

# All for One Group AG

13. Februar 2020

## Kurzanalyse

### Analyst:

Daniel Großjohann,  
+49 69 71 91 838-42  
daniel.grossjohann@bankm.de

### Bewertungsergebnis

## KAUFEN

(vormals: Kaufen)

### Fairer Wert

## € 72,85

(vormals: € 72,85)



Find BankM Research on Bloomberg, CapitalIQ, Factset, ResearchPool, Thomson Reuters, vwd and www.BankM.de

## Q1 2019/20: Lizenzgeschäft belastet – wiederkehrende Umsätze legen weiter zu

Die Q1-Zahlen der All for One Group AG zeigten einen leichten Umsatzrückgang auf € 92,3 Mio. (-2%) und einen überproportionalen Rückgang beim EBIT (€ 4,8 Mio.; -12%). Bei näherer Betrachtung wird deutlich, dass dies vor allem auf einen deutlichen Rückgang im Lizenzgeschäft (-37%) zurückzuführen ist, während die strategisch bedeutsamen wiederkehrenden Umsätze (€ 45,8 Mio.) um 9% zulegten. Der Ausblick des Unternehmens, der ein Wachstum von mind. 4% vorsieht, hat weiter Bestand. Auch wir belassen unsere Erwartungen unverändert: Das Wachstums bei den wiederkehrenden Erlösen ist weiter gesund und der Anteil der Lizenzumsätze (saisonales Hoch im Kalender-Q4) am Umsatzmix der verbleibenden Quartale wird abnehmen. Mit einem EV/Umsatz von rd. 0,6 ist die All for One Group-Aktie weiterhin günstig.

- Die strategisch bedeutsamen, wiederkehrenden Umsätze legten um 9% zu. Getragen wurde die Entwicklung sowohl von den „**Cloud Services und Support**“ (€ 18,8 Mio.; +12,5%), als auch vom „**Software Support**“ (€ 27 Mio.; +6,7%), die beide weiterhin von der wachsenden installierten Basis profitieren. Die „**Consulting und Services**“ Umsätze (€ 36,1 Mio.; +1,2%) zeigten sich leicht verbessert, blieben aber hinter dem Personalaufbau (FTE +7,4%) zurück.
- Wir führen den **deutlichen Rückgang bei „Software Lizenzen und Support“** (€ 10,4 Mio.; -36,8%) auf **zwei Effekte** zurück: Einerseits hat eine gewisse **gesamtwirtschaftliche Unsicherheit** zu einer Investitionszurückhaltung bei einigen Kunden und dadurch zu Verschiebungen von IT-Projekten geführt, andererseits dürfte auch die **Cloud-Transformation** einen Anteil an der Entwicklung gehabt haben. Während die Cloud-Transformation die wiederkehrende Erlösbasis langfristig stärkt, unterstreichen die kurzfristigen Umsatzeffekte die Stärke des operativen Geschäfts. Da Q1 (Kalender-Q4) besonders „lizenzlastig“ ist, dürfte der Lizenzeffekt in den kommenden Geschäftsquartalen deutlich weniger Gewicht haben und die positive Entwicklung anderer Umsatzarten nicht mehr überlagern.

**Ausblick:** Der Ausblick für **2019/20** wurde bestätigt. Die Gesellschaft plant weiterhin mit einem Umsatz zwischen € 375 Mio. und € 385 Mio. Das EBIT soll zwischen € 20 Mio. und € 22 Mio. liegen. Auch die **mittelfristigen Ziele** (2022/23: Umsatz: € 550 Mio. - € 600 Mio.; EBIT-Marge >7%) haben **unverändert Bestand** und berücksichtigen implizit auch M&A-Aktivitäten.

