

Basisstudien-Update

Analysten:

Daniel Großjohann
 Dr. Roger Becker, CEFA
 +49 69 71 91 838-42; -46
 daniel.grossjohann@bankm.de; roger.becker@bankm.de

Bewertungsergebnis

HALTEN

(vormals: Halten)

Fairer Wert

€ 33,45

(vormals: € 32,60)

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

Auftragseingang wächst fast 30%, Umsatz legt zweistellig zu – Frequentis bleibt auf Kurs

Die Frequentis AG hat im ersten Halbjahr 2023 den **Umsatz** um 11,7% (auf € 186,8 Mio.) ausbauen können. Die **H1-EBIT-Marge** lag bei -0,2% (H1 22: -0,3%), dies ist den typischen saisonalen Effekten geschuldet – denn der Jahresumsatz wird zu 55-60% im zweiten Halbjahr erwirtschaftet, bei entsprechend guter Marge (da sich die Kostenblöcke im Wesentlichen gleichmäßig verteilen). Auf Jahressicht plant Frequentis daher mit einer **EBIT-Marge zwischen 6-8%**, was der GuV-Mechanik vergangener Geschäftsjahre folgen würde. Wir sehen Frequentis auf einem guten Weg, die 2023er Ziele zu erreichen, **große akquirierte Mehrjahresprojekte** und strategische Portfolioerweiterungen durch Zukäufe sichern den mittel- und langfristigen Wachstumspfad. Mit einem PE₂₀₂₃ von 19,8 (Peer Group Median: 22,3) sehen wir die Aktie als eher günstig an.

- Beide Segmente trugen zum H1-Wachstum bei. „**Air Traffic Management**“ steigerte die Umsätze auf € 122,5 Mio. (+8,6%), das EBIT erreichte € -5,9 Mio. (H1 2022: € -2,1 Mio.). Projekte mit den **Flugsicherungen** in Großbritannien, Frankreich und Korea (Sprachkommunikationssysteme) verzeichneten wichtige Fortschritte/Abnahmen, auch das Thema Drohnenmanagement verzeichnete Erfolge (ATM Award „Overall Excellence; Projekt in Estland). Das Segment „**Public Safety & Transport**“ steigerte den Umsatz sogar um 18,2% (auf € 64,1 Mio.), das EBIT verbesserte sich auf € 5,8 Mio. (H1 2022: € -1,7 Mio.). Operativ stand die Abnahme der LifeX-Lösung für die Polizei Bayern im Zentrum, auch im Saarland wird die Lösung seit 2/2023 (als integrierte Leitstelle) genutzt. Der französische Bahnbetreiber SNCF wurde als Kunde gewonnen. Der Teilmarkt Maritime realisierte wichtige Abnahmen in Australien und den Niederlanden.
- Die bekannten **Unsicherheiten** wie der Ukrainekrieg, Inflation, geopolitische Spannungen (u.a. Taiwan) **bleiben bestehen** und erschweren Unternehmen gegenwärtig die Planungen – kosten- und umsatzseitig. Durch den hohen Umsatzanteil der **öffentlichen Hand** befindet sich Frequentis in einer vergleichsweise komfortablen Position, was die Umsatzplanung angeht.

Ausblick 2023: Die Gesellschaft hat den bisherigen Ausblick im Wesentlichen bestätigt. Umsatz und Auftragseingang sollen gegenüber den Vorjahreswerten von € 386 Mio. bzw. € 405 Mio. jeweils gesteigert werden. Die EBIT-Marge soll zwischen 6% und 8% liegen (in 2022 wurden knapp 6,5% erreicht). Der F&E-Aufwand wird den 2022er Wert übersteigen, das CapEx wird nun bei rund € 10 Mio. (zuvor € 8 Mio.) erwartet.

Ergebniskennzahlen (in € Mio.)

