



## **Researchstudie (Anno)**

### **JDC Group AG**



**Anorganisches Wachstums und Digitalisierungsstrategie in 2017  
forciert, Plattformgeschäft und anorganisches Wachstum  
bieten hohe Potenziale, Umsatz- und Ergebniswachstum erwartet**

**Kursziel: 12,40 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 19

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“

## JDC Group AG <sup>\*5a,7,11</sup>

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 12,40 €**  
**(bisher: 11,50 €)**

aktueller Kurs: 8,16 €  
10.07.18 / XETRA / 16:00 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0B9N37  
WKN: A0B9N3  
Börsenkürzel: A8A  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 11,93  
Marketcap<sup>3</sup>: 102,16  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 115,10  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 39 %

Transparenzlevel:  
Freiverkehr

Marktsegment:  
Scale

Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann  
goldmann@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 20

### Unternehmensprofil

Branche: Finanzen

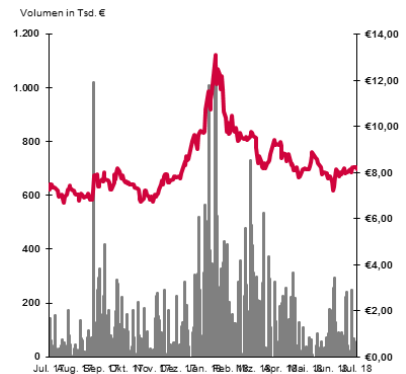
Fokus: Advisory, Advisortech

Mitarbeiter: Ø 239 (GJ 2017)

Gründung: 2004

Firmensitz: Wiesbaden

Vorstand: Dr. Sebastian Grabmaier, Ralph Konrad,  
Stefan Bachmann



Die JDC Group AG ist ein deutsches Finanztechnologieunternehmen, das sich über seine operativen Tochtergesellschaften auf die Beratung und die Vermittlung von Finanzprodukten spezialisiert hat, gepaart mit neuen Beratungstechnologien in Zeiten der Digital Natives. Nach der in den letzten Geschäftsjahren erfolgten Neustrukturierung und damit verbundenen Trennung von nicht rentablen Tochtergesellschaften hat die JDC Group AG die Zielstruktur erreicht. Im Bereich Advisortech wird über die Tochtergesellschaft Jung, DMS & Cie. AG einer der größten unabhängigen Maklerpools (B2B) Deutschlands betrieben, mit insgesamt 16.000 freien Beratern und über 1,2 Mio. Kunden. Innerhalb dieses Geschäftsbereiches werden moderne Beratungs- und Verwaltungstechnologien entwickelt und somit klassische Finanzdienstleistungen mit dem wachstumsstarken Fintech-Bereich kombiniert. Parallel dazu werden innerhalb des Advisory-Segments über die Marke FINUM. Finanzdienstleistungen für rund 80.000 vermögende Kunden erbracht (B2C). Komplettiert wird die Geschäftstätigkeit der JDC Group AG von der in 2018 ins Leben gerufenen Blockchain-Lab, womit die dritte Stufe der Digitalisierungsstrategie gestartet wurde.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2017	31.12.2018e	31.12.2019e	31.12.2020e
Umsatz	84,48	101,37	126,48	139,48
EBITDA	3,19	6,12	10,57	14,42
EBIT	0,20	3,02	7,37	11,22
Jahresüberschuss	-1,68	1,27	4,28	7,01

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,14	0,11	0,36	0,59
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

### Kennzahlen

EV/Umsatz	1,36	1,14	0,91	0,83
EV/EBITDA	36,08	18,81	10,89	7,98
EV/EBIT	569,78	38,11	15,63	10,26
KGV	neg.	80,44	23,86	14,57
KBV	3,64			

### Finanztermine

24.05.2018: Q1-Zahlen 2018  
August 2018: Hauptversammlung  
23.08.2018: HJ-Zahlen 2018  
22.11.2018: Q3-Zahlen 2018

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
16.03.2018: RS / 11,50 / KAUFEN  
05.09.2017: RS / 11,50 / KAUFEN  
29.08.2017: RS / 10,25 / KAUFEN  
24.05.2017: RS / 10,25 / KAUFEN  
08.05.2017: RS / 10,25 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 hat die JDC Group AG das anorganische Wachstum sowie das Großkundengeschäft weiter forciert. So wurde mit der zum Lufthansa-Konzern gehörigen Albatros Versicherungsdienste GmbH die Kooperation zum Outsourcing der Abwicklung und Vermittlung von Finanzprodukten vereinbart. Im Rahmen dessen sollen rund 150.000 Kunden vollständig auf die Plattform der JDC Group AG übertragen werden. Die zusätzlichen Umsatzpotenziale innerhalb der fünfjährigen Vereinbarung belaufen sich auf bis zu 20 Mio. € p.a., bei einem jährlichen EBITDA-Beitrag von über 1,0 Mio. €. Darüber hinaus hat die Gesellschaft im Zuge der fortschreitenden Konsolidierung am Markt für unabhängige Finanzvermittler zwei Tochterunternehmen der ARTUS-Gruppe mit einem Versicherungsbestand von 40.000 Endkundenverträgen übernommen. Die jährlichen Jahresnettoprämien belaufen sich auf bis zu 30 Mio. € und der EBITDA-Beitrag liegt bei ca. 1,0 Mio. € p.a.
- Zugleich wurde die eingeschlagene Digitalisierungsstrategie in 2017 weiter forciert. Neben der Berufung von Stefan Bachmann zum weiteren Vorstand (ehemals Finance & Fintech Industry Manager von Google) wurde eine Kooperation mit dem Kreditvergleichsportal smawa eingegangen sowie im Januar 2018 die Gründung des Blockchain-Lab bekannt gegeben. Mittelfristiges Ziel ist es, Smart Contracts sowie neue Produkte auf Basis der Blockchain-Technologie aufzubauen.
- Die aus dem Erwerb der Kunden sowie aus der Forcierung der Digitalisierungsstrategie stammenden Potenziale werden erst ab dem laufenden Geschäftsjahr 2018 sichtbar werden. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 hatte die JDC Group AG, ohne Berücksichtigung der Neukundenerwerbe, ein 8,3 %iges Umsatzwachstum auf 84,48 Mio. € (VJ: 78,05 Mio. €) erwirtschaftet. Einer dynamischeren Umsatzentwicklung stand dabei insbesondere das zum Jahresende hin verhaltene Neugeschäft entgegen. Im Zuge von MiFID II und IDD musste beispielsweise die gesamte Dokumentation bei Vermittlungsgeschäften und im Anlageprozess sowie die dazugehörigen IT-Prozesse angepasst werden, was eine entsprechend hohe Ressourcenbindung nach sich zog. Das EBITDA kletterte analog zu den Umsätzen auf 3,19 Mio. € (VJ: 2,72 Mio. €). Hier sind Sonderaufwendungen aus dem angelaufenen Großkundengeschäft enthalten, denen jedoch noch keine entsprechenden Umsätze gegenüberstanden. Bereinigt hätte das EBITDA bei 3,9 Mio. € gelegen, was gegenüber dem bereinigten Vorjahreswert (2,4 Mio. €) einem überproportionalen Ergebnisanstieg in Höhe von rund 63 % gleichkommt.
- Im laufenden Geschäftsjahr sollte die JDC Group AG in der Lage sein, ein deutliches Umsatzwachstum zu erreichen. Alleine der erstmalige Einbezug der neu erworbenen Kundenbestände sollte unseren Prognosen zufolge das Überschreiten der Umsatzmarke von 100 Mio. € ermöglichen. Diese Potenziale sowie das im Zuge der Digitalisierungsstrategie zu realisierende organische Umsatzwachstum sollten bis 2020 zu einem Umsatzvolumen von nahezu 140 Mio. € führen. Mittelfristig rechnen wir mit der Realisierung signifikanter Skaleneffekte, womit die EBITDA-Marge gemäß unseren Erwartungen auf über 10 % ansteigen sollte.
- Dies haben wir in unserem DCF-Bewertungsmodell berücksichtigt, im Rahmen dessen wir ein aktualisiertes Kursziel in Höhe von 12,40 € (bisher: 11,50 €) ermittelt haben. Die Kurszielanhebung resultiert aus dem erstmaligen Einbezug der höheren 2020er Prognosen als Basis für die Stetigkeitsphase unseres Bewertungsmodells. Darüber hinaus haben wir turnusmäßig das Kursziel auf das Geschäftsjahresende 2019 (bisher: 2018) „rolliert“. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau ergibt sich ein Kurspotenzial in Höhe von 52,0 % und daher vergeben wir das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