### Ergebniskennzahlen

Jahr	Umsatz (Mio. €)	EBITDA (Mio. €)	ber.EBIT (Mio. €)	EBT (Mio. €)	ber. JÜ (Mio. €)*	ber. EPS (€)*	DPS (€)	EBIT-Marge	Netto-Marge
2017/18	332,4	31,2	20,6	19,6	14,0	2,82	1,20	6,2%	4,2%
2018/19	359,2	25,6	19,8	12,1	14,2	2,85	1,20	5,5%	4,0%
2019/20e	380,8	43,1	21,3	21,1	14,6	2,94	1,31	5,6%	3,8%
2020/21e	411,2	47,6	24,5	24,7	17,1	3,44	1,37	6,0%	4,2%
2021/22e	448,2	52,7	28,0	28,4	19,7	3,96	1,49	6,3%	4,4%

Quelle: All for One Group AG, BankM Research (e)

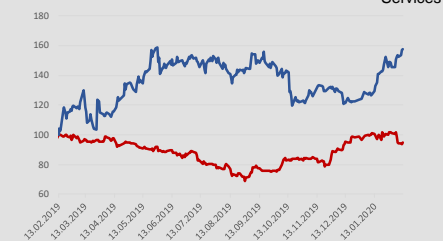
Branche	IT-Dienstleistungen
WKN	511000
ISIN	DE0005110001
Bloomberg/Reuters	A1OS GY/A1OS.DE
Rechnungslegung	IFRS
Geschäftsjahr	30.09
Q2 2019/20	08.05.2020
Marktsegment	Regulierter Markt
Transparenzlevel	Prime Standard

Finanzkennzahlen	19/20e	20/21e	21/22e
EV/Umsatz	0,62	0,57	0,52
EV/EBITDA	5,5	4,9	4,5
EV/EBIT	11,0	9,6	8,4
P/E bereinigt	17,4	14,9	12,9
Preis/Buchwert	2,8	2,5	2,2
Preis/FCF	9,7	8,5	7,5
ROE (in %)	16,9	17,8	18,3
Dividendenrendite (in %)	2,6	2,7	2,9

Anzahl ausst. Aktien (in Mio.)	4,982
Marktkap. / EV (in € Mio.)	255 / 235
Free float (in %)	50
Ø tägl. Handelsvol. (3M, in T€)	118
12M hoch / tief (in €; XETRA-Schluss)	55,80/37,20
Kurs 12.02.2020 (in €; XETRA-Schluss)	51,20

Performance	1M	6M	12M
absolut (in %)	-6%	31%	-4%
relativ (in %)	-24%	15%	-37%

Vergleichsindex DAX-Subsector IT-Services



All for One Group AG (XETRA) rot/hell im Vergleich mit DAXsubsector IT/Services (blau/dunkel)

Quelle: Deutsche Börse AG

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

**MiFID II – Hinweis:** Diese Studie wurde auf Grundlage einer vertraglichen Vereinbarung im Auftrag des Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Die Studie wurde gleichzeitig allen Interessenten öffentlich zugänglich gemacht. Der Erhalt dieser Studie gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG. BankM AG ist Designated Sponsor der Aktie und hält in diesem Zusammenhang regelmäßig Wertpapierpositionen in der Aktie des Emittenten. Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden und die Kurse der Wertpapiere können steigen oder fallen. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Anleger handeln auf eigenes Risiko. Das für die Erstellung dieses Dokuments verantwortliche Unternehmen ist die BankM AG, Frankfurt.

## IFRS 16-Effekte auf Bilanz und GuV

Die erstmalige Anwendung von IFRS 16 hatte einen **bilanzverlängernden Effekt**, vor allem durch die bilanzielle Erfassung von Nutzungsrechten und Leasingverbindlichkeiten. In der Gewinn- und Verlustrechnung war der wesentliche Effekt eine Verschiebung von den sonstigen betrieblichen Aufwendungen hin zu Abschreibungen. Die höheren Abschreibungen führen zu einem höheren EBITDA, IFRS 16 hat aber vernachlässigbar geringe Effekte auf das EBIT. Diese Effekte sind in unseren Planzahlen bereits berücksichtigt – **wir belassen unsere Schätzungen unverändert**.