Year	Net Sales	EBITDA	EBIT	EBT	Net Profit	EPS (€)	DPS (€)	EBIT margin	Net margin
2021a	333,5	46,5	29,0	27,9	20,0	1,50	0,20	8,7%	6,0%
2022a	386,0	45,6	25,0	24,7	18,7	1,41	0,22	6,5%	4,9%
2023e	407,2	46,4	26,1	26,1	19,7	1,48	0,25	6,4%	4,8%
2024e	427,6	48,4	27,6	27,6	21,0	1,58	0,32	6,5%	4,9%
2025e	448,9	50,3	29,0	28,9	22,1	1,66	0,33	6,5%	4,9%
2026e	471,4	52,9	30,9	30,8	23,6	1,77	0,35	6,5%	5,0%

Quelle: Frequentis AG (a), BankM Research (e)

Branche	Kommunikation/Software
WKN	A2PHG5
ISIN	ATFREQUENT09
Bloomberg/Reuters	FQT GY / FQT.DE
Rechnungslegung	IFRS
Geschäftsjahr	31.12.
GB 2023	April 2024
Marktsegment	Regulierter Markt
Transparenzlevel	General Standard

Finanzkennzahlen	2023e	2024e	2025e	2026e
EV/Umsatz	0,95	0,91	0,86	0,82
EV/EBITDA	8,35	8,01	7,70	7,33
EV/EBIT	14,81	14,04	13,37	12,54
P/E	19,83	18,55	17,67	16,57
Preis/Buchwert	2,38	2,14	1,95	1,78
Preis/FCF	19,84	11,97	14,05	13,41
ROE (in %)	12,64	12,15	11,56	11,23
ROIC (in %)	12,73	12,24	11,64	11,31
Dividendenrendite (in %)	0,85	1,08	1,13	1,21

Anzahl Aktien (in Mio.)	13,28
Marktkap. / EV (in € Mio.)	390,40 / 387,30
Free float (in %)	22
Ø tägl. Handelsvol. (3M, in T€)	38,56
12M hoch/tief (in €; XETRA Schluss)	31,80 / 22,60
Kurs 26.8.2023 (in €; Schluss)	29,40
Performance	1M 6M 12M
absolut (in %)	1,0% -3,0% -4,9%
relativ (in %)	-3,2% -18,2% -31,9%
Vergleichsindex	Daxsubsector Software



Frequentis AG (XETRA; rot/hell) im Vergleich mit DAXsubsector Software Performance (schwarz)

Quelle: Bloomberg

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.

Kompetenz im Rekorder-Markt durch GuardREC-Zukauf gestärkt

Mit dem 100%igen Erwerb der norwegischen **GuardREC ATC** (5 Mitarbeiter, € 2 Mio. Jahresumsatz) hat Frequentis die eigenen Kompetenzen im Bereich „Rekorder“ gestärkt. Die eigene Lösung DIVOS wird mit der von GuardREC zeitnah zusammengeführt, die Einheit wird dann 20 Mitarbeiter zählen und den globalen Markt mit einem Jahresvolumen von € 140 Mio. adressieren können. Der Logik der Kompetenzerweiterung durch (kleinere) strategische Zukäufe folgte auch der Erwerb der deutschen **FRAFOS** (15 Mitarbeiter, € 5 Mio. Jahresumsatz), deren spezielle Firewall gehobene Cybersecurity-Anforderungen erfüllt. Wie richtig diese strategische Übernahme war, zeigt sich u.a. in der Aussage der Deutschen Innenministerin, die bei einem Besuch in Langen am 16.8.23 nicht nur die Bedeutung der Deutschen Flugsicherung DFS (mit ihren 2.200 Fluglotsen) als Teil der kritischen Infrastruktur betonte, sondern dabei auch die Cybersecurity-Thematik besonders hervorhob.

Bedeutende Beauftragungen für beide Segmente

In der ersten Jahreshälfte gelang es erneut für beide Segmente große, mehrjährige Aufträge zu akquirieren. Hervorzuheben sind ein **NASA-Auftrag** zum Upgrade des Mission ControlVoice Conferencing im NASA Johnson Air Space Center, eine Beauftragung durch den US-Telekommunikationskonzern **Verizon** (sicherheitskritische Sprach- und Datenkommunikation der Flugsicherung an über 5.000 Standorten) für das **ATM-Segment**. Im **PST-Segment** erhielt die Gesellschaft u.a. Aufträge aus Deutschland (Polizei, Notleitstellen), Frankreich [SNCF (staatliche Bahngesellschaft)] und Australien (Maritime).

Großprojekte bieten langfristige Planungssicherheit, drücken kurzfristig aber die Marge

Mehrjährige Großprojekte weisen in den ersten Jahren meist eine unterdurchschnittliche Profitabilität auf, die sich im Laufe der Geschäftsbeziehung verbessert. Dies ist auch den Ausschreibungsprozessen geschuldet. Insofern führt die erfolgreiche Akquisition mehrerer Großprojekte zu einer temporären Margenverwässerung. Dieser Effekt gleicht sich im Laufe der Kundenbeziehung jedoch aus. Zudem verbessern mehrjährige Projekte die langfristige Planbarkeit – bereits 2022 verantwortete das Folgegeschäft mit installierten Systemen bei Bestandskunden **56% der Konzernumsätze**.

