eine geringe Wachstumsrate. Sollte sich jedoch erneut ein günstiges IPO-Fenster eröffnen, könnte dies zu stärkeren Umsatzsteigerungen im Segment führen. Wir gehen davon aus, dass die Software-Entwicklung segmentseitig größtenteils abgeschlossen ist, dadurch sollte es mittelfristig zu leichten Margenverbesserungen kommen. Dies Wachstum war hauptsächlich auf das Wachstum der IR Cloud-Produkte zurückzuführen und durch die Subskriptionserlöse des IR COCKPITs. Die Umsatzerlöse der IR Cloud-Produkte stiegen um 7,0% auf 5,37 Mio. € (VJ: 5,02 Mio. €) an. Die Einstellung der Geschäftsaktivitäten in Russland führte zu einem Rückgang der IR Cloud-Services-Umsätze um 4,6% auf 4,57 Mio. € (VJ: 4,79 Mio. €). Im Bereich Investor Relations stieg die Kundenzahl um 251 auf 2.828 im Vergleich zum Vorjahr. Bis zum 30.06.2023 unterzeichneten 1.137 Unternehmen (VJ: 1.003 Unternehmen) SaaS-Verträge für das IR COCKPIT, was zu einem 10%igen Umsatzanstieg auf € 3,45 Mio. führte.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2023

Das EBITDA stieg erwartungsgemäß überproportional um 9,5% auf 3,21 Mio. € (VJ: 1,14 Mio. €). Der deutliche Ergebnisanstieg ist auf die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells zurückzuführen. Weiterhin wurde nun die Investitionsphase der letzten 5 Jahre größtenteils abgeschlossen und das Unternehmen fokussiert sich auf deutliche Margenverbesserungen.

EBITDA-Entwicklung (in Mio. €) und EBITDA-Marge



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Die Personalaufwendungen stiegen unterproportional um 6,0% auf 20,69 Mio. € (VJ: 19,53 Mio. €) an. Die Mitarbeiterzahl reduzierte sich jedoch auch auf 567 (VJ: 581). Die bezogenen Leistungen erhöhten sich leicht um 3,2% auf 4,47 Mio. € (VJ: 4,33 Mio. €). Dies ist auf den verstärkten Bezug von Fremdleistungen im Bereich Investor Relations Cloud Services zurückzuführen. Die sonstigen Aufwendungen stiegen um 2,9% auf 6,12 Mio. € (VJ: 5,95 Mio. €), aufgrund von Ausgaben für IT-Infrastruktur zu, während parallel hierzu die Aufwendungen für Beratungsleistungen abnahmen, die im Vorjahr durch die Kapitalerhöhung bedingt erhöht waren.

Die Aktivierung von latenten Steuern führte zu einem Steuerertrag von 0,41 Mio. € (VJ: 2,18 Mio. €). Somit ergab sich ein Konzernergebnis von -1,54 Mio. € für das 1. Halbjahr 2023 (VJ: -1,79 Mio. €).

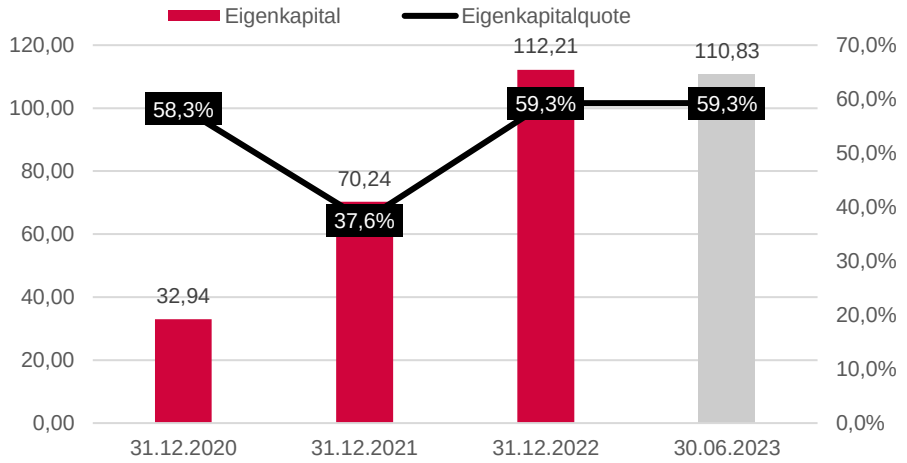
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2023

in Mio. €	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Eigenkapital	70,24	112,21	110,83
EK-Quote (in %)	37,6%	59,3%	59,3%
Operatives Anlagevermögen	71,07	65,90	63,14
Working Capital	-4,14	-7,62	-9,95
Net Debt	74,14	28,47	25,49
Cashflow (Operativ)	2,04	5,43	5,45
Cashflow (Investition)	-99,68	-2,83	-1,12
Cashflow (Finanzierung)	94,09	-0,65	-3,66

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Aufgrund des negativen Konzernergebnisses sank zum 30.6.2023 das Eigenkapital leicht auf 110,83 Mio. € von zuvor 112,21 Mio. € am 31.12.2022, wobei die Eigenkapitalquote mit 59,3% stabil blieb. Die finanziellen Schulden verringerten sich nach Bankschulden-Tilgungen auf 36,47 Mio. € (31.12.2022: 39,09 Mio. €).

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Die starke operative Leistung spiegelt sich deutlich im operativen Cashflow wider. Der Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit stieg auf 5,45 Mio. €, im Vergleich zu 1,45 Mio. € im Vorjahr. Wie erwartet sank der Cashflow aus Investitionstätigkeiten auf -1,12 Mio. € (Vorjahr: -1,75 Mio. €), da die intensive Investitionsphase nun abgeschlossen ist. Durch die umfangreiche Tilgung von Finanzschulden ging der Cashflow aus Finanzierungstätigkeiten auf -3,66 Mio. € (Vorjahr: -1,75 Mio. €) zurück.

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%*	*14,2%*	*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	1,68	6,13	10,76
EPS in €	-0,33	0,17	0,61	1,07

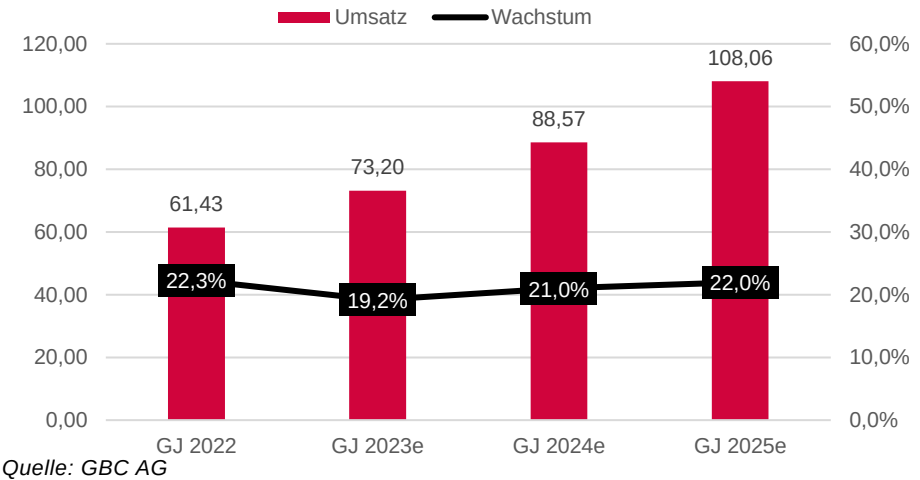
Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzprognosen

Im Rahmen der Vorstellung ihrer Halbjahreszahlen hat die Gesellschaft ihre bisherige Prognose bestätigt. Für das Geschäftsjahr 2023 erwartet der Vorstand ein Umsatzwachstum von 15% bis 20%, was einem Umsatz von 71 Mio. € bis 74 Mio. € entspricht. Das erwartete EBITDA liegt zwischen 9 Mio. € und 11 Mio. €. Bezüglich der Kennzahl Neu-ARR, die den vertraglich festgelegten, jährlich wiederkehrenden Umsatz repräsentiert, prognostiziert die Gesellschaft ein Volumen von 9 Mio. € bis 12 Mio. €. Zudem beabsichtigt sie, zwischen 2.000 und 3.000 Neukunden zu gewinnen, wobei der Großteil von diesen im Produktbereich der Hinweisgebersysteme erwartet wird.

