



Researchstudie (Update)

EQS Group AG



IFRS 16-Effekt fällt etwas geringer aus

-

**Sehr hohe Wachstumsdynamik mit
Margenverbesserungen in Aussicht**

**Kursziel: 93,20 €
(bisher: 94,60 €)**

Rating: Kaufen

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 9

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 28.05.2019 (18:15 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 29.05.2019 (09:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2019

EQS Group AG *5a;7;11

Rating: Kaufen
Kursziel: 93,20 €
(bisher: 94,60 €)

aktueller Kurs: 68,00 €
28.05.2019 / ETR 17:36
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005494165
WKN: 549416
Börsenkürzel: EQS
Aktienanzahl³: 1,44
Marketcap³: 97,58
EnterpriseValue³: 115,01
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 48,9%

Transparenzlevel:

Marktsegment:
Entry Standard

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Baader Bank AG

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 10

Unternehmensprofil

Branche: Software

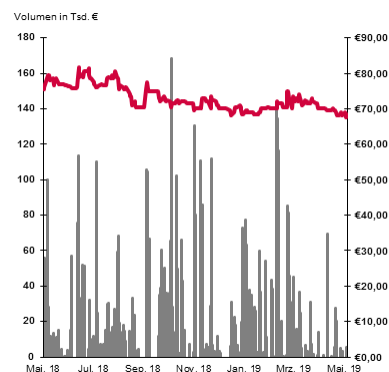
Fokus: Corporate Compliance und Investor Relations

Mitarbeiter: 447 Stand: 31.12.2018

Gründung: 2000

Firmensitz: München

Vorstand: Achim Weick, Christian Pflieger, André Marques, Marcus Sultzer



Die EQS Group ist ein führender internationaler Technologieanbieter für Compliance und Investor Relations. Mehrere tausend Unternehmen weltweit erfüllen mit der EQS Group komplexe nationale und internationale Publizitätspflichten, minimieren Risiken und sprechen Stakeholder gezielt an. Die EQS Group ist ein digitaler Komplettanbieter: Zu den Produkten und Services gehören ein globales Newswire, ein Meldepflichtenservice, Investor Targeting und Kontaktmanagement, sowie eine Insiderlistenverwaltung. Diese sind in der cloudbasierten Plattform EQS COCKPIT gebündelt, um die Arbeitsprozesse von Investor Relations-, Kommunikations- und Compliance-Verantwortlichen zu optimieren. Darüber hinaus bietet die EQS Group eine innovative Whistleblowing- und Case-Management-Software, IR-Webseiten, digitale Berichte und Webcasts an. Die EQS Group wurde im Jahr 2000 in München gegründet. Heute ist der Konzern mit mehr als 450 Mitarbeitern in den wichtigsten Finanzmetropolen der Welt vertreten.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2018	31.12.2019	30.12.2020	30.12.2021
Umsatz	36,21	41,60	48,88	58,17
EBITDA	0,30	3,60	6,95	12,42
EBIT	-2,06	-1,21	1,95	7,21
Jahresüberschuss	0,79	-1,66	1,13	4,82

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,55	-1,16	0,78	3,36
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	3,18	2,76	2,35	1,98
EV/EBITDA	381,90	31,96	16,55	9,26
EV/EBIT	neg.	neg.	59,09	15,94
KGV	123,34	neg.	86,69	20,25
KBV	3,45			

Finanztermine

16.08.2019: Veröffentlichung HJ-Bericht
15.11.2019: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