Personalkosten legen nur leicht unterproportional zu – Skalierung trotz Lohnkosten- und Neueinstellungseffekten

In Bezug auf die aktuellen Kostenpositionen kam es bei den „**Sonstigen Aufwendungen**“ (+31,5%) zu einem überproportionalen Anstieg, der sich vor allem aus den Unterpositionen **Reisekosten, Energieaufwand, Personalbeschaffungskosten sowie Kurs- und Währungsdifferenzen und Projektrückstellungen** ergibt. Die Anstiege bei Reisen und Energie sind auf Makroeffekte (Aufhebung der Corona-Auflagen, Ukrainekrieg) zurückzuführen und nur bedingt durch Frequentis steuerbar. Die wesentlichen Kostenpositionen **Materialaufwand** (€ 44,9 Mio.; +11,6%) und **Personalaufwand** (€ 113,4 Mio.; +9,7%) stiegen sogar weniger stark als der Umsatz (+11,7%) – obwohl hier Inflation bzw. Tarifabschlüsse und Neueinstellungen zu einem überproportionalen Anstieg hätten führen können. Im Ergebnis lag die EBITDA-Marge (H1 23: 8,2%) dennoch unterhalb des Vorjahreswertes (8,4%). Geringere Abschreibungen (€ 8,48 Mio; -5,7%) trugen dazu bei, dass die EBIT-Marge leicht über dem Vorjahreswert lag.

Innovation ist Teil des Geschäftsmodells

Frequentis weiß um die Bedeutung von Forschung und Entwicklung als Grundlage für künftigen Unternehmenserfolg. Dementsprechend werden die eigenbetriebenen F&E-Aufwendungen 2023 über denen des Jahres 2022 (i.H.v. € 26,8 Mio.) liegen. Neben eigenbetriebener F&E-Arbeit beteiligt sich Frequentis auch an kunden- und drittfinanzierten F&E-Projekten. Ein Beispiel hierfür ist eine

Forschungsinitiative zu Künstlicher Intelligenz, diese soll Sicherheit und Effizienz des Remote Digital Towers erweitern. Das Projekt wird durch Frequentis geleitet, Kooperationspartner sind das „Austrian Institute of Technology“ und die Universität Graz. Die Finanzierung erfolgt über die österreichische Forschungsinitiative „Take Off“. Neben dem **Remote Digital Tower** stehen aktuell **Drohnen-Management** und **Services via 5G/LTE** im Zentrum der F&E-Aktivitäten.

Das Geschäft der Frequentis weist eine ausgeprägte Saisonalität auf mit einem starken zweiten Halbjahr. Die höheren Umsätze in H2 bewirken (bei nahezu gleicher Verteilung der Kosten) ein deutlich besseres operatives Ergebnis. In den Jahren seit dem IPO war das H1 – mit der durch Corona-Effekten bedingten Ausnahme 2021 – immer negativ. Insofern ist das in H1 2023 erzielte EBIT (€ - 0,3 Mio.) das zweitbeste H1 – aber in unseren Augen durchaus vergleichbar mit dem Vorjahr, in dem einem H1-EBIT von € -0,5 Mio. ein H2-EBIT von € 25 Mio. folgte.

Die **Eigenkapitalquote** zum Halbjahr lag bei soliden 40% (30.6.22: 40,7%) und damit deutlich über dem Zielwert von mindestens 35%. Erstmals inkludiert in den Posten „Sonstige Verbindlichkeiten“ sind Verbindlichkeiten in Zusammenhang mit **Operating Leasing** Verträgen, bei denen Frequentis **Leasinggeber** ist. In Summe mit knapp € 3,2 Mio. – gerade im Verhältnis zu den Leasingverbindlichkeiten von Frequentis (€ 38,2 Mio.) – fällt das Thema noch kaum ins Gewicht, es könnte aber im Zuge veränderter Kapitalmarktkonditionen (steigende Zinsen, Budgetpräferenzen) für die Kunden an Bedeutung gewinnen. Zu beachten ist, dass vom Kunden geleaste Systeme sich im Capex der Frequentis finden. Vor diesem Hintergrund erklärt sich der Anstieg im Capex-Ausblick für das laufende Jahr. In der GuV verantworten die selbst erstellten Anlagen aus einem Operating Leasing- Vertrag nahezu die gesamten **aktivierten Eigenleistungen** (€ 2,49 Mio.)