## SAP bietet Mainstream-Wartung für die Business Suite 7 bis 2027 ...

Wie **SAP** Anfang Februar 2020 bekannt gab, wird die **Mainstream-Wartung** für die SAP Business Suite 7 auf Ende 2027 verlängert - zuvor sollte diese bereits in 2025 beendet werden. Bis Ende 2030 soll die optionale Extended Wartung angeboten werden. **SAP nimmt damit ein wenig Umstellungsdruck von SAP-Kunden**, die noch nicht für eine Umstellung auf **SAP S/4HANA** bereit sind, macht aber auch ein Zugeständnis an die vorhandenen Berater-Kapazitäten, die den bisherigen Plan ambitioniert erscheinen ließen. Gleichzeitig gab SAP eine **Wartungszusage** für die neue SAP S/4HANA-Lösung bis Ende 2040 und schafft damit Investitionssicherheit für die SAP-Kunden.

## ... kaum Effekte auf das operative Geschäft der All for One Group zu erwarten.

Für die All for One Group AG als führender SAP-Mittelstands-Partner sollten beide Ankündigungen nur einen geringen Umsatzeffekt haben, denn dem Wechsel auf die neue ERP-Generation (SAP S/4HANA) liegen kundenseitig häufig vor allem operative Überlegungen zugrunde. Werden **neue Geschäftsprozesse** aufgesetzt oder vorhandene Prozesse optimiert, so sollte dies im Interesse des Kunden **zukunftsicher** geschehen. Diese Projekte werden unserer Ansicht nach von der Fristverlängerung für die SAP Business Suite 7 durch SAP nicht verzögert. Die sehr langfristige Wartungszusage für SAP S/4HANA (bis Ende 2040) werten wir als Bestreben von SAP, unter neuer Führung eine hohe Transparenz zu schaffen und eventuelle Unsicherheiten bei den SAP-Kunden zu beseitigen.

## SAP Partner Excellence Award für All for One Group

Mit Blick auf die von SAP beabsichtigte Cloudtransformation ist die Auszeichnung der All for One Group mit dem **“SAP Partner Excellence Award 2020”** in der Kategorie „Top 5 Best Performer in Cloud“ ein wichtiges Signal für potenzielle Kunden. Die Auszeichnung untermauert den Erfolg der All for One Group bei der Begleitung der Cloud Transformation von SAP-Mittelstandskunden.

## DSAG Investitionsreport

Der Ende Januar vorgestellte Investitionsreport 2020 der DSAG (Verband deutschsprachiger SAP-Anwender) zeigt u.a., dass bei den von der DSAG befragten Unternehmen Investitionen in **S/4HANA** in 2020 deutlich mehr Gewicht haben werden als in die **Business Suite 7**, während 2019 beide noch gleichauf lagen. 2020 haben 10% der befragten Unternehmen S/4HANA in Nutzung, 40% planen die S/4HANA-Einführung binnen der kommenden 3 Jahre. Der DSAG-Investitionsreport zeigt auch, dass wenn Investitionen in **Cloud-Plattformen** (PaaS) geplant werden, die (repräsentativ) von der DSAG befragten Unternehmen vor allem auf **Microsoft Azure** (Anteil 24%) setzen. Es folgen die SAP Cloud Plattform (13%), Amazon Web Services gleichauf mit eigenen PaaS-Lösungen (jeweils 6%) und sonstige Plattformen (5%). Die Aufnahme in die **“Accelerated Growth Initiative”** von Microsoft (die ein ganzheitliches Cloud Portfolio als Zielsetzung hat) ist daher von strategischer Bedeutung für die All for One Group.

Laut **EY Mittelstandsbarometer** geht knapp ein Drittel der Unternehmen in Deutschland von einer Konjunkturertrübung aus. Dies hat sich im letzten Kalenderquartal (das typischerweise vom Lizenzgeschäft geprägt ist) in den Zahlen der All for One Group niedergeschlagen – die Unsicherheit bezüglich der weiteren konjunkturellen Entwicklung hat manche Kunden eine abwartende Haltung einnehmen lassen. Gleichwohl bleiben die **Herausforderungen für den Mittelstand in Bezug auf die Digitalisierung** (und damit verbunden auch auf die Wettbewerbsfähigkeit) **bestehen**.