Weiterhin hat das Unternehmen vermeldet, dass die österreichische Bundesbeschaffung GmbH (BBG) der EQS Group das Partner-Siegel verliehen hat und ihre digitalen Hinweisgebersysteme in ihr Portfolio aufgenommen hat. Dadurch können 2.550 öffentliche Einrichtungen in Österreich die EQS Integrity Line und das BKMS System nutzen, um den Vorgaben des neuen Hinweisgeberschutzgesetzes zu entsprechen, das am 25. August 2023 in Kraft getreten ist. Laut dem Management der EQS Group ist damit die EQS Group das einzige Hinweisgebersystem für die BBG. Das Bundesministerium für Justiz in Österreich setzt bereits auf das EQS-System, um Missstände zu melden, und plant den Aufbau einer externen Meldestelle. Die BBG hat alle nötigen Prüfungen abgeschlossen, sodass ihre Kunden IT-Security-Checks und andere Überprüfungen sparen können.

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



Quelle: GBC AG

Wir bestätigen unsere Prognose. Wir bleiben zuversichtlich, dass der Umsatz im Jahr 2023 im oberen Bereich der Guidance liegen wird. Unsere Erwartungen belaufen sich auf Umsatzerlöse von 73,20 Mio. € für das Jahr 2023. Wir prognostizieren somit weiterhin eine deutliche Beschleunigung des Wachstums im zweiten Halbjahr 2023.

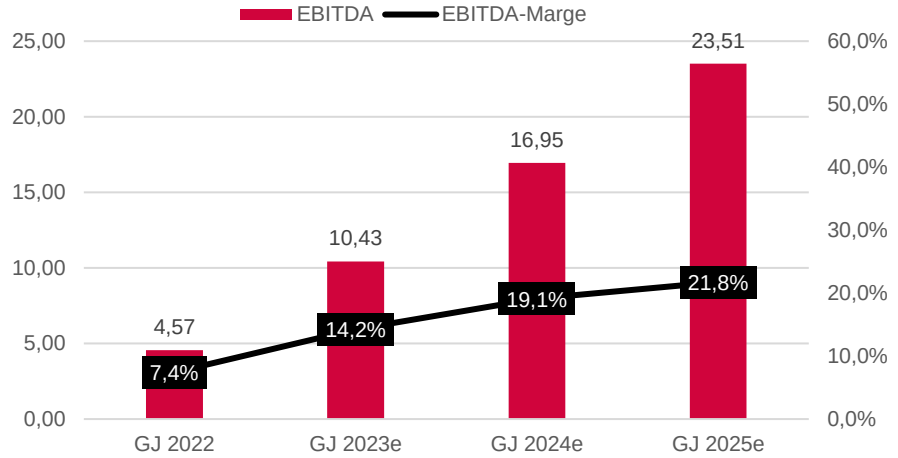
Wir sind zuversichtlich, dass die EQS Group ihre Ziele für das laufende Geschäftsjahr erreichen wird, und auch die mittelfristige Planung des Unternehmens ist gut nachvollziehbar. Mit der nationalen Umsetzung der Whistleblower-Richtlinie in den europäischen Ländern wird in den kommenden Jahren eine hohe Nachfrage nach Whistleblowing-Software erwartet. Dank des neuen Cockpits mit verschiedenen Software-Modulen wird das Unternehmen in der Lage sein, umfangreiches Up- und Cross-Selling durchzuführen, was zu erheblichen Umsatzsteigerungen pro Kunde führen sollte.

Darüber hinaus gehen wir davon aus, dass der Megatrend Nachhaltigkeit weiterhin an Bedeutung gewinnen wird und zusätzliche Anforderungen an Unternehmen stellen wird. Hier sieht die EQS Group auch in Zukunft erhebliche Potenziale. Seit Januar 2023 ist die EU-Richtlinie für Nachhaltigkeitsberichte (CSRD) in Kraft, die Tausende von Unternehmen dazu verpflichtet, Berichte gemäß der EU-Taxonomie zu erstellen und im ESEF-Format einzureichen. Dies sollte ebenfalls zu weiteren Umsatzmöglichkeiten führen.

Ergebnisprognosen

Die EQS Group AG hat ihre EBITDA-Prognose für das Jahr 2023 auf eine Spanne von 9 Mio. € bis 11 Mio. € festgelegt. Wir gehen davon aus, dass der obere Wert dieser Spanne erreicht wird. Unsere Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2023 liegt bei einem EBITDA von 10,43 Mio. € (VJ: 4,57 Mio. €), was einer EBITDA-Marge von 14,2% (VJ: 7,4%) entspricht. Hier zeigt sich die starke Skalierbarkeit des Geschäftsmodells.