**Ausgeprägte
Saisonalität mit
starkem H2**

**Bilanzqualität und
Leasing**

Bewertung

DCF-Modell

in T€	2022a	Phase I				Phase II				Terminal Value
		2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	
	Basis	1	2	3	4	5	6	7	8	
	Wachstum	5,9%	4,3%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	1%
Gesamtleistung	399.080	422.813	440.997	462.594	485.264	509.060	534.040	560.262	587.788	593.666
EBIT	24.991	26.149	27.581	28.960	30.873	34.102	37.574	41.307	45.316	47.769
- adaptierte Steuern auf EBIT (2023ff.)	5.400	6.276	6.344	6.661	7.101	7.843	8.642	9.501	10.423	10.987
+ Abschreibungen	20.641	20.223	20.780	21.366	21.981	22.627	23.305	24.017	24.764	24.921
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	-2.151	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Veränd. Nettoumlaufvermögen	23.561	3.942	-2.286	3.667	3.850	4.043	4.245	4.457	4.680	5.859
+ andere Positionen	25	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Investitionen in Anlagevermögen (ohne RoU)	20.143	11.157	11.714	12.300	12.915	13.561	14.239	14.951	15.698	15.855
- Investition in Nutzungsrechte	8.686	9.066	9.066	9.066	9.066	9.066	9.066	9.066	9.066	9.066
= Freier Cash Flow	-14.284	15.931	23.523	18.632	19.922	22.216	24.687	27.349	30.213	30.923
Terminal Value										439.868
Diskontierungsfaktor	n.a.	0,92	0,85	0,79	0,73	0,67	0,62	0,58	0,53	0,53
Netto Barwert der Freien Cash Flows	n.a.	14.723	20.092	14.708	14.534	14.979	15.384	15.750	16.081	
Netto Barwert des Terminal Values										234.117
Bewertung		Anteil am Unternehmenswert								
Ergebnis Phase I u. II	126.252	35%								
+ Ergebnis aus dem Terminal Value	234.117	65%								
= Unternehmenswert	360.369									
+ Nettoliquidität (31.12.2022)	61.746	(Cash - langfr. und kurzfr. Finanzschulden - Pensionsverbindlichkeiten)								
- Minderheiten (31.12.2022)	2.224									
= Wert des Eigenkapitals	419.891									
Anzahl ausstehende Aktien (in Tsd.)	13.280									
Fairer Wert pro Aktie	31,62									

Modellannahmen

	Source
Risikofreier Zins*	2,72% <i>Bloomberg</i>
Erw. Marktrendite	9,19% <i>Bloomberg / KPMG</i>
Marktrisikoprämie	6,47%
Levered Beta	1,03
<i>Beta im Terminal Value = 1</i>	
Eigenkapitalkosten	9,40%
<i>Zielgew. (Mittelwert der Peer Group)</i>	<i>83%</i>
Fremdkapitalkosten	3,00%
<i>Zielgew. (Mittelwert der Peer Group)</i>	<i>17%</i>
Tax Shield	25%
WACC Phase I und II	8,20%
WACC TV	8,03%
Wachstumsrate im Terminal Value	1,00%

*Spotrate Deutsche Staatsanleihe mit Laufzeit 20 Jahre

Sensitivitätsanalyse

Growth rate Terminal Value	WACC in Terminal Value							
	6,50%	7,00%	7,50%	8,03%	8,50%	9,00%	9,50%	
0,0%	32,83	31,49	30,32	29,24	28,40	27,60	26,88	
0,5%	34,52	32,94	31,59	30,35	29,39	28,48	27,68	
1,0%	36,52	34,65	33,06	31,62	30,51	29,48	28,57	
1,5%	38,92	36,66	34,77	33,08	31,80	30,61	29,57	
2,0%	41,85	39,07	36,79	34,78	33,28	31,90	30,71	