## **Konjunkturerwartung vs. Digitalisierungstrend**

## Tabellenanhang

Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio. €)	2017/18	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e
<b>Umsatz</b>	<b>332,357</b>	<b>359,215</b>	<b>380,768</b>	<b>411,229</b>	<b>448,240</b>
Sonstige betriebliche Erträge	4,988	3,172	3,362	3,631	3,958
Gesamtleistung	337,345	362,387	384,130	414,861	452,198
Herstellungskosten	-119,921	-127,025	-128,748	-138,445	-150,760
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>217,424</b>	<b>235,362</b>	<b>255,382</b>	<b>276,416</b>	<b>301,438</b>
Personalaufwand	-139,848	-154,160	-160,261	-172,707	-187,660
Sonstiger betrieblicher Aufwand	-46,370	-55,598	-51,999	-56,110	-61,110
<b>EBITDA</b>	<b>31,206</b>	<b>25,604</b>	<b>43,122</b>	<b>47,599</b>	<b>52,668</b>
Abschreibungen	-10,629	-12,972	-21,798	-23,131	-24,653
<b>EBIT</b>	<b>20,577</b>	<b>12,632</b>	<b>21,323</b>	<b>24,468</b>	<b>28,015</b>
Bereinigtes EBIT	20,577	19,832	21,323	24,468	28,015
Finanzergebnis	-1,021	-0,535	-0,244	0,189	0,362
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	19,556	12,097	21,079	24,657	28,377
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-5,849	-1,862	-6,407	-7,494	-8,625
Anteile Fremder	0,324	-0,039	-0,039	-0,039	-0,039
<b>Nettoergebnis</b>	<b>14,031</b>	<b>10,196</b>	<b>14,634</b>	<b>17,124</b>	<b>19,714</b>
Bereinigungen*	0,000	4,000	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis*	14,031	14,196	14,634	17,124	19,714
Gewichtete Anzahl Aktien	4,98	4,98	4,98	4,98	4,98
<b>EPS</b>	<b>2,82</b>	<b>2,05</b>	<b>2,94</b>	<b>3,44</b>	<b>3,96</b>
<b>EPS bereinigt</b>	<b>2,82</b>	<b>2,85</b>	<b>2,94</b>	<b>3,44</b>	<b>3,96</b>
<b>DPS</b>	<b>1,20</b>	<b>1,20</b>	<b>1,31</b>	<b>1,37</b>	<b>1,49</b>

Quelle: All for One Group, BankM Research (e)

[\* = Eigene Herleitung für 2018/19 aus Einmalkosten Strategioffensive (€ 7 Mio.); Erstanwendung IFRS 9 & 15 (€ 0,2 Mio.) sowie einem positiven Einmaleffekt bei Zins- und Steuererträgen (€ 3,2 Mio.)]

Kapitalflussrechnung (in Mio. €)	2017/18	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e
Mittelfluss aus operativer Geschäftstätigkeit	23,407	20,001	34,991	38,134	41,749
Mittelfluss aus Investitionstätigkeit	-7,743	-17,872	-10,212	-12,329	-10,558
Mittelfluss aus Finanzierungstätigkeit	-8,947	-10,121	5,722	-20,312	-13,850
Veränderung der Zahlungsmittel	6,576	-7,833	30,501	5,494	17,341
Flüssige Mittel am Ende der Periode	40,097	28,498	58,999	64,492	81,833

Quelle: All for One Group, BankM Research (e)