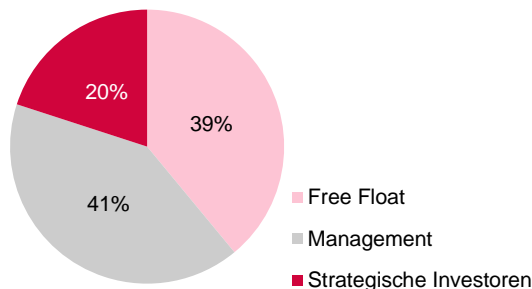
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Geschäftsstrategie .....	4
Advisortech .....	4
Advisory .....	5
Wichtige Ereignisse in 2017/2018.....	5
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>6</b>
Onlinevertrieb wird zunehmend an Bedeutung gewinnen.....	6
Marktpotenziale Vermögensaufbau .....	6
Marktpotenzial Versicherungsprodukte.....	7
<b>Unternehmensentwicklung.....</b>	<b>8</b>
Kennzahlen im Überblick .....	8
Geschäftsentwicklung 2017 .....	9
Umsatzentwicklung 2017 .....	9
Ergebnisentwicklung 2017 .....	10
Bilanzielle und finanzielle Situation 31.12.2017 .....	12
Entwicklung Q1 2018 .....	13
<b>Prognose und Modellannahmen .....</b>	<b>14</b>
Prognosegrundlagen.....	14
Umsatz- und Ergebnisprognosen 2018 - 2020 .....	15
Bewertung.....	17
Modellannahmen.....	17
Bestimmung der Kapitalkosten.....	17
Bewertungsergebnis.....	17
DCF-Modell.....	18
<b>Anhang .....</b>	<b>19</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	30.04.2018
Management	41%
Strategische Investoren	20%
<b>Free Float</b>	<b>39%</b>

Quelle: JDC Group AG; GBC AG



### Geschäftsstrategie

#### Advisorstech

Innerhalb des Advisorstech-Segments sind die B2B-Aktivitäten im Maklerpool- und Plattformbereich der JDC Group AG gebündelt. Insbesondere handelt es sich hier um die Vermittlung von Finanzprodukten an private Endkunden über Finanzintermediäre. Als Vollsortimenter können die Berater auf über 12.000 Produkte von mehr als 1.000 Gesellschaften zurückgreifen, wobei über Investmentfonds, Versicherungen, Beteiligungen und Finanzierungen alle relevanten Finanzprodukt-Bereiche abgedeckt sind. Als weitere Dienstleistung für die Poolpartner sind für die Auswahl der Produkte im Rahmen eines stetigen Markt-Screenings, Produktmanager verantwortlich. Hierbei liegt ein besonderes Augenmerk auf den gesetzlichen Prüf- und Nachforschungspflichten sowie auf den Punkten Produktqualität und Produkthaftung.

Mit der „allesmeins“ bietet die JDC-Gruppe innerhalb des Advisorstech-Segments einen digitalen Finanzmanager an und verbindet somit die Bereiche der traditionellen Finanzanlageberatung mit dem wachstumsstarken FinTech-Segment. „allesmeins“ ermöglicht den Endkunden einen schnellen Überblick über die gesamten Versicherungsverträge mit der entsprechenden Vertragsdokumentation. Während sich der Berater auf den Bereich der Kundenpflege und Akquise sowie auf die Beantwortung komplexer Fragen konzentrieren soll, können innerhalb der technologischen Lösungen der JDC Group AG die wiederkehrenden Themen und Fragen mit einem hohen Standardisierungsgrad abgedeckt werden. Darüber hinaus soll die Beratungs- und Verwaltungstätigkeit durch den Einsatz der „allesmeins“-App deutlich vereinfacht werden. So können beispielsweise einfache Fragestellungen oder leicht verständliche Produkte direkt online abgewickelt und selbstständig Abschlüsse vorgenommen werden. Parallel hierzu soll jedoch der persönliche Kundenkontakt durch die Berater aufrechterhalten werden, mit dem Fokus auf komplexe Fragestellungen sowie die persönliche Kundenpflege.

Das Stammgeschäft der JDC Group AG ist der innerhalb der Tochtergesellschaft Jung, DMS & Cie. AG gebündelte Maklerpool unabhängiger Finanzberater. Derzeit sind mehr als 16.000 freie Finanzdienstleister in Deutschland und Österreich angeschlossen. Damit hat die Jung, DMS & Cie. AG bereits eine attraktive Verhandlungsposition gegenüber den Produktanbietern erreicht und ist folglich in der Lage, höhere Provisionen und Vergütungen für die angeschlossenen Berater und Vermittler auszuhandeln. Innerhalb dieses Geschäftsbereiches werden insgesamt rund 850.000 Kunden mit einem Kundenvermögen von etwa 3,5 Mrd. € betreut.

## **Advisory**

Im zweiten Geschäftsfeld sind die „B2C“-Aktivitäten der JDC Group, also die Vermittlung von Finanzprodukten an Endkunden, gebündelt. Innerhalb der FINUM.Private findet eine Fokussierung auf die direkte Endkundenberatung anspruchsvoller Privatkunden statt. Insgesamt sind in der FINUM.-Gruppe etwa 270 exklusive Berater tätig, welche rund 80.000 Kunden mit einem Kundenvermögen von 1,0 Mrd. € betreuen. Dabei tritt die Gesellschaft als unabhängiges Vermögens- und Finanzberatungsinstitut auf, mit dem Fokus auf der Betreuung anspruchsvoller Privatkunden sowie Freiberufler und Geschäftskunden.