Growth rate Terminal Value	EBIT margin in Terminal Value							
	7,70%	7,80%	7,90%	8,05%	8,10%	8,20%	8,30%	
0,0%	28,46	28,68	28,91	29,24	29,36	29,59	29,81	
0,5%	29,51	29,75	30,00	30,35	30,48	30,72	30,96	
1,0%	30,72	30,98	31,24	31,62	31,76	32,02	32,28	
1,5%	32,10	32,38	32,67	33,08	33,23	33,51	33,79	
2,0%	33,72	34,03	34,33	34,78	34,95	35,25	35,56	

Quelle: BankM Research

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

Frequentis AG

28. August 2023

Bewertung - 5/10 -

Peer Group-Analyse

Peer Group	Mkt Cap*	EV*	EV/Umsatz			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	Vortag	Vortag	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
in € mln														
Saab AB	6.452	6.178	1,5	1,3	1,2	11,3	9,9	8,8	17,1	14,7	12,7	24,6	20,4	17,3
CeoTronics AG	22	29	1,0	0,8	0,8	6,1	5,1	4,8	8,6	6,9	6,6	9,8	7,7	7,4
Kudelski SA	97	359	0,5	0,5	0,5	9,1	7,2	5,5	37,2	18,5	11,0	-	19,2	6,1
PSI AG für Produkte und System	401	372	1,4	1,2	1,1	17,9	8,7	7,5	58,2	13,4	11,2	111,7	19,4	15,8
Kapsch TrafficCom AG	135	316	-	0,6	0,5	11,2	2,8	8,2	49,4	3,5	18,0	neg.	3,4	14,3
Secunet Security Networks AG	1.430	1.443	3,8	3,3	2,9	22,3	18,5	15,8	29,1	24,1	20,2	43,0	35,3	29,6
GFT Technologies SE	646	730	0,9	0,8	0,7	7,8	6,8	6,1	10,4	8,7	7,5	15,4	11,1	10,1
Init Innovation in Traffic Sys	280	325	1,5	1,4	1,2	10,3	8,6	7,4	15,0	11,9	9,9	20,5	14,6	12,2
IVU Traffic Technologies AG	239	227	1,9	1,7	1,6	11,3	9,9	8,7	14,2	12,6	10,8	20,6	18,4	15,9
Adacel Technologies Ltd	26	28	1,6	1,5	1,3	13,6	9,2	8,4	29,2	14,0	12,3	neg.	20,0	17,9
Amper SA	124	151	0,4	0,4	0,3	15,3	9,3	6,4	24,0	13,4	8,1	-	34,4	14,2
Kontron AG	1.274	1.173	0,9	0,8	0,7	8,8	7,5	6,5	12,9	11,0	9,2	17,9	14,9	12,4
SRT Marine Systems PLC	115	123	3,5	1,5	1,0	33,3	8,5	6,1	337,7	13,0	8,5	1553,3	14,3	9,0
Rosenbauer International AG	209	678	0,6	0,6	0,6	11,3	8,5	7,5	21,9	13,4	11,0	19,5	7,9	5,9
Median**	224,3	342,4	1,4	1,0	0,9	11,3	8,6	7,4	22,9	13,2	10,9	22,3	16,7	13,3
Mittelwert (nachrichtlich)	817,9	866,6	1,5	1,2	1,0	13,6	8,6	7,7	47,5	12,8	11,2	183,6	17,2	13,4
			Umsatz			EBITDA			EBIT			Nettoergebnis		
Frequentis AG op. Kennzahlen	390,43	387,30	407,20	427,56	448,94	46,37	48,36	50,33	26,15	27,58	28,96	19,69	21,04	22,10
*Schlusskurse vom Vortag; falls nicht vorhanden: aktuelle Kurse														
** Alle Werte, auch negative, wurden in der Ermittlung des Medians berücksichtigt, wobei negativen Werten der höchste Rang zugeordnet wurde.														
Unternehmenswert			558,59	446,26	405,90	523,82	415,29	372,93	600,10	364,55	316,30			
+ Nettoliquidität zum 31.12.2022			61,75											
- Minderheiten zum 31.12.2022			2,22											
Wert des Eigenkapitals			618,11	505,78	465,42	583,34	474,81	432,46	659,62	424,08	375,82	439,02	350,89	294,66

Jahr	2023	2024	2025
Impliziter Preis pro Aktie	43,30	33,05	29,52

Wert des Eigenkapitals (in € Mio.)	2023	2024	2025
- Basis EV/Umsatz	618,11	505,78	465,42
- Basis EV/EBITDA	583,34	474,81	432,46
- Basis EV/EBIT	659,62	424,08	375,82
- Basis P/E	439,02	350,89	294,66
Mittelwert	575,02	438,89	392,09
Anzahl Aktien (in Tsd.)	13.280	13.280	13.280
Preis pro Aktie (€)	43,30	33,05	29,52