24.04.2019: RS / 94,60 / KAUFEN

03.12.2018: RS / 91,70 / KAUFEN

24.08.2018: RS / 92,00 / KAUFEN

07.06.2018: RS / 92,50 / KAUFEN

24.04.2018: RS / 85,40 / KAUFEN

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

Geschäftsentwicklung Q1 2019

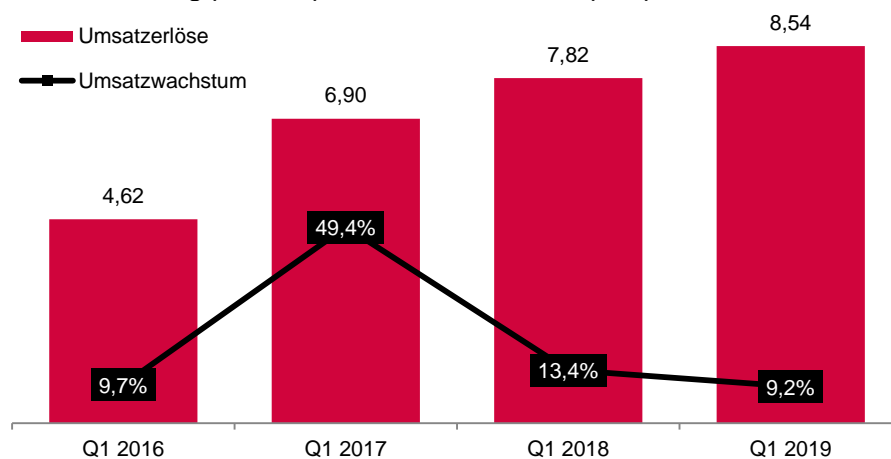
in Mio. €	Q1 2017	Q1 2018	Q1 2019
Umsatzerlöse	6,90	7,82	8,54
EBITDA	0,66	-0,30	-0,44
EBITDA-Marge	9,5%	-3,9%	-5,2%
EBIT	0,16	-0,80	-1,52
EBIT-Marge	2,3%	-10,2%	-17,8%
Nettoergebnis	-0,09	-0,48	-1,98
EPS in €	-0,07	-0,34	-1,38

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzentwicklung

Im ersten Quartal erhöhten sich die Umsatzerlöse um 9,2% auf 8,54 Mio. € (VJ: 7,82 Mio. €). Traditionell ist das erste Quartal eher schwächer und die Wachstumsgeschwindigkeit nimmt in der Regel über das Jahr hinweg zu und fällt im vierten Quartal am höchsten aus.

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Obwohl das erste Quartal traditionell das schwächste Quartal ist, lag das Ergebnis unter den Erwartungen des Unternehmens. Der Grund hierfür sind vornehmlich die ausbleibenden IPOs, was für die EQS wichtiges Neugeschäft gebracht hätte. So werden normalerweise alle Unternehmen im Zuge eines IPOs in Deutschland Kunde der EQS. Wir hatten ebenfalls vergleichsweise wenige IPOs im Markt prognostiziert und lagen entsprechend mit unserer Umsatzprognose am unteren Ende der Guidance.

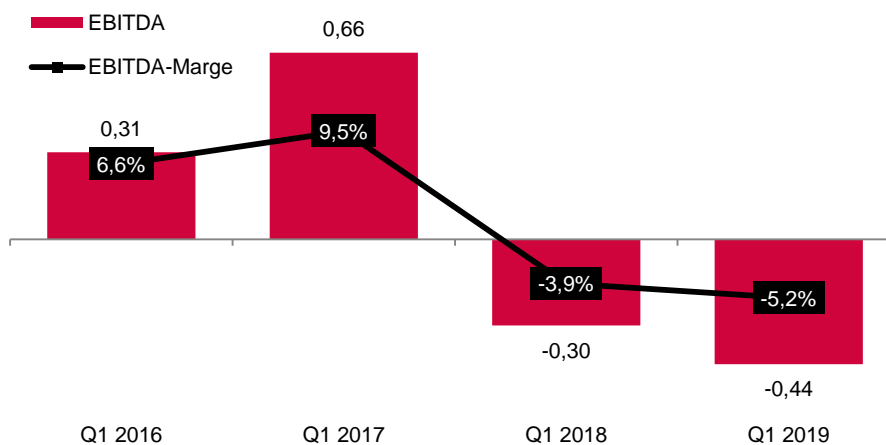
Segmentseitig wuchs der Bereich Compliance um 7,3% auf 4,10 Mio. € (VJ: 3,82 Mio. €), was insbesondere durch die ausbleibenden IPOs verursacht wurde. Dennoch können noch nicht-öffentliche IPOs im Laufe des Jahres wichtige Wachstumsimpulse für die EQS liefern und wir sind weiterhin davon überzeugt, dass die EQS zukünftig im Wachstumsmarkt Compliance entscheidende Marktanteile gewinnen kann. Konträr hierzu konnte im Segment Investor Relations eine gute Wachstumsdynamik erzielt werden und der Umsatz stieg um 11,1% auf 4,44 Mio. € (VJ: 4,00 Mio. €). Hintergrund dieser Entwicklung ist unter anderem die Kundenmigration auf das neue Cockpit. Das neue Cockpit bietet den Kunden eine Vielzahl von neuen Tools und sollte auch höhere wiederkehrende Umsätze erzielen. Aktuell konnten bereits 4 Kunden auf das neue Vertragsmodell konvertiert werden. Unseres Erachtens sollten langfristig alle Kunden auf die neue Lösung wechseln.

Zudem sollten sich über die neuen Module CRM und Investors zukünftig noch weitere signifikante Umsatzströme erschließen lassen.

Ergebnisentwicklung

Das EBITDA belief sich auf -0,44 Mio. € (VJ: -0,30 Mio. €), trotz des positiven Effekts aus IFRS 16 (siehe Research vom 24.04.2019). Bereinigt um den IFRS 16-Effekt wurde ein EBITDA in Höhe von -0,89 Mio. € erzielt. Wir gehen davon aus, dass sich das EBITDA über die nächsten Quartale wieder deutlich positiv entwickelt, getrieben durch die Umsatzsteigerungen und das skalierbare Geschäftsmodell. In Verbindung mit der auslaufenden Investitionsoffensive sollte das Ergebnis des ersten Quartals nur bedingt viel Aussagekraft für das Gesamtjahr haben.

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Im ersten Quartal wurden für die weitere Produktentwicklung des CRM und des Policy Managers Eigenleistungen in Höhe von 0,92 Mio. € (VJ: 0,88 Mio. €) aktiviert. Diese Produkte sollten jedoch mit der Einführung weitere wiederkehrende Erlöse beitragen.

Die operativen Kosten sind laut dem Geschäftsbericht seit Q2 2018 nur geringfügig gestiegen und sollten auch in den kommenden Quartalen nicht wesentlich ansteigen. Im Vergleich zum Vorjahreszeitraum stiegen insbesondere die Personalkosten und die bezogenen Leistungen an. Dies steht im Zusammenhang mit der Investitionsoffensive und dem Ausbau des Entwicklerpersonals. Entsprechend stieg insbesondere der Personalaufwand um 22,4% auf 6,42 Mio. € (VJ: 5,25 Mio. €) an. Aber auch die bezogenen Leistungen, welche im Zusammenhang mit Freelancern und der Produktentwicklung standen, stiegen um 38,7% auf 1,85 Mio. € (VJ: 1,33 Mio. €) an. Gegenläufig hierzu reduzierten sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 26,0% auf 1,82 Mio. € (VJ: 2,45 Mio. €), was zum einen durch den IFRS 16 hervorgerufen wurde und zum anderen durch den Wegfall von Recruitingausgaben.

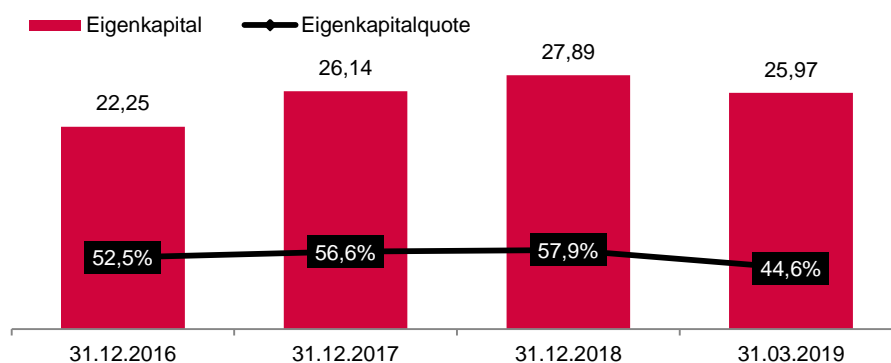
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	31.03.2019
Eigenkapital*	26,14	27,89	25,97
EK-Quote (in %)	56,6%	57,9%	44,6%
Operatives Anlagevermögen	13,67	18,95	28,78
Working Capital	0,21	-1,83	-3,92
Net Debt	-2,49	7,75	17,10
Cashflow (Operativ)	1,65	2,60	1,59
Cashflow (Investition)	-7,59	-8,37	-1,03
Cashflow (Finanzierung)	6,09	0,63	-0,94