# All for One Group AG

13. Februar 2020

Tabellenanhang - 5/8 -

Bilanzen (in Mio. €)	2017/18	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e
<b>Anlagevermögen</b>	<b>86,095</b>	<b>97,557</b>	<b>110,970</b>	<b>105,168</b>	<b>96,073</b>
Immaterielle Vermögensgegenstände	62,247	67,510	61,310	56,810	49,860
Sachanlagen	17,279	23,417	43,030	41,728	39,583
Finanzanlagen	6,569	6,630	6,630	6,630	6,630
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>88,044</b>	<b>82,089</b>	<b>115,805</b>	<b>125,843</b>	<b>148,706</b>
Vorräte	0,690	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen aus LuL	47,257	49,556	52,529	56,732	61,838
Sonstige Forderungen	0,000	4,035	4,277	4,619	5,035
Kasse und Wertpapiere	40,097	28,498	58,999	64,492	81,833
<b>Sonstiges Aktiva</b>	<b>9,036</b>	<b>19,856</b>	<b>19,856</b>	<b>19,856</b>	<b>19,856</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>183,175</b>	<b>199,502</b>	<b>246,631</b>	<b>250,867</b>	<b>264,635</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>77,019</b>	<b>82,291</b>	<b>90,986</b>	<b>101,637</b>	<b>114,540</b>
Rücklagen	77,208	82,575	91,231	101,843	114,707
Anteile Dritter	-0,189	-0,284	-0,245	-0,206	-0,167
<b>Rückstellungen</b>	<b>4,134</b>	<b>5,953</b>	<b>6,138</b>	<b>6,333</b>	<b>6,536</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>49,168</b>	<b>55,831</b>	<b>94,081</b>	<b>87,471</b>	<b>88,132</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	29,310	30,004	66,704	57,904	55,904
Verbindlichkeiten aus LuL	15,532	24,421	25,886	27,957	30,473
Sonstige nichtzinstragende Verbindlichkeiten	4,326	1,406	1,490	1,610	1,754
<b>Sonstige Passiva</b>	<b>52,854</b>	<b>55,427</b>	<b>55,427</b>	<b>55,427</b>	<b>55,427</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>183,175</b>	<b>199,502</b>	<b>246,631</b>	<b>250,867</b>	<b>264,635</b>

Quelle: All for One Group, BankM Research (e)

Kennzahlen	2017/18	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e
<b>Bewertungskennzahlen</b>					
EV/Umsatz	0,92	0,70	0,62	0,57	0,52
EV/EBITDA	9,79	9,82	5,45	4,94	4,47
EV/EBIT	14,85	19,90	11,03	9,61	8,40
P/E berichtet	22,37	24,13	17,43	14,90	12,94
P/E bereinigt	22,37	17,34	17,43	14,90	12,94
PCPS	10,39	10,60	6,97	6,31	5,72
Preis/Buchwert	4,07	2,98	2,80	2,50	2,22
<b>Rentabilitätskennzahlen in %</b>					
Bruttomarge	65,4%	65,5%	67,1%	67,2%	67,2%
EBITDA-Marge	9,4%	7,1%	11,3%	11,6%	11,8%
EBIT-Marge	6,2%	3,5%	5,6%	6,0%	6,3%
Vorsteuermarge	5,9%	3,4%	5,5%	6,0%	6,3%
Nettomarge	4,2%	2,8%	3,8%	4,2%	4,4%
ROE	18,7%	12,8%	16,9%	17,8%	18,3%
ROCE	16,0%	8,9%	13,3%	15,7%	18,8%
<b>Produktivitätskennzahlen</b>					
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	221,7	217,7	220,7	228,4	239,0
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	9,4	6,2	8,5	9,5	10,5
Anzahl Mitarbeiter	1499	1650	1725	1800	1875
<b>Finanzkennzahlen</b>					
Eigenkapitalquote	42,0%	41,2%	41,1%	46,0%	49,9%
Gearing	137,8%	142,4%	143,6%	117,3%	100,5%
Dividendenrendite (Stammaktien)	1,9%	2,4%	2,6%	2,7%	2,9%
<b>Cash-Flow Kennzahlen</b>					
Cash Earnings pro Aktie	4,70	4,01	7,02	7,65	8,38
Operativer Cash Flow pro Aktie	6,06	4,66	7,35	8,12	8,95
Free-Cash-Flow pro Aktie	4,52	2,65	5,30	6,05	6,83
<b>Sonstige Kennzahlen</b>					
Abschreibungen/Umsatz	3,2%	3,6%	5,7%	5,6%	5,5%
Capex/Umsatz	2,3%	2,8%	2,7%	2,5%	2,4%
Working Capital/Umsatz	8%	8%	8%	8%	8%
Steuerquote	30%	15%	30%	30%	30%