Quelle: Bloomberg, BankM Research

Bewertungsfazit

Unsere **DCF-Analyse** ergibt einen Wert pro Aktie von € 31,62 und die **Peer Group-Betrachtung** auf Basis 2022, 2023 und 2024 im Mittel einen Wert pro Aktie von € 35,29. Bei gleicher Gewichtung beider Ansätze liegt der **Faire Wert pro Frequentis-Aktie bei € 33,45**. Unser Fairer Wert liegt damit 13,8% über dem aktuellen Kurs und führt – gemäß unseres Ratingsystems - zu unserem Anlageurteil „Halten“.

Fairer Wert pro Aktie: € 33,45

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

Tabellenanhang

Gewinn- und Verlustrechnung

Geschäftsjahr 31.12 (IFRS) in T€	2021a	2022a	2023e	2024e	2025e	2026e	5y - CAGR (%) 2021 -2026	H1/2022a	H1/2023a
Umsatzerlöse (netto)	333.526	385.970	407.198	427.558	448.936	471.383	7,2	167.296	186.799
Wachstumsrate in %	11,4	15,7	5,5	5,0	5,0	5,0		15,7	11,7
Bestandsveränderungen	-202	22	2402	0	0	0		1.760	2.402
Aktivierete Eigenleistungen	92	2.574	2.488	2.500	2.500	2.500		457	2.488
Sonst. betr. Erträge	9.451	10.514	10.724	10.939	11.158	11.381		4.605	3.873
Gewinn aus Unternehmenserwerb	1.951	0	0	0				0	3
Gesamtleistung	344.818	399.080	422.813	440.997	462.594	485.264	7,1	174.118	195.565
Materialaufwand	75.696	99.250	104.709	107.317	112.683	117.846		40.215	44.903
% vom Umsatz	22,7	25,7	25,7	25,1	25,1	25,0		24,0	24,0
Rohergebnis	269.122	299.830	318.104	333.680	349.911	367.418	6,4	133.903	150.662
Personalaufwand	182.137	203.872	213.502	224.178	235.386	247.156		103.374	113.430
% vom Umsatz	54,6	52,8	52,4	52,4	52,4	52,4		61,8	60,7
Sonstige betr. Aufwend.	40.479	50.326	58.229	61.141	64.198	67.408		22.080	29.043
% vom Umsatz	12,1	13,0	14,3	14,3	14,3	14,3		13,2	15,5
EBITDA	46.506	45.632	46.372	48.361	50.326	52.854	2,6	8.449	8.189
Abschreibungen	17.538	20.641	20.223	20.780	21.366	21.981		8.992	8.483
% vom Umsatz	5,3	5,3	5,0	4,9	4,8	4,7		5,4	4,5
EBIT	28.968	24.991	26.149	27.581	28.960	30.873	1,3	-543	-294
Zinsen und ähnl. Erträge	79	209	435	435	435	435		41	435
Zinsen und ähnl. Aufwendungen	607	738	615	615	615	615		316	615
Beteiligungserg. assoziierte Unternehmen	342	275	154	154	154	154		119	154
Übriges Finanzergebnis	-857	0	0	0	0	0		0	0
EBT	27.925	24.737	26.123	27.555	28.934	30.847	2,0	-699	-320
Ertragssteuern (Aufwand +/-Ertrag -)	7.158	5.859	6.270	6.338	6.655	7.095		-411	197
Konzernergebnis vor Minderheiten	20.767	18.878	19.854	21.217	22.279	23.752	2,7	-288	-517
Minderheiten	797	155	163	174	183	195		89	480
Konzernergebnis nach Minderheiten	19.970	18.723	19.691	21.043	22.096	23.557	3,4	-377	-997
Anzahl Aktien	13.280	13.280	13.280	13.280	13.280	13.280		13.280	13.280
Ergebnis / Aktie (EPS)	1,50	1,41	1,48	1,58	1,66	1,77		-0,03	-0,08

Quelle: Frequentis AG (a), BankM Research (e)