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



Quelle: GBC AG

Im Kontext der mittelfristigen Guidance von EQS, die eine EBITDA-Marge von etwa 30% vorsieht, gehen wir davon aus, dass in den kommenden Jahren eine schrittweise Steigerung der Marge erreicht wird. Wir prognostizieren für das Jahr 2024 ein EBITDA von 16,95 Mio. € und für das Jahr 2025 ein EBITDA von 23,51 Mio. €. Dies entspricht jeweils einer EBITDA-Marge von 19,1% (2024) bzw. 21,8% (2025).

Gegenüber unserer letzten Researchstudie (siehe Studie vom 24.05.2023) bleiben unsere Prognosen unverändert. Durch den turnusmäßigen Roll-Over-Effekt liegt eine neue Kurszielbasis zum 31.12.2024 (bisher: 31.12.2023) vor und eine damit verbundene bewertungsmodellbasierte Kurszielsteigerung. Daher haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 41,26 € (bisher: 38,00 €) ermittelt. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

Bewertung

Modellannahmen

Die EQS Group AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 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 von uns verwendete risikolose Zinssatz liegt bei 2,00 % (bisher: 2,00 %)

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: 9,35 %) (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: 8,57%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie entspricht einem Kursziel von 41,26 € (bisher: 38,00 €). Durch den turnusmäßigen Roll-Over-Effekt liegt eine neue Kurszielbasis zum 31.12.2024 (bisher: 31.12.2023) vor und eine damit verbundene Kurszielsteigerung. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau in Höhe von 41,26 € (bisher: 38,00 €) je Aktie vergeben wir das Rating KAUFEN.

DCF-Modell

EQS GROUP SE - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase	
Umsatzwachstum	10,0%
EBITDA-Marge	30,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	9,2%
Working Capital zu Umsatz	-10,0%

final - Phase	
ewiges Umsatzwachstum	2,0%
ewige EBITA - Marge	26,8%
effektive Steuerquote im Endwert	30,0%

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final
in Mio. EUR	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	End-wert
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	14,2%	19,1%	21,8%	30,8%	30,8%	30,8%	30,8%	30,8%	
EBITA	2,20	10,25	17,51	34,10	37,72	41,72	46,12	50,99	
EBITA-Marge	3,0%	11,6%	16,2%	26,2%	26,4%	26,5%	26,7%	26,8%	26,8%
Steuern auf EBITA	0,00	-2,56	-5,25	-10,23	-11,32	-12,51	-13,84	-15,30	
zu EBITA	-815,2%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	2,20	7,69	12,26	23,87	26,40	29,20	32,29	35,69	
Kapitalrendite	3,8%	14,2%	24,7%	46,5%	47,5%	49,7%	52,1%	54,5%	52,7%
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	-5,94	-6,32	-6,73	-7,17	-7,63	
AFA zu OAV	13,0%	11,1%	9,3%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	
Investitionen in OAV	-5,44	-4,07	-9,92	-10,11	-10,77	-11,47	-12,21	-13,00	
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	0,00	-2,56	-5,25	-10,23	-11,32	-12,51	-13,84	-15,30	
Investitionen gesamt	-4,09	-2,28	-7,61	-10,19	-9,47	-10,04	-10,64	-11,27	
Investitionen in OAV	-5,44	-4,07	-9,92	-10,11	-10,77	-11,47	-12,21	-13,00	
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	6,34	12,11	10,64	19,62	23,26	25,90	28,82	32,05	533,36

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	405,08	427,67
Barwert expliziter FCFs	105,06	101,95
Barwert des Continuing Value	300,02	325,72
Nettoschulden (Net debt)	24,15	14,11
Wert des Eigenkapitals	380,93	413,56
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	380,93	413,56
Ausstehende Aktien in Mio.	10,02	10,02
Fairer Wert der Aktie in EUR	38,00	**41,26**

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	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%**
52,2%	45,37	43,04	40,94	39,02	37,28
52,4%	45,55	43,21	41,10	39,18	37,42
52,7%	45,73	43,38	**41,26**	39,33	37,57
52,9%	45,92	43,55	41,42	39,48	37,71
53,2%	46,10	43,72	41,58	39,63	37,85

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 automatischen 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 >= + 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 <= - 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. Aktiensplitts, 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 Studienerstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
(8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
(9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.
(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)
(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:
GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:
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®

- R E S E A R C H & I N V E S T M E N T A N A L Y S E N -

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