Quelle: All for One Group, BankM Research (e)

## Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

**MiFID II – Hinweis:** Diese Studie wurde auf Grundlage einer vertraglichen Vereinbarung im Auftrag des Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Die Studie wurde gleichzeitig allen Interessenten öffentlich zugänglich gemacht. Der Erhalt dieser Studie gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

### A. Allgemeine Risikohinweise

Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann bei dieser Anlageform nicht ausgeschlossen werden. Potenzielle Anleger sollten sich darüber bewusst sein, dass die Kurse von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und Einnahmen aus Wertpapierinvestments teils erheblichen Schwankungen unterliegen können. In Bezug auf die zukünftige Wertentwicklung der genannten Wertpapiere und die erzielbare Anlagerendite können daher keine Zusicherungen oder Gewährleistungen gegeben werden.

### B. Angaben gemäß § 85 WpHG und EU-Verordnung Nr. 596/2014 (MAR) sowie der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 958/2016 und der Deligierten Verordnung (EU) Nr. 565/2017

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: BankM AG, Frankfurt am Main („BankM“).**

**Verfasser der vorliegenden Basisstudie: Daniel Grossjohann, Analyst.**

Die BankM unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt am Main.

Emittent des analysierten Finanzinstruments ist All for One Group AG

#### Hinweis über vorausgegangene Veröffentlichungen über den Emittenten mind. in den letzten zwölf Monaten:

Analyst	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
Daniel Großjohann	13.02.2019	Kaufen	€ 70,60
Daniel Großjohann	21.05.2019	Kaufen	€ 72,30
Daniel Großjohann	13.08.2019	Kaufen	€ 69,20
Daniel Großjohann	03.12.2019	Kaufen	€ 69,80
Daniel Großjohann	16.01.2020	Kaufen	€ 72,85

### II. Zusätzliche Angaben:

#### 1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z. B. Reuters, VWD, Bloomberg, dpa-AFX u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit Personen des Managements des Emittenten geführt. Die Analyse wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung zum Zweck eines Tatsachenabgleichs gemäß DVFA-Kodex zugänglich gemacht. Aus diesem Tatsachenabgleich resultierten keine inhaltlichen Änderungen.

#### 2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und – methoden:

Die BankM verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf das ermittelte Bewertungsergebnis und einen Zeithorizont des ermittelten Fairen Werts von bis zu 12 Monaten.

**KAUFEN:** Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mindestens +15 % über dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

**HALTEN:** Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt zwischen -15% und +15 % des Kursniveaus zur Zeit des Datums der Studie.

**VERKAUFEN:** Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mehr als -15 % unter dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value- und Sum-of-the-Parts-Ansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder eine Kombination verschiedener Methoden. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Bewertungsergebnisse und faire Werte entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

#### 3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

13.02.2020

#### 4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

Schlusskurse vom 12.02.2020

#### 5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Die Analyse und die darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen geben nur die an dem auf der ersten Seite der Analyse genannten Datum vertretene Sichtweise wieder. Die BankM behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse oder der darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen unangekündigt vorzunehmen. Die Entscheidung, ob und wann eine Aktualisierung stattfindet, liegt alleine im Ermessen der BankM.

### III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

1. Der Geschäftserfolg von der BankM basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen des Emittenten im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen. Die BankM hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung dieses Dokuments getroffen.

Die BankM (und verbundene Unternehmen) sowie im Zusammenhang mit der Tätigkeit der BankM gebundene Vermittler, die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen oder mit Ihnen verbundene Unternehmen

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung (über 5%) an dem Emittenten,
- waren innerhalb der vergangenen 12 Monate nicht an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,
- waren innerhalb der vergangenen 12 Monate weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

2. Die BankM betreut den Emittenten als Designated Sponsor durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt für die Finanzinstrumente, die Gegenstand dieses Dokuments sind und hält bzw. wird Wertpapiere, die Gegenstand dieses Dokuments sind, im Handelsbestand halten.