Quelle: EQS Group AG; GBC AG; *exklusive Minderheiten

Erwartungsgemäß kam es zu signifikanten Änderungen der Bilanzkennzahlen durch den neuen Rechnungslegungsstandard IFRS 16. Insbesondere durch die Aktivierung der Leasingverträge bzw. der Mietverträge stieg die Bilanzsumme um 20,7% auf 58,17 Mio. € (VJ: 48,17 Mio. €) an. Begründet lag dies vornehmlich in dem Anstieg der Sachanlagen bzw. der Gegenposition der langfristigen finanziellen Schulden. Die Sachanlagen erhöhten sich um 413,7% auf 11,51 Mio. € (VJ: 2,24 Mio. €) und machen somit eine Vergleichbarkeit zum Vorjahr kaum möglich. Weiterhin hat dies eine starke Auswirkung auf die Eigenkapitalquote unabhängig von der Unternehmensentwicklung.

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG; *exklusive Minderheiten

Das bilanzielle Eigenkapital (exklusive Minderheiten) reduzierte sich auf 25,97 Mio. € (VJ: 27,89 Mio. €) bedingt durch das negative Periodenergebnis. In Verbindung mit der Bilanzverlängerung durch den IFRS 16-Effekt sank die Eigenkapitalquote auf 44,6% (31.03.2019) im Vergleich zu 57,9% zum 31.12.2018.

Prognose und Modellannahmen

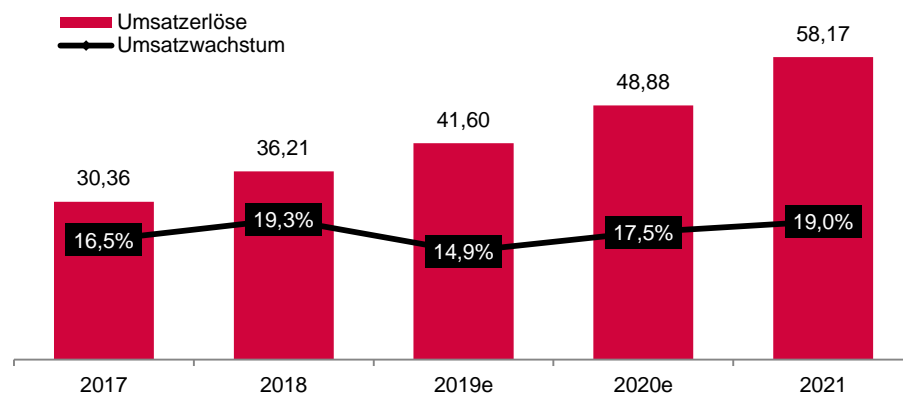
GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e
Umsatzerlöse	36,21	41,60	48,88	58,17
EBITDA	0,30	3,60	6,95	12,42
EBITDA-Marge	0,8%	8,6%	14,2%	21,4%
EBIT	-2,06	-1,21	1,95	7,21
EBIT-Marge	-5,7%	-2,9%	4,0%	12,4%
Nettoergebnis	0,79	-1,66	1,13	4,82
EPS in €	0,55	-1,16	0,78	3,36

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzprognosen

Zum ersten Quartal 2019 wurde die Guidance bestätigt und das Unternehmen geht weiterhin von einem Umsatzanstieg auf 41,5 bis 43,5 Mio. € aus. In den Folgejahren bis zum Jahr 2025 soll das jährliche durchschnittliche Wachstum zwischen 15% und 20% betragen. Im Rahmen der Zahlen des ersten Quartals bestätigen wir unsere Prognose und erwarten weiterhin Umsatzerlöse in Höhe von 41,6 Mio. € im Jahr 2019. Unsere Prognose liegt am unteren Ende der Guidance, da wir für das Jahr 2019 wenige IPOs in Deutschland erwarten, welche einen signifikanten positiven Effekt für die Gesellschaft hätten, da in der Regel jedes IPO-Unternehmen von der EQS gewonnen werden kann. Für die ambitionierten Ziele bis 2025 hat die EQS die Vision entwickelt, der führende Cloudanbieter für globale Investor Relations- und Corporate Compliance-Lösungen in Europa zu sein. Als Treiber für das weitere Wachstum sehen wir weiterhin die zunehmende Digitalisierung, Globalisierung und Regulierung. Von diesen Trends sollten die beiden Segmente Compliance und Investor Relations gleichermaßen profitieren.