GuV-Margen

Margen in % vom Umsatz	2021a	2022a	2023e	2024e	2025e	2026e	H1/2022a	H1/2023a
Rohermargen	80,7	77,7	78,1	78,0	77,9	77,9	80,0	80,7
EBITDA-Marge	13,9	11,8	11,4	11,3	11,2	11,2	5,1	4,4
EBIT-Marge	8,7	6,5	6,4	6,5	6,5	6,5	-0,3	-0,2
EBT-Marge	8,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,5	-0,4	-0,2
Nettogewinnmarge	6,0	4,9	4,8	4,9	4,9	5,0	-0,2	-0,5

Quelle: Frequentis AG (a), BankM Research (e)

Kapitalflussrechnung

Geschäftsjahr 31.12 (IFRS) in T€	2021a	2022a	2023e	2024e	2025e	2026e	H1/2022	H1/2023
Vorsteuerergebnis	27.925	24.737	26.123	27.555	28.934	30.847	-699	-320
+ Abschreibung & Wertminderungen	18.401	20.641	20.223	20.780	21.366	21.981	8.992	8.479
+ Veränd. der Rückstellungen	3.860	-2.151	0	0	0	0	-5.690	-4.764
= Cash Earnings	50.186	43.227	46.346	48.335	50.300	52.828	2.603	3.395
- Veränderungen Nettoumlaufvermögen	-4.810	23.561	3.942	-2.286	3.667	3.850	3.277	1.346
+ Finanzergebnis	199	107	26	26	26	26	275	363
- Steuern	3.584	5.400	11.598	6.321	6.576	6.985	2.482	3.083
+ Sonstiges	-2.858	-150	0	0	0	0	-417	-330
= Operativer Cash Flow	48.753	14.223	30.831	44.327	40.084	42.019	-3.298	-1.001
- Investitionen in Anlagevermögen	24.613	20.143	11.157	11.714	12.300	12.915	4.225	4.225
= Freier Cash Flow	24.140	-5.920	19.675	32.612	27.784	29.104	-7.523	-5.226
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals (Netto)	0	0	0	0	0	0	0	0
- Erwerb von eigenen Aktien	384	0	0	0	0	0	0	0
+ Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-1.400	-4.201	0	0	0	0	-4.527	5.440
- Tilgung Leasing	8.228	8.686	9.066	9.066	9.066	9.066	4.215	4.450
- Dividende	2.593	3.607	2.922	3.320	4.209	4.419	2.654	2.921
+ Finanzergebnis	0	0	-26	-26	-26	-26	0	0
+ Sonstiges	0	0	0	0	0	0	-896	-469
Zufluss Barmittel (+)/Abfluss Barmittel (-)	11.535	-22.414	7.661	20.200	14.483	15.593	-19.815	-7.626

Quelle: Frequentis AG (a), BankM Research (e)

Bilanz

Geschäftsjahr 31.12 (IFRS) in T€	2021a	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	H1/2023
Aktiva							
Anlagevermögen	72.613	80.435	80.435	80.435	80.435	80.435	86.468
Sachanlagen	47.717	53.298	53.298	53.298	53.298	53.298	55.018
Immaterielle Vermögenswerte	17.717	14.501	14.501	14.501	14.501	14.501	16.141
Firmenwert	3.433	5.834	5.834	5.834	5.834	5.834	7.816
Anteile an assoziierten Unternehmen	1.656	2.097	2.097	2.097	2.097	2.097	2.012
Beteiligungen	0	0	0	0	0	0	22
Sonstige Vermögenswerte	241	920	920	920	920	920	897
Latente Steuern	1.849	3.785	3.785	3.785	3.785	3.785	4.562
Umlaufvermögen	243.083	259.840	276.080	298.441	321.259	345.605	270.802
Vorräte	17.077	21.726	22.921	18.000	18.900	19.845	31.099
Forderungen und sonst. Vermögenswerte	112.172	134.248	141.632	148.713	156.149	163.956	142.131
Wertpapiere	2.199	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	26.000
Barmittel	103.798	81.380	89.041	109.241	123.724	139.317	54.530
Sonstiges Umlaufvermögen	7.837	12.486	12.486	12.486	12.486	12.486	17.042
Bilanzsumme	315.696	340.275	356.515	378.876	401.694	426.040	357.270
Passiva							
Eigenkapital	129.850	147.279	164.211	182.109	200.179	219.512	142.840
Gezeichnetes Kapital	13.280	13.280	13.280	13.280	13.280	13.280	13.280
Kapitalrücklagen (inkl. Optionen)	21.138	21.138	21.138	21.138	21.138	21.138	21.138
Gewinnrücklagen u. andere Rücklagen	92.380	110.858	127.627	145.350	163.238	182.376	105.645
Eigene Aktien	-384	-221	-221	-221	-221	-221	-24
Minderheiten	3.436	2.224	2.387	2.561	2.744	2.939	2.801
Langfristige Verbindlichkeiten	60.621	61.924	61.924	61.924	61.924	61.924	64.598
Rückstellungen	19.992	17.263	17.263	17.263	17.263	17.263	18.065
Langfristige Darlehen	3.820	218	218	218	218	218	169
Leasingverbindlichkeiten	29.785	30.763	30.763	30.763	30.763	30.763	30.484
Latente Steuern	6.166	9.441	9.441	9.441	9.441	9.441	9.359
andere langfristige Verbindl.	858	4.239	4.239	4.239	4.239	4.239	6.521
Kurzfristige Verbindlichkeiten	125.225	131.072	130.380	134.843	139.591	144.603	149.832
Vblk. aus L&L + Vorrauszahl.	78.810	84.293	88.929	93.376	98.044	102.947	93.515
Bankverbindlichkeiten	1.085	199	199	199	199	199	5.225
Leasingverbindlichkeiten	7.794	8.422	8.422	8.422	8.422	8.422	7.698
Rückstellungen	17.415	14.914	14.914	14.914	14.914	14.914	9.526
Steuerschulden	4.992	6.896	1.567	1.584	1.664	1.774	6.673
andere kurzfristige Verbindl.	15.129	16.348	16.348	16.348	16.348	16.348	27.195
Bilanzsumme	315.696	340.275	356.515	378.876	401.694	426.040	357.270