Innerhalb des ganzheitlichen Beratungsansatzes, wobei der Vermögensaufbau und die -Mehring, die Betreuung, und die Absicherung im Vordergrund stehen, werden Finanzprodukte, Lebensversicherungen, Investmentfonds, Finanzierungen und Produkte zur Altersvorsorge vermittelt. Somit wird der Ansatz eines One-stop-Shops verfolgt. Dabei werden sowohl externe Partner herangezogen als auch die Versicherungs- und Vorsorgeplattform der Jung, DMS & Cie. AG.

## **Wichtige Ereignisse in 2017/2018**

- Mit der Einberufung von Stefan Bachmann in den Vorstand der JDC Group AG, wird die Digitalstrategie der Gesellschaft forciert. Stefan Bachmann war zuvor Finance & Fintech Industry Manager von Google in Deutschland. Besonders im Vordergrund bei dieser Personalie steht dabei der Ausbau der allesmeins-App sowie des Online-Geschäftes der JDC Group AG.
- Nachdem die JDC Group AG und die zum Lufthansa-Konzern gehörige Albatros Versicherungsdienste GmbH im August 2017 ein LOI zum Outsourcing der Abwicklung und Vermittlung von Finanzprodukten unterzeichnet hatte, wurde im November 2017 die Umsetzung beschlossen. Albatros wird im Rahmen dessen rund 150.000 Kunden vollständig auf die Plattform von JDC übertragen sowie das gesamte Neugeschäft über die JDC-IT abwickeln. Die zusätzlichen Umsatzpotenziale für die JDC belaufen sich auf bis zu 20 Mio. € jährlich, bei einem jährlichen EBITDA-Beitrag von über 1,0 Mio. €.
- Ebenfalls im November 2017 hat die JDC-Gruppe über die Tochtergesellschaft Jung, DMS & Cie. zwei Tochterunternehmen der ARTUS-Gruppe mit einem Versicherungsbestand von rund 40.000 Endkundenverträgen und einem Volumen an Nettojahresprämien von etwa 30 Mio. € erworben. Bei den Verträgen handelt es sich um Kundenverträge mit historisch langen Haltedauern und geringen Kündigungsquoten aus den Bereichen Lebens-, Kranken sowie Sachversicherungen. Der EBITDA-Beitrag aus dieser Transaktion beläuft sich auf ca. 1,0 Mio. €.
- Als weiteren Schritt zum Ausbau des Fintech-Geschäftes wurde Ende 2017 eine Kooperation mit dem Kredit-Vergleichsportal smawa eingegangen. Damit wird das Produktangebot für die JDC-Kunden erweitert.
- In Januar 2018 hat die JDC die Gründung des Blockchain-Lab bekannt gegeben. Mittelfristiges Ziel ist es, Smart Contracts sowie neue Produkte auf Basis der Blockchain-Technologie aufzubauen.

## MARKT UND MARKTUMFELD

Im Rahmen des Geschäftsmodells, mit den beiden Hauptsegmenten „Advisortech“ und „Advisory“, deckt die JDC Group AG die beiden Bereiche „Vermögensaufbau“ und „Absicherungsgeschäft“ ab, wobei alle wesentlichen Vertriebskanäle (online und offline) genutzt werden. Analog zur zuletzt deutlich ausgebauten Digitalisierungsstrategie steht dabei insbesondere der Online-Vertrieb im Fokus, als Bestandteil des wachstumsstarken Fintech-Segments. Es ist aber gerade die Kombination aus Onlinevertrieb und persönlichem Beraterkontakt, was für eine breite Aufstellung der JDC Gruppe sorgt, um von den Marktpotenzialen im Vermögensaufbau oder bei Versicherungsprodukten zu profitieren. Darüber hinaus sollte die JDC ein Gewinner des aktuellen Konsolidierungstrends bei den selbstständigen Finanzberatern sein, die sich als Folge der umfassenderen Regulierung immer öfters Beraterpools anschließen.

### Onlinevertrieb wird zunehmend an Bedeutung gewinnen

Mit der Einführung der allesmeins-App hat die JDC Group AG den bis dahin noch alleine beratergestützten Vertrieb um den Online-Aspekt erweitert. Mit dem Erwerb der geld.de, der Kooperation mit smawa sowie mit der Einberufung des ehemaligen Google-Managers Stefan Bachmann in den Vorstand, soll die Digitalisierungsstrategie weiter forciert werden, um an den hohen Potenzialen im Fintech-Bereich zu partizipieren.

Die dynamische Entwicklung der Fintech-Unternehmen basiert dabei auf einem zunehmenden Einsatz digitaler Kanäle in der Finanzbranche. Gemäß Bitkom-Statistiken werden Bankgeschäfte mittlerweile von jedem vierten Internetnutzer (24 %) ausschließlich online abgewickelt. Neben den einfachen Bankgeschäften wie Online-Überweisung oder Kontostandabfrage sind hier zudem der Handel mit Wertpapieren oder die Kreditberatung eingeschlossen. Selbst wenn es um Anlageberatung oder um Finanzierungsthemen geht, greifen rund zwei Drittel (65 %) der Befragten zunächst auf Online-Vergleichsportale oder Verbraucher-Portale zurück. Insbesondere der Abschluss einfacher Anlage- und Versicherungsprodukte würde, gemäß der GfK-Studie „Customer Journey Banking“, zunehmend online erfolgen. Dies deckt sich mit der JDC-Strategie, wonach einfache Produkte online vertrieben werden können sowie parallel hierzu ein persönlicher Beraterkontakt vorhanden ist, um komplexe Fragestellungen abzudecken sowie die persönliche Kundenpflege aufrecht zu erhalten.

### Marktpotenziale Vermögensaufbau

Die JDC Gruppe profitiert allgemein von einem stetig steigenden Anstieg des Geldvermögens und, vor dem Hintergrund des aktuell niedrigen Zinsniveaus, von einem hohen „Investitionsdruck“. Daraus ergibt sich ein allgemeiner Nachfrageanstieg nach Vermögensprodukten, welche durch die JDC-Gruppe von unterschiedlichen Anbietern vertrieben werden.

Die Grundlage dafür stellt der unveränderte Anstieg des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte dar. In 2017 stieg das verfügbare Einkommen weiter auf 1.875 Mrd. € an. Besonders der Vergleich zum Jahr 2000, als das verfügbare Einkommen noch bei rund 1.300 Mrd. € lag, verdeutlicht den signifikanten Anstieg der vergangenen Jahre. Das jährliche durchschnittliche Wachstum (CAGR) liegt dabei bei 2,2 %. Analog dazu lag die Sparquote in einer Bandbreite zwischen 9,0 % und 10,5 % vergleichsweise stabil, so dass, auf Basis des gestiegenen verfügbaren Einkommens, der Sparbetrag ebenfalls deutlich angestiegen ist. Damit ist die Basis für Vermögensprodukte weiterhin deutlich angestiegen.