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



Quelle: GBC AG

Für die Folgejahre 2020 und 2021 gehen wir von einer erhöhten Wachstumsgeschwindigkeit der Umsatzerlöse aus und wir erwarten ein Wachstum von 17,5% auf 48,88 Mio. € (2020), bzw. 19,0% auf 58,17 im Jahr 2021.

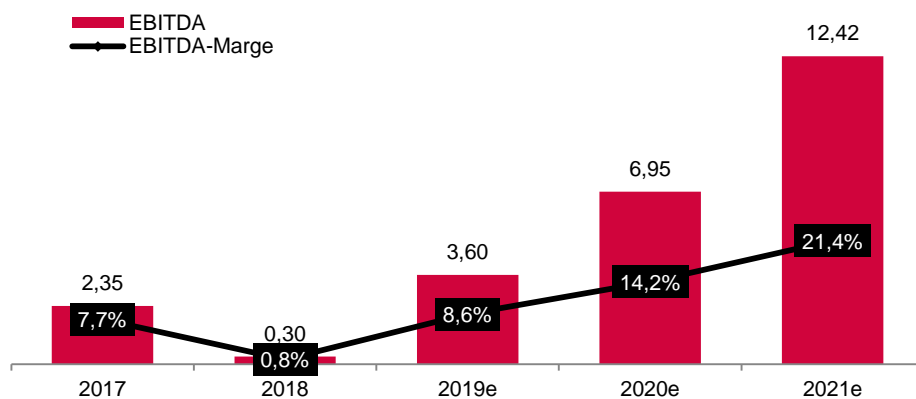
Zudem gehen wir davon aus, dass im Jahr 2019 ein stärkerer Fokus auf der Kundengewinnung liegen sollte. Dies steht im Zusammenhang mit den neuen Produkten wie z.B. dem neuen Cockpit. Unseres Erachtens wird das Unternehmen zunächst versuchen, die Kundenbasis zu verbreitern und anschließend über den Release von weiteren Funktionalitäten die Monetarisierung stärker zu adressieren.

Sollten im zweiten Halbjahr weitere IPOs kommen, so könnte durchaus noch das obere Ende der Guidance erreicht werden. Mittel- bis langfristig sehen wir die EQS auf einem guten Wachstumspfad.

Ergebnisprognosen

Die Ergebnis-Guidance des Unternehmens liegt bei einem EBITDA zwischen 1,0 und 2,0 Mio. € für 2019. Diese Guidance bezieht sich jedoch auf das EBITDA vor IFRS 16-Effekten. Wir gingen in unserem Research Report vom 25.04.2019 von einem IFRS 16-EBITDA-Effekt von +2,41 Mio. € aus und hatten somit die Guidance auf 3,41 bis 4,41 Mio. € modifiziert. Wir hatten den IFRS 16-Effekt überschätzt und das Unternehmen gibt nun im Rahmen des Q1-Reports eine EBITDA-Guidance, bereinigt um IFRS 16-Effekte, in Höhe von 2,80 bis 3,80 Mio. € heraus. Entsprechend haben wir unsere Prognose um geringere IFRS 16-Effekte korrigiert und erwarten nun 3,60 Mio. € EBITDA in 2019 (bisher: 4,01 Mio. €), was einer EBITDA-Marge von 8,6% (bisher: 9,6%) entspricht. In den Folgejahren erwarten wir ein EBITDA in Höhe von 6,95 Mio. € (2020), bzw. 12,42 Mio. € (2021).

Prognose des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %), gemäß IFRS 16 ab dem Jahr 2019



Quelle: GBC AG

Insgesamt gehen wir weiterhin von einer sukzessiven Margenverbesserung aus. So sollte die Investitionsoffensive über die Jahre 2019 und 2020 abgeschlossen sein. Durch die Investitionen und die Erschließung des Compliance-Markts erwarten wir deutlich höhere Umsatzerlöse, welche durch das stark skalierbare Geschäftsmodell zu einer signifikanten Margenerhöhung führen sollten.

Im Zuge der IFRS 16-Anpassungen haben wir unsere Ergebnisschätzungen leicht reduziert und auf Basis unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 93,20 € (bisher: 94,60 €) ermittelt. Vor dem Hintergrund des deutlichen Upside-Potentials vergeben wir das Rating Kaufen.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die EQS Group AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019, 2020 und 2021 in Phase 1, erfolgt von 2022 bis 2026 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 11,0 % und eine lineare jährliche Steigerung der EBITDA-Marge um 1,2%. Die Steuerquote haben wir mit 35,0% in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0%.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der EQS Group AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00% (bisher: 1,00%).**

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,38.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,81 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 95 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,21 % (bisher: 8,47 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,21 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2019 entspricht als Kursziel 93,20 € (bisher: 94,60 €).

DCF-Modell

EQS Group AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	11,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	0,0%	ewige EBITA - Marge	19,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	22,3%	effektive Steuerquote im Endwert	32,0%
Working Capital zu Umsatz	1,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	41,60	48,88	58,17	64,57	71,67	79,55	88,30	98,02	
US Veränderung	14,9%	17,5%	19,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,53	1,87	2,31	2,67	3,10	3,59	4,18	4,86	
EBITDA	3,60	6,95	12,42	14,56	17,02	19,85	23,09	26,81	
EBITDA-Marge	8,6%	14,2%	21,4%	22,6%	23,8%	25,0%	26,2%	27,4%	
EBITA	-1,21	1,95	7,21	8,96	11,64	14,69	18,16	22,10	19,0%
EBITA-Marge	-2,9%	4,0%	12,4%	13,9%	16,2%	18,5%	20,6%	22,5%	
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,08	-0,58	-2,52	-3,13	-4,07	-5,14	-6,35	-7,73	32,0%
EBI (NOPLAT)	-1,29	1,36	4,69	5,82	7,57	9,55	11,80	14,36	
Kapitalrendite	-7,5%	5,3%	18,5%	23,1%	30,5%	40,0%	51,4%	65,2%	61,1%
Working Capital (WC)	-1,50	-0,75	0,00	0,65	0,72	0,80	0,88	0,98	
WC zu Umsatz	-3,6%	-1,5%	0,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Investitionen in WC	-0,33	-0,75	-0,75	-0,65	-0,07	-0,08	-0,09	-0,10	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	27,15	26,15	25,15	24,15	23,15	22,15	21,15	20,15	
AFA auf OAV	-4,81	-5,00	-5,20	-5,60	-5,38	-5,16	-4,94	-4,71	
AFA zu OAV	17,7%	19,1%	20,7%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	
Investitionen in OAV	-13,01	-4,00	-4,20	-4,60	-4,38	-4,16	-3,94	-3,71	
Investiertes Kapital	25,65	25,40	25,15	24,80	23,87	22,95	22,03	21,13	
EBITDA	3,60	6,95	12,42	14,56	17,02	19,85	23,09	26,81	
Steuern auf EBITA	-0,08	-0,58	-2,52	-3,13	-4,07	-5,14	-6,35	-7,73	
Investitionen gesamt	-13,35	-4,75	-4,95	-5,25	-4,45	-4,24	-4,02	-3,81	
Investitionen in OAV	-13,01	-4,00	-4,20	-4,60	-4,38	-4,16	-3,94	-3,71	
Investitionen in WC	-0,33	-0,75	-0,75	-0,65	-0,07	-0,08	-0,09	-0,10	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Nicht zahlungswirksame Posten	8,63	-2,50	-2,50	-2,50	-2,50	-2,50	-2,50	-2,50	
Freie Cashflows	-1,20	-0,89	2,44	3,68	6,00	7,97	10,21	12,76	201,25

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	143,48	156,14
Barwert expliziter FCFs	27,62	30,78
Barwert des Continuing Value	115,85	125,36
Nettoschulden (Net debt)	9,29	10,51
Wert des Eigenkapitals	134,19	145,63
Fremde Gewinnanteile	-0,46	-0,49
Wert des Aktienkapitals	133,73	145,13
Ausstehende Aktien in Mio.	1,43	1,43
Fairer Wert der Aktie in EUR	93,20	101,14

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,38
Eigenkapitalkosten	8,6%
Zielgewichtung	95,0%
Fremdkapitalkosten	2,0%
Zielgewichtung	5,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,2%

Kapitalrendite	WACC				
	7,6%	7,9%	8,2%	8,5%	8,8%
60,6%	104,59	98,23	92,51	87,36	82,69
60,9%	104,99	98,59	92,85	87,68	82,99
61,1%	105,38	98,96	93,20	88,00	83,29
61,4%	105,77	99,33	93,54	88,32	83,58
61,6%	106,17	99,69	93,88	88,63	83,88

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 analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst

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

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.:0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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