Quelle: Frequentis AG (a), BankM Research (e)

Bilanzrelationen

in % der Bilanzsumme	2021a	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	H1/2023
Anlagevermögen	23,00	23,64	22,56	21,23	20,02	18,88	24,20
Umlaufvermögen	77,00	76,36	77,44	78,77	79,98	81,12	75,80
Vorräte	5,41	6,38	6,43	4,75	4,71	4,66	8,70
Forderungen	35,53	39,45	39,73	39,25	38,87	38,48	39,78
Liquide Mittel	32,88	23,92	24,98	28,83	30,80	32,70	15,26
Eigenkapital	41,13	43,28	46,06	48,07	49,83	51,52	39,98
Langfristige Verbindlichkeiten	19,20	18,20	17,37	16,34	15,42	14,53	18,08
kurzfristige Verbindlichkeiten	39,67	38,52	36,57	35,59	34,75	33,94	41,94
ges. Verbindlichkeiten	58,87	56,72	53,94	51,93	50,17	48,48	60,02

Quelle: Frequentis AG (a), BankM Research (e)

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

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 Delegierten 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 Finanzanalyse: **Daniel Grossjohann und Dr. Roger Becker (CEFA), Analysten.** Wir bedanken uns bei **Jan Kaden** für seine qualifizierte Unterstützung im Rahmen seines Dualen Studiums.

Die BankM unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, D-60439 Frankfurt am Main.

Emittent des analysierten Finanzinstruments ist FREQUENTIS AG

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

Analysten	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
Daniel Großjohann, Dr. Roger Becker (CEFA)	14. April 2021	Kaufen	€ 25,93
Daniel Großjohann, Dr. Roger Becker (CEFA)	20. August 2021	Halten	€ 28,07
Daniel Großjohann, Dr. Roger Becker (CEFA)	11. Februar 2022	Halten	€ 30,46
Daniel Großjohann, Dr. Roger Becker (CEFA)	12. April 2022	Kaufen	€ 34,21
Daniel Großjohann, Dr. Roger Becker (CEFA)	24. August 2022	Halten	€ 30,47
Daniel Großjohann, Dr. Roger Becker (CEFA)	2. Mai 2023	Halten	€ 32,60

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 inhaltliche 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 und Uhrzeit des Abschlusses der Erstellung:

27.8.2023, 20:00 (MESZ)

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

Schlusskurse vom 25.8.2023, 17:30 (MESZ)

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 nicht an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden und haben aus solchen Vereinbarungen keine 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 Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen so weit 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 Interessenkonflikte 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 Delegierte Verordnung (EU) Nr. 958/2016 Art. 6 Abs. 3 sind im Internet unter 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.

© 2023 BankM AG, Baseler Straße 10, D-60329 Frankfurt. Alle Rechte vorbehalten.

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