### Sparbetrag der privaten Haushalte (in Mrd. €)



Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG

### Marktpotenzial Versicherungsprodukte

Im vergangenen Kalenderjahr hat das Wachstum der Beitragseinnahmen der deutschen Versicherungsbranche wieder an die Dynamik der vergangenen Jahre angeknüpft. Mit 197,8 Mrd. € (VJ: 194,3 Mrd. €) lagen die Beiträge um 1,8 % oberhalb des Vorjahreswertes. In den vorangegangenen beiden Jahren stagnierten die Versicherungsbeiträge. Dies ist vor allem dem Teilbereich Lebensversicherungen geschuldet, der vor dem Hintergrund des aktuellen Zinsumfeldes sowie eines Rückgangs bei den Policen zuletzt leicht rückläufig war. Kompensiert wurde dieser Bereich jedoch von den anderen Versicherungsarten (Unfall-; Sach-; Krankenversicherung), deren Beiträge um insgesamt 3,5 % zugelegt haben.

Die JDC Group AG deckt als Vermittler von Finanzprodukten ein breites Produktangebot ab und ist daher nicht von der Entwicklung einzelner Produkte abhängig. Vielmehr ist für die JDC Group AG die dynamisch erwartete Gesamtnachfrageentwicklung nach Dienstleistungen für den Vermögensaufbau und nach Versicherungslösungen ausschlaggebend. Einzelne Bestandteile des Absicherungsmarktes sollten jedoch von einer Fortsetzung des dynamischen Wachstums geprägt und damit von einer entsprechend hohen Nachfrage gekennzeichnet sein. Grundsätzlich lässt sich hier ein Zusammenhang zwischen steigendem Vermögen und höherem Versicherungsbedarf erkennen. Der tendenzielle Anstieg des Geldvermögens und des verfügbaren Einkommens in Deutschland lässt folglich eine höhere Nachfrage nach Versicherungslösungen erwarten.



## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Provisionserlöse	78,05	84,48	101,37	126,48	139,48
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,59	0,83	0,50	0,50	1,00
Sonstige betriebliche Erträge	1,98	1,30	1,40	1,80	2,00
Provisionsaufwendungen	-55,31	-59,01	-70,65	-87,27	-94,84
Personalaufwand	-13,11	-14,44	-16,80	-20,74	-22,32
Abschreibungen	-2,49	-2,99	-3,10	-3,20	-3,20
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-9,49	-9,97	-9,70	-10,20	-10,90
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,06	0,02	0,05	0,05	0,00
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-0,99	-1,10	-1,25	-1,30	-1,20
<b>EBT</b>	<b>-0,70</b>	<b>-0,88</b>	<b>1,82</b>	<b>6,12</b>	<b>10,02</b>
Steuern	-0,44	-0,80	-0,54	-1,83	-3,00
Sonstige Steuern	-0,07	-0,01	0,00	0,00	0,00
<b>Periodenergebnis</b>	<b>-1,21</b>	<b>-1,68</b>	<b>1,27</b>	<b>4,28</b>	<b>7,01</b>
EBITDA	2,72	3,19	6,12	10,57	14,42
in % der Umsatzerlöse	3,5%	3,8%	6,0%	8,4%	10,3%
EBIT	0,23	0,20	3,02	7,37	11,22
in % der Umsatzerlöse	0,3%	0,2%	3,0%	5,8%	8,0%
Ergebnis je Aktie in €	-0,10	-0,14	0,11	0,36	0,59

## Geschäftsentwicklung 2017

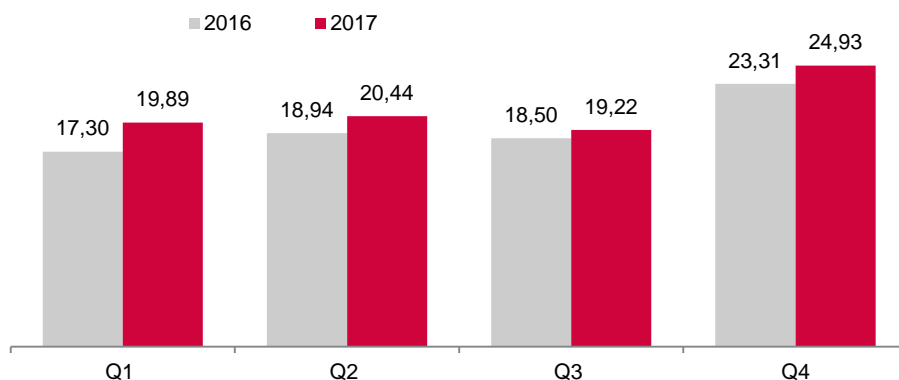
GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017
Umsatzerlöse	74,54	75,70	78,05	84,48
EBITDA	-1,43	1,28	2,72	3,19
EBITDA-Marge	-1,9%	1,7%	3,5%	3,8%
EBIT	-3,06	-0,27	0,23	0,20
EBIT-Marge	-4,1%	-0,4%	0,3%	0,2%
Jahresüberschuss	-6,62	-1,73	-1,21	-1,68

Quelle: JDC Group AG; GBC AG

## Umsatzentwicklung 2017

Mit Umsatzerlösen in Höhe von 84,48 Mio. € (VJ: 78,05 Mio. €) hat die JDC Group AG mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 8,3 % eine Beschleunigung der Wachstumsdynamik erreicht. Das erreichte Umsatzniveau liegt dennoch unterhalb der von der Gesellschaft ursprünglich ausformulierten Umsatzprognosen (lt. Geschäftsbericht 2016 wurde ein Umsatzwachstum in Höhe von 15 % in Aussicht gestellt) sowie unserer Umsatzschätzungen in Höhe von 92,6 Mio. €. Einer dynamischeren Umsatzentwicklung stand dabei insbesondere das zum Jahresende hin verhaltene Neugeschäft entgegen. Im Zuge von MiFID II und IDD mussten beispielsweise die gesamte Dokumentation bei Vermittlungsgeschäften und im Anlageprozess sowie die dazugehörigen IT-Prozesse angepasst werden, was eine entsprechend hohe Ressourcenbindung nach sich gezogen hatte. Zwar war für das vierte Quartal 2017 ein höheres Umsatzniveau erwartet worden, dennoch gelang es der Gesellschaft das Umsatzniveau in jedem Quartal anzuheben:

### Quartalsbezogene Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: JDC Group AG; GBC AG

Es gilt hier festzuhalten, dass in den 2017er Umsätzen, trotz der vereinbarten Übertragung von Versicherungsbeständen der Albatros Versicherungsdienste GmbH sowie der ARTUS-Gruppe, keine anorganischen Effekte enthalten sind. Die Albatros-Kooperation startete beispielsweise zum 15. Januar 2018, wodurch entsprechende positive Effekte erst im laufenden Geschäftsjahr 2018 zum Tragen kommen. Der Bestandserwerb aus der ARTUS-Gruppe erfolgte erst im November 2018 und war bis zum Geschäftsjahresende noch nicht final umgesetzt.

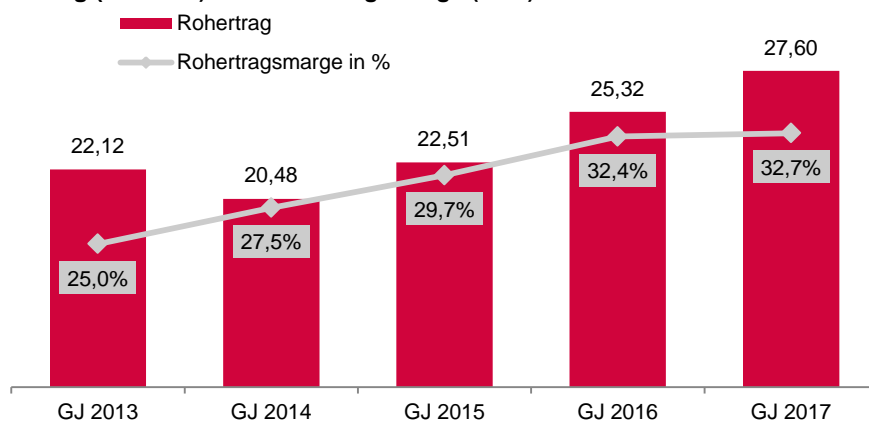
Beide Unternehmenssegmente haben dabei zum Umsatzwachstum beigetragen, wobei die Umsätze im Advisortech-Bereich um 4,61 Mio. € und im Advisory-Bereich um 3,22 Mio. € zugelegt haben. Getrennt nach Produktbereichen erwirtschaftet die JDC Group AG mit 35,36 Mio. € (VJ: 32,08 Mio. €) nach wie vor den größten Umsatzanteil mit dem Vertrieb von Versicherungsprodukten. Besonders hervorzuheben ist das mittlerweile

hohe Niveau an wiederkehrenden Bestandsprovisionen, welches aus dem Neukundengeschäft der vergangenen Jahre auf 19,13 Mio. € (VJ: 18,66 Mio. €) angehoben wurde.

### Ergebnisentwicklung 2017

Die Provisionsaufwendungen, in denen im Wesentlichen die Provisionen für die selbstständigen Makler und Handelsvertreter enthalten sind, stellen die größte Kostenposition der JDC Group AG dar. Über die vergangenen Geschäftsjahre hinweg hat die Gesellschaft einen Teil des Umsatzwachstums über den Ankauf von Beständen realisiert, bei denen kein Makler zwischengeschaltet war und folglich darauf keine Provisionsaufwendungen entfallen. Sichtbar wird dies anhand der rückläufigen Quote bei den Provisionsaufwendungen, welche sich zwischen den Geschäftsjahren 2013 und 2017 von 77,8 % auf 69,9 % reduziert hat. Entsprechend stieg der Rohertrag um 9,0 % und damit im Vergleich zum Umsatz überproportional an:

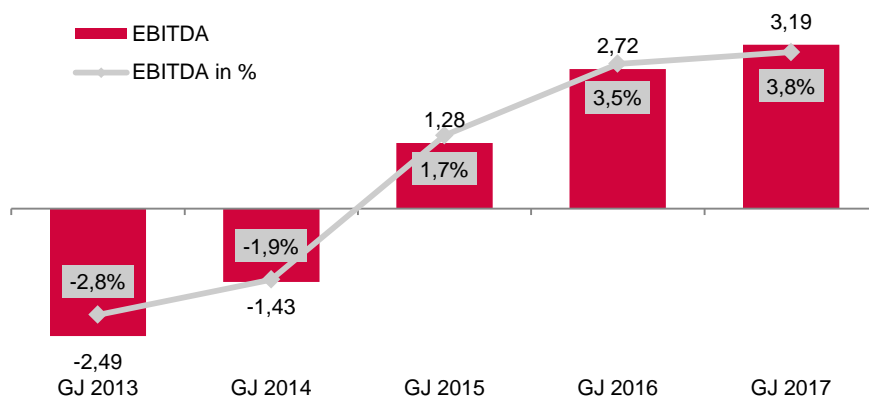
#### Rohertrag (in Mio. €) und Rohertragsmarge (in %)



Quelle: JDC Group AG; GBC AG

Unterhalb des Rohertrages weist die JDC Group AG eine Ausweitung der operativen Kostenbasis auf, wodurch das EBITDA, trotz des Anstiegs auf 3,19 Mio. € (VJ: 2,72 Mio. €) nur unterproportional an der Ausweitung des Rohertrages partizipierte. Dies hängt unter anderem mit Sonderaufwendungen aus dem angelaufenen Großkundengeschäft zusammen, denen jedoch noch keine entsprechenden Umsätze gegenüber standen. Die im Vorjahresvergleich dennoch ausgebaute EBITDA-Marge auf 3,8 % (VJ: 3,5 %) hätte vor diesem Hintergrund höher ausfallen können. Ursprünglich hatten wir hier einen Wert von 6,1 % erwartet.

#### EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: JDC Group AG; GBC AG

Die einmaligen Aufwendungen, die im Zusammenhang mit den getätigten Akquisitionen sowie den Änderungen im Zuge der Umsetzung der europäischen Richtlinien MiFID II und IDD belaufen sich auf rund 0,7 Mio. €. Bereinigt hätte das EBITDA daher bei 3,9 Mio. € gelegen, was gegenüber dem bereinigten Vorjahreswert (2,4 Mio. €) einem überproportionalen Ergebnisanstieg in Höhe von rund 63 % gleichkommt.

Die hohen Investitionen der vergangenen Geschäftsjahre gehen mit entsprechend höheren Abschreibungen einher, wodurch auf EBIT-Ebene eine nur konstante Entwicklung gegenüber dem Vorjahr erreicht wurde. Unterm Strich erzielte die JDC Group AG trotz des weiteren Ausbaus des EBITDA ein negatives Jahresergebnis in Höhe von -1,68 Mio. € (VJ: -1,21 Mio. €). Maßgeblich war hierfür insbesondere der deutliche Ausbau der Abschreibungen auf 2,99 Mio. € (VJ: 2,49 Mio. €), nachdem in den Vorjahren eine erhöhte Investitionsaktivität im Zusammenhang mit Bestandserwerben vorlag. Da ein Teil der Investitionen über Fremdkapital gestemmt wurde, kam es überdies zu einer leichten Erhöhung der Zinsaufwendungen auf 1,10 Mio. € (VJ: 0,99 Mio. €), wodurch insgesamt das höhere EBITDA aufgezehrt worden ist.

## Bilanzielle und finanzielle Situation 31.12.2017

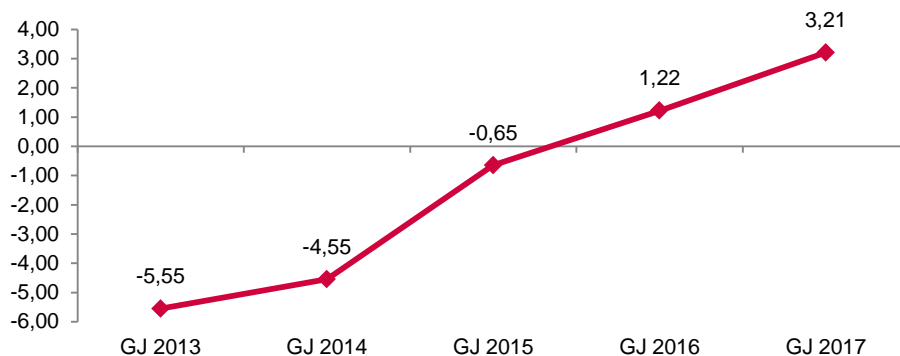
in Mio. €	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Eigenkapital	26,41	24,68	29,71	28,03
EK-Quote	43,8%	37,5%	40,7%	37,3%
Total Debt	4,97	12,69	13,26	17,48
Net Debt	0,79	1,35	10,35	11,12
Finanzmittel	4,18	11,34	2,91	6,36
Anlagevermögen	32,12	31,66	45,80	44,48
Working Capital	-7,28	-7,59	-9,69	-8,07
Cashflow – Operativ	-4,55	-0,65	1,22	3,21
Cashflow – Investition	2,90	-5,23	-9,40	-2,02
Cashflow - Finanzierung	-2,47	7,25	5,77	2,24

Quelle: JDC Group AG; GBC AG

Die Bilanzrelationen der JDC Group AG haben sich im abgelaufenen Geschäftsjahr nur marginal verändert. Dabei hatte das negative Jahresergebnis in Höhe von -1,68 Mio. € zu einer leichten Reduktion des Eigenkapitals geführt. Auf Grundlage der leicht erhöhten Bilanzsumme reduzierte sich zwar die Eigenkapitalquote, diese ist mit 37,3 % (31.12.16: 40,7 %) nach wie vor als sehr solide einzustufen.

Die Aktivseite der JDC-Bilanz wird überwiegend vom Anlagevermögen in Höhe von 44,48 Mio. € (31.12.16: 45,80 Mio. €) dominiert. Hierbei handelt es sich primär um immaterielle Vermögenswerte (Versicherungsbestände, Softwarelizenzen etc.) sowie um Geschäfts- und Firmenwerte. Die niedrigeren Investitionen des abgelaufenen Geschäftsjahres wurden von den Abschreibungen übertroffen, was die rückläufige Entwicklung des Anlagevermögens erklärt. Vor dem Hintergrund des erwarteten künftigen Umsatzwachstums, welches zum Teil über Bestandsaufkäufe gestemmt werden soll, rechnen wir jedoch mit einem Anstieg des Investitionsvolumens. Mit dem aktuellen Liquiditätsbestand in Höhe von 6,36 Mio. € (31.12.16: 2,91 Mio. €) lassen sich unseres Erachtens mögliche Erwerbsoportunitäten schnell umsetzen. Erwähnenswert ist hier zudem der Umstand, wonach die JDC Group AG mittlerweile einen positiven Cashflow aus dem operativen Geschäft vorweist, wodurch ebenfalls ein Teil der Investitionen abgedeckt werden kann:

### Operativer Cashflow (in Mio. €)



Quelle: JDC Group AG; GBC AG

Zusätzlich hierzu hat die JDC Group AG weiteres Fremdkapital in Höhe von 3,23 Mio. € aufgenommen, was wir als Vorbereitung für die kommenden Investitionen verstehen.

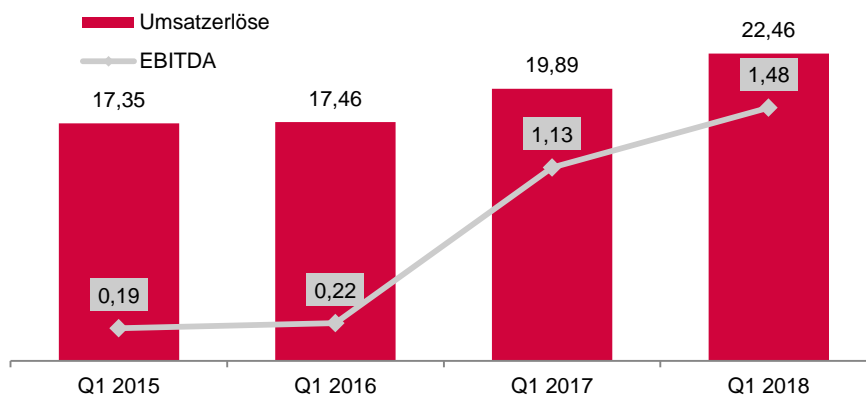
## Entwicklung Q1 2018

GuV (in Mio. €)	Q1 2015	Q1 2016	Q1 2017	Q1 2018
Umsatzerlöse	17,35	17,46	19,89	22,46
EBITDA	0,19	0,22	1,13	1,48
EBITDA-Marge	1,1%	1,3%	5,7%	6,6%
Periodenüberschuss	-0,33	-0,23	0,02	0,41

Quelle: JDC Group AG; GBC AG

Die Q1-Zahlen 2018 belegen eindrucksvoll, dass sich die JDC Group AG derzeit zu Beginn einer dynamischen Wachstumsphase befindet. Mit dem erstmaligen Einbezug der Umsätze aus dem Outsourcing-Geschäft mit der Lufthansa-Tochter Albatros (Umsatzbeitrag ca. 1,0 Mio. €) sowie der Umsätze aus dem Erwerb von Tochterunternehmen der ARTUS-Gruppe wurde ein Umsatzwachstum in Höhe von 12,9 % auf 22,46 Mio. € (Q1/17: 19,89 Mio. €) werden. In der somit beschleunigten Wachstumsdynamik ist unseres Erachtens noch nicht die vollständige Übertragung der Bestände aus diesen beiden Transaktionen enthalten, so dass hieraus in den kommenden Perioden weiteres Wachstum erzielt werden dürfte.

### Umsatz- und EBIT-Entwicklung im Q1 (in Mio. €)



Quelle: JDC Group AG; GBC AG

Auffällig ist dabei der im Vergleich zum Umsatz überproportionale EBITDA-Anstieg auf 1,48 Mio. € (Q1/17: 1,13 Mio. €) und daraus resultierend der Ausbau der EBITDA-Marge auf 6,6 % (Q1/17: 5,7 %). Neben volumenbedingten Skaleneffekten ist bei der JDC Group AG allgemein der Trend einer steigenden Rohertragsmarge zu beobachten. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund zu sehen, da die neu hinzugekommenen Umsätze oftmals keinen Makler zwischengeschaltet haben und sich daher im Umsatzmix höhere Ergebnismargen ergeben.

## PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	84,48	101,37	126,48	139,48
EBITDA	3,19	6,12	10,57	14,42
EBITDA-Marge	3,8%	6,0%	8,4%	10,3%
EBIT	0,20	3,02	7,37	11,22
EBIT-Marge	0,2%	3,0%	5,8%	8,0%
Jahresüberschuss	-1,68	1,27	4,28	7,01

Quelle: GBC AG

### Prognosegrundlagen

Mit Veröffentlichung des Q1-Berichtes hat die JDC Group AG die zuvor publizierten Prognosen konkretisiert und rechnen nunmehr für das laufende Geschäftsjahr 2018 mit einem Umsatzwachstum auf über 100 Mio. € und einem EBITDA von mindestens 6,0 Mio. €. Die Grundlage für das starke Umsatzwachstum liefern zunächst die in 2017 umgesetzte Steigerung des Großkundengeschäftes (Eingliederung Albatros-Verträge) sowie der erfolgte Erwerb von zwei Tochterunternehmen der ARTUS-Gruppe.

Bei der Albatros-Kooperation handelt es sich um das Outsourcing von rund 150.000 Versicherungsverträgen, welche für die kommenden fünf Jahre über die JDC-Plattform abgewickelt werden. Die auf die JDC Group AG übertragenen Albatros-Provisionsumsätze belaufen sich auf bis zu 20 Mio. € jährlich, wobei in 2018 noch keine vollumfängliche Übertragung zu unterstellen ist. Jedoch sollten bereits ab dem ersten Quartal 2018 die ersten Zusatzerträge aus der Albatros-Kooperation erwirtschaftet werden. Flankierend hierzu ging mit dem Erwerb der Versicherungsbestände der ARTUS-Gruppe ein jährliches Prämienvolumen von rund 30 Mio. € auf die JDC Group AG über. Auch hier dürfte in 2018 noch kein vollständiger Übertrag der Verträge erfolgen, so dass in den kommenden Geschäftsjahren weitere Basiseffekte zu erwarten sind. Der anorganische Umsatzbeitrag wirkte sich ab Januar 2018 aus.

Diese beiden Bestandsübertragungen stehen stellvertretend für die Strategie der JDC Group AG. So dürfte die Gesellschaft, vor dem Hintergrund des anhaltenden Konsolidierungstrends bei den selbstständigen Maklern, weiteres anorganisches Wachstum realisieren. Aufgrund der zunehmenden Regulierung in der Finanzdienstleistungsbranche sowie des steigenden Durchschnittsalters unabhängiger Makler, ist bereits jetzt eine Konsolidierung von Maklerbeständen zu beobachten. Dabei trifft die stärkere Regulierung mit dem Trend zu mehr administrativem Aufwand bei geringerer Vergütung, insbesondere die unabhängigen Makler. Während dabei aufgrund der Finanzanlagevermittlerverordnung der Dokumentierungsaufwand deutlich angestiegen ist, werden von den Produktunternehmen, als Resultat des LVRG (Lebensversicherungs- Reformgesetz) oder der MiFID-Umsetzungsgesetze, geringere Provisionen gezahlt. Große Maklerpools wie die Jung, DMS & Cie. AG verzeichnen vor diesem Hintergrund einen Zulauf von bisher einzeln agierenden Finanzvermittlern. Denn nur innerhalb größerer Organisationen können die höheren regulatorischen und IT-spezifischen Anforderungen umgesetzt werden. Darüber hinaus ist die JDC-Gruppe aufgrund des höheren vermittelten Volumens in der Lage, bessere Konditionen bei den Produkthanbietern zu erhalten.

Auf der anderen Seite nutzt die JDC-Gruppe die vorhandene Infrastruktur für den Ausbau des Großkundengeschäftes. Die Vertragspartner profitieren dabei von der Nutzung der etablierten IT der JDC Group AG und können somit zeitnah Einsparungen erzielen. Darüber hinaus können die Großkunden von der Einkaufsmacht der JDC profitieren und somit auf sehr attraktive Konditionen gegenüber den Produkthanbietern zurückgreifen.

Das Großkundengeschäft geht für die JDC Group AG mit geringen Investitionserfordernissen einher, da beim Übertrag kein Bestandserwerb erfolgt.

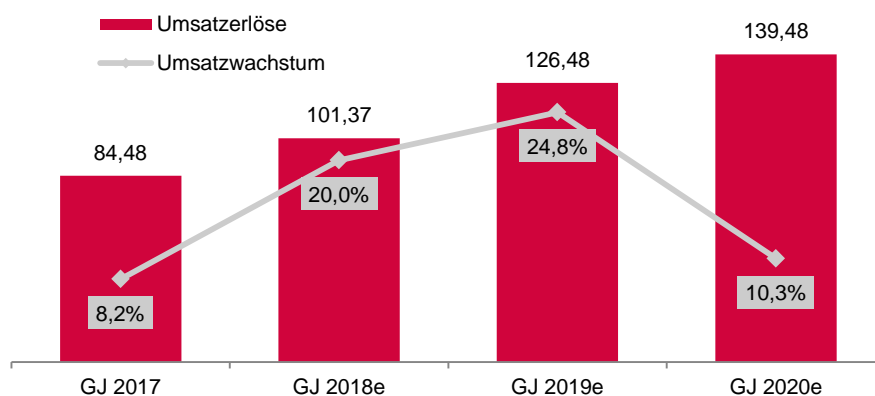
Als weiteren wichtigen Baustein der künftigen Unternehmensentwicklung ist die Digitalisierungsstrategie zu nennen. Diesbezüglich hat die Gesellschaft bereits im vergangenen Geschäftsjahr mit dem Roll-Out der selbstentwickelten Fintech-Lösung „allesmeins“ die Grundlage für das Erschließen digitaler Wachstumspotenziale gelegt. Kunden können ihre bestehenden Finanzverträge in die „allesmeins“-App übertragen, wodurch die damit zusammenhängenden Bestandsprovisionen gleichzeitig auf die JDC Group AG übergehen. Im weiteren Schritt soll die Vertragsdichte je Kunde oder weitere Cross-Selling-Potenziale gehoben werden. Da die JDC Group AG über einen Kundenbestand von über 1,2 Mio. Kunden verfügt, ist die Basis für den Roll-Out dieser Technologie verhältnismäßig groß.

Darüber hinaus plant die JDC Group AG die Blockchain-Technologie zur Entwicklung von kundenorientierten Produkten zu nutzen. Diesbezüglich wurde im Januar 2018 die eigene Blockchain-Lab gegründet und das geplante ICO (Initial Coin Offering) für die erste Jahreshälfte 2018 bekannt gegeben. Wir stufen die hieraus stammenden Potenziale als mögliches Upside zu unseren nachfolgenden Prognosen ein und beziehen diese bei vorliegender Konkretisierung ein.

## Umsatz- und Ergebnisprognosen 2018 - 2020

Bei den Umsatzprognosen orientieren wir uns an die vom Management veröffentlichte Guidance, welche für 2018 ein 18%iges Umsatzwachstum in Aussicht stellt. Wir gehen vom Überschreiten der Umsatzmarke von 100 Mio. € aus, was einem Umsatzwachstum in Höhe von 20,0 % entspricht. Der wesentliche Wachstumsbeitrag dürfte unseren Erwartungen zufolge aus den in 2017 neu hinzugekommenen Versicherungsbeständen stammen. Die jährlichen Umsatzpotenziale der Albatros-Kooperation sowie aus dem Erwerb der ARTUS-Gesellschaften belaufen sich auf bis zu 50 Mio. €. Diese Potenziale sowie das im Zuge der Digitalisierungsstrategie zu realisierende organische Umsatzwachstum sollten bis 2020 zu einem Umsatzvolumen von nahezu 140 Mio. € führen:

### Umsatzprognosen (in Mio. €) und Umsatzwachstum (in %)



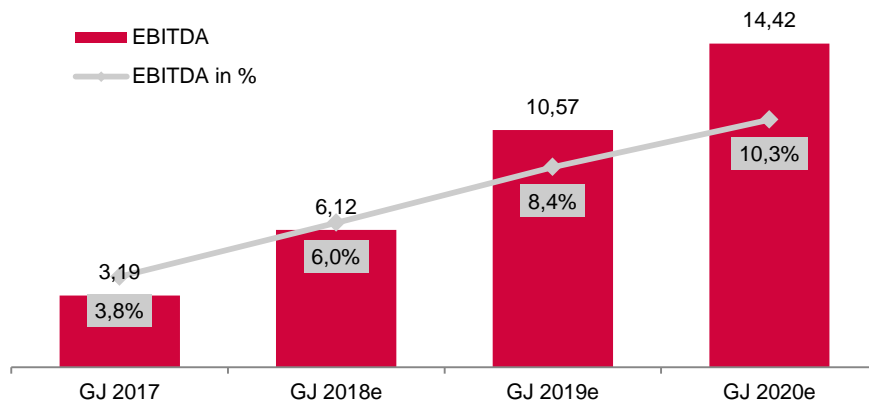
Quelle: GBC AG

Ein steigendes Umsatzvolumen geht bei der JDC Group AG mit erheblichen Skaleneffekten einher. Dies wird besonders anhand des bereinigten EBITDA-Anstiegs in Höhe von rund 63 % ersichtlich, bei einer gleichzeitigen Umsatzausweitung von lediglich 8,2 %. Im Zuge der zunehmenden Digitalisierungsumsätze sowie des ansteigenden Großkundengeschäftes sollte die Gesellschaft zudem von einem Anstieg der Rohertragsmarge profitieren, da bei diesen Umsätzen typischerweise kein Makler zwischenge-



schaltet ist. Der steigende Rohertrag, in Verbindung mit einem nur unterproportionalen Overheadkosten-Anstieg, sollte zu einem Ausbau der EBITDA-Marge oberhalb von 10,0 % (GJ 2020e) führen. Gleichzeitig dient diese Annahme als Basis für die Stetigkeitsphase unseres DCF-Bewertungsmodells:

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



Quelle: GBC AG

Auch auf Basis des Nachsteuerergebnisses sollte im laufenden Geschäftsjahr der Break-Even erreicht werden.

## **Bewertung**

### ***Modellannahmen***

Die JDC Group AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2018 - 2020 in Phase 1, erfolgt von 2021 - 2025 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,3 % angenommen. Die Steuerquote haben wir zunächst aufgrund angelauener Verlustvorträge (28,36 Mio. €) mit 12,0 % 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 JDC Group AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,25 % (bisher: 1,25 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,41.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,03% (bisher: 9,03 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,10 % (bisher: 8,08 %).

### ***Bewertungsergebnis***

Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018 entspricht als Kursziel 12,40 € (bisher: 11,50 €). Die Kurszielanhebung erfolgt in erster Linie vor dem Hintergrund des erstmaligen Einbezugs der 2020er Prognosen in die konkrete Schätzperiode des DCF-Bewertungsmodells. Damit ist für die Stetigkeitsphase des DCF-Modells eine höhere Basis gegeben. Darüber hinaus ist ein Roll-Over-Effekt für die Kurszielanhebung verantwortlich, da wir die Kurszielbasis turnusmäßig auf das Geschäftsjahresende 2019 (bisher: 2018) „rolliert“ haben.

## DCF-Modell

### JDC Group - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	10,3%	ewige EBITA - Marge	9,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	7,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	-4,3%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	101,37	126,48	139,48	143,66	147,97	152,41	156,98	161,69	
US Veränderung	20,0%	24,8%	10,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,24	2,84	3,15	3,25	3,51	3,80	4,09	4,41	
EBITDA	6,12	10,57	14,42	14,85	15,30	15,76	16,23	16,72	
EBITDA-Marge	6,0%	8,4%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	
EBITA	3,02	7,37	11,22	11,75	12,21	12,81	13,42	14,03	
EBITA-Marge	3,0%	5,8%	8,0%	8,2%	8,2%	8,4%	8,5%	8,7%	9,9%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,90	-2,21	-3,36	-3,53	-3,66	-3,84	-4,03	-4,21	
EBI (NOPLAT)	2,11	5,16	7,85	8,23	8,54	8,97	9,39	9,82	30,0%
Kapitalrendite	5,8%	13,9%	20,9%	21,5%	22,5%	25,1%	28,0%	31,1%	38,6%
Working Capital (WC)	-8,00	-7,00	-6,00	-6,18	-6,36	-6,55	-6,75	-6,95	
WC zu Umsatz	-7,9%	-5,5%	-4,3%	-4,3%	-4,3%	-4,3%	-4,3%	-4,3%	
Investitionen in WC	-0,07	-1,00	-1,00	0,18	0,19	0,19	0,20	0,20	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	45,20	44,50	44,30	44,20	42,11	40,16	38,35	36,66	
AFA auf OAV	-3,10	-3,20	-3,20	-3,10	-3,09	-2,95	-2,81	-2,68	
AFA zu OAV	6,9%	7,2%	7,2%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	
Investitionen in OAV	-3,82	-2,50	-3,00	-3,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investiertes Kapital	37,20	37,50	38,30	38,02	35,74	33,60	31,60	29,71	
EBITDA	6,12	10,57	14,42	14,85	15,30	15,76	16,23	16,72	
Steuern auf EBITA	-0,90	-2,21	-3,36	-3,53	-3,66	-3,84	-4,03	-4,21	
Investitionen gesamt	-3,89	-3,50	-4,00	-2,82	-0,81	-0,81	-0,80	-0,80	
Investitionen in OAV	-3,82	-2,50	-3,00	-3,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investitionen in WC	-0,07	-1,00	-1,00	0,18	0,19	0,19	0,20	0,20	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	1,32	4,86	7,05	8,51	10,82	11,11	11,40	11,71	178,17

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	149,93	157,22
Barwert expliziter FCFs	46,64	45,57
Barwert des Continuing Value	103,29	111,65
Nettoschulden (Net debt)	12,81	9,20
Wert des Eigenkapitals	137,12	148,01
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	137,12	148,01
Ausstehende Aktien in Mio.	11,93	11,93
Fairer Wert der Aktie in EUR	11,49	<b>12,40</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,41
Eigenkapitalkosten	9,0%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	6,0%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	26,9%
WACC	<b>8,1%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	7,1%	7,6%	8,1%	8,6%	9,1%
35,6%	13,91	12,67	11,63	10,77	10,03
37,1%	14,39	13,09	12,02	11,11	10,34
38,6%	14,88	13,52	<b>12,40</b>	11,46	10,65
40,1%	15,36	13,95	12,79	11,80	10,96
41,6%	15,85	14,38	13,17	12,15	11,28

## 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.htm>

#### **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.htm>

#### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

#### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter

Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

**Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:**

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

**§ 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 Unternehmen.
- (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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent 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 Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studienstellung 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.)

#### **§ 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:

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst**

**Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst**

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, 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](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG<sup>®</sup>**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)