3. Die BankM hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden bzw. angemessen zu behandeln. Insbesondere wurden institutsinterne Informationsschranken geschaffen, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenskonflikte für die Bank begründen könnten. Insidergeschäfte gemäß Art. 14 Verordnung (EU) 596/2014 sind grundsätzlich nicht erlaubt. Sämtliche Mitarbeiter der BankM mit Zugang zu Insiderinformationen haben grundsätzlich alle Geschäfte in Wertpapieren der internen Compliance-Stelle offenzulegen. Ferner wird eine laufende Überwachung der Einhaltung weiterer gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle der BankM durchgeführt und sich in diesem Zusammenhang eine Beschränkung von Mitarbeitergeschäften in Wertpapieren vorbehalten.

4. Die Vergütung der Analysten dieses Dokuments ist nicht von Investmentbanking-Geschäften des eigenen oder mit diesem verbundener Unternehmen abhängig. Die Analysten haben zu keinem Zeitpunkt Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind erhalten oder erworben. Die auf der Titelseite dieses Dokuments aufgeführten Analysten erklären, dass die dargestellten Meinungen und Aussagen ihre eigene persönliche Einschätzung bezüglich der analysierten Finanzinstrumente des Emittenten widerspiegeln und ihre Vergütung weder direkt noch indirekt von ihren Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten des Emittenten abhängen.

5. Aktuelle Angaben gemäß Deligierte Verordnung (EU) Nr. 958/2016 Art. 6 Abs. 3 sind im Internet unter [http://www.bankm.de/webdyn/138\\_cs\\_Gesetzliche+Angaben.html](http://www.bankm.de/webdyn/138_cs_Gesetzliche+Angaben.html) erhältlich.

## C. Haftungsausschluss (Disclaimer)

Dieses Dokument wurde von der BankM ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der BankM zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch die BankM erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrung mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des "financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)" in der jeweils gültigen Fassung fallen; oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden.

In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und diese zu beachten.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot oder noch eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potenzielle Anleger sollten sich vor Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

Dieses von der BankM erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von der BankM verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung gibt die BankM keine Garantie und Zusicherung für die Vollständigkeit und Richtigkeit des erstellten Dokuments ab und übernimmt auch keine Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist ausgeschlossen, sofern seitens der BankM kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt.

Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von der BankM bzw. der Verfasser und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von der BankM berichtigt werden, ohne dass die BankM für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte, es sei denn, dass die irrtumsbedingten Fehler auf grob fahrlässiges Verhalten der BankM zurückzuführen sind.

Die BankM übernimmt keine Haftung für Vermögensschäden, soweit diese nicht auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruhen. Mit der Annahme dieses Dokuments erklärt sich der Leser bzw. Nutzer dieses Dokuments mit den dargestellten Risikohinweisen, rechtliche Angaben und dem Haftungsausschluss (Disclaimer) einverstanden und an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein sowie die in dieser Analyse enthaltenen Informationen ausschließlich Berechtigten zugänglich zu machen.

Der Nutzer dieses Dokuments ist gegenüber der BankM zu Schadensersatz für sämtliche Schäden, Forderungen, Verluste und Nachteile aufgrund von oder in Verbindung mit der unautorisierten Nutzung dieses Dokuments verpflichtet.

Die Erstellung dieses Dokuments unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für alle Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland).

Sollte eine Bestimmung dieses Disclaimers unwirksam sein oder werden, bleiben die übrigen Bestimmungen dieses Disclaimers hiervon unberührt.

**This document is not intended for use by persons resident in any jurisdiction that regulates access to such documents by applicable laws. Investment decisions must not be based on any statement in this report. Persons in possession of this document should inform themselves about possible legal restrictions and observe them accordingly. In case of uncertainty persons should not access and consider this document. This document is not intended for use by persons that are classified as US-persons under the United States Securities Act.**

© 2020 BankM AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt.