



Researchstudie (Update)

EQS Group AG



Verzögerungen in der Produktentwicklung verschieben Umsätze in das Jahr 2020

-

Nachholeffekte in 2020 zu erwarten

**Kursziel: 90,00 €
(bisher: 94,00 €)**

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 9**

EQS Group AG *5a;7;11

Rating: Kaufen
Kursziel: 90,00 €
(bisher: 94,00 €)

aktueller Kurs: 56,00 €
19.11.2019 / XETRA 14:38
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005494165
WKN: 549416
Börsenkürzel: EQS
Aktienanzahl³: 1,43
Marketcap³: 80,36
EnterpriseValue³: 93,78
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 32 %

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
SCALE

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

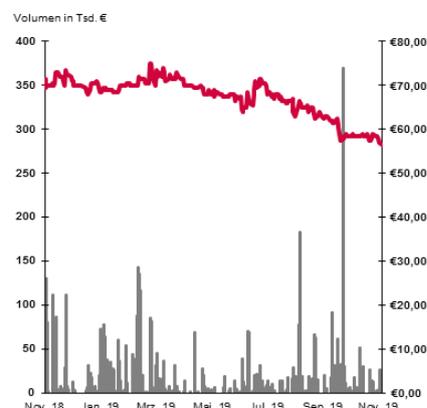
Fokus: Digital Investor Relations,
Corporate Communications and Compliance

Mitarbeiter: 434 Stand: 30.09.2019

Gründung: 2000

Firmensitz: München

Vorstand: Achim Weick (CEO), Christian Pflieger (COO),
André Marques (CFO), Marcus Sultzer (CRO)



Die EQS Group ist ein internationaler Anbieter von regulatorischen Technologien (RegTech) in den Bereichen Corporate Compliance und Investor Relations. Mehrere tausend Unternehmen weltweit nutzen die Lösungen der EQS Group, um komplexe Compliance-Anforderungen zu erfüllen, Risiken zu minimieren und transparent mit Stakeholdern zu kommunizieren. Die Produkte der EQS Group sind in der cloud-basierten Software EQS COCKPIT gebündelt (SaaS). Damit lassen sich Compliance-Workflows in den Bereichen Hinweisgeberschutz und Case Management, Richtlinien-Management, Insiderlistenverwaltung und Meldepflichten professionell steuern. Börsennotierte Unternehmen nutzen zudem ein globales Newswire, Investor Targeting und Kontaktmanagement, IR Webseiten, digitale Berichte und Webcasts zur Investorenkommunikation. Die EQS Group wurde im Jahr 2000 in München gegründet.

GuV in Mio. EUR / GJ Ende	31.12.2018	31.12.2019e	30.12.2020e	30.12.2021e
Umsatz	36,21	36,50	37,40	43,01
EBITDA	0,30	3,30	3,86	7,93
EBIT	-2,06	-0,70	-0,18	3,79
Jahresüberschuss	0,79	1,29	-0,52	2,42

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,55	0,90	-0,36	1,68
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	2,59	2,57	2,51	2,18
EV/EBITDA	311,40	28,42	24,29	11,83
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	24,77
KGV	101,57	62,49	neg.	33,23
KBV	2,84			

Finanztermine

25.11.2019 Eigenkapitalforum
03.04.2020 Geschäftsbericht 2019
15.05.2020 Veröffentlichung Q1-Zahlen
15.05.2020 Hauptversammlung
14.08.2020 Veröffentlichung H1-Zahlen
17.11.2020 Veröffentlichung Q3-Zahlen

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
29.08.2019: RG / 94,00 / KAUFEN
29.05.2019: RS / 93,20 / KAUFEN
24.04.2019: RS / 94,60 / KAUFEN
03.12.2018: RS / 91,70 / KAUFEN
24.08.2018: RS / 92,00 / KAUFEN

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

Geschäftsentwicklung 9M 2019

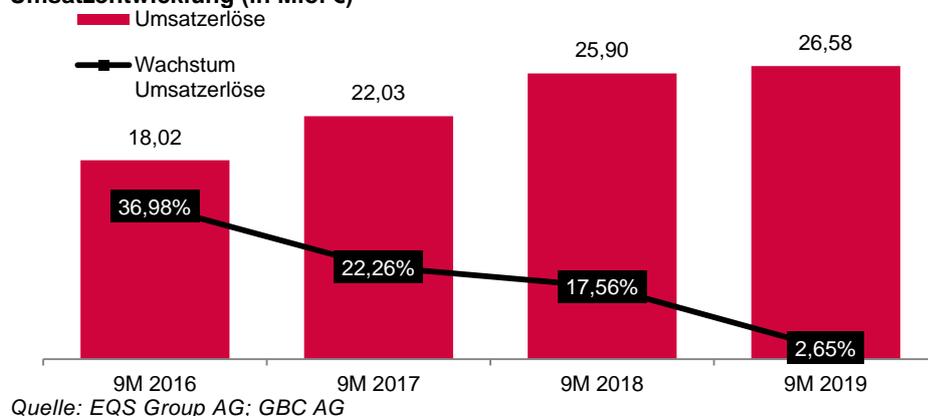
in Mio. €	9M 2017	9M 2018	9M 2019
Umsatzerlöse	22,03	25,90	26,58
EBITDA	1,94	-0,67	0,65
EBITDA-Marge	8,8%	-2,6%	2,4%
EBIT	0,46	-2,37	-2,34
EBIT-Marge	2,1%	-9,2%	-8,8%
Nettoergebnis	-0,70	-2,29	-0,72
EPS in €	-0,48	-1,47	-0,43

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzentwicklung

Die EQS erzielte nach 9 Monaten ein Umsatzwachstum in Höhe von 2,7% auf 26,58 Mio. € (VJ: 25,90 Mio. €). Jedoch wurde die veräußerte ARIVA.DE AG zum 01.07.2019 entkonsolidiert. Bereinigt um die veräußerte Tochtergesellschaft stieg der Umsatz um 11,8% auf 23,09 Mio. € (VJ: 20,64 Mio. €). Dennoch lag diese Entwicklung unter den Erwartungen des Managements. Der Grund für dieses geringe Wachstum waren längere Entwicklungszeiten der neuen Module (CRM, Mailing, Policy Manager), was folglich zu Verschiebungen bei der Bestandskundenmigration führte und auch die Neukundenakquise nach hinten verschiebt. Zudem kam es zu deutlich weniger IPOs als vom Unternehmen erwartet (5 anstatt 15). Gleichsam steigerte sich der XML-Markt weniger als erwartet, da sich die Berichtslänge regulationsbedingt weniger vergrößert hatte als erwartet (2% statt 10%). Darüber hinaus sind die Verkaufszyklen im Compliance Cloud-Bereich insgesamt länger, was ebenfalls zu geringeren Umsatzerlösen führte.

Umsatzentwicklung (in Mio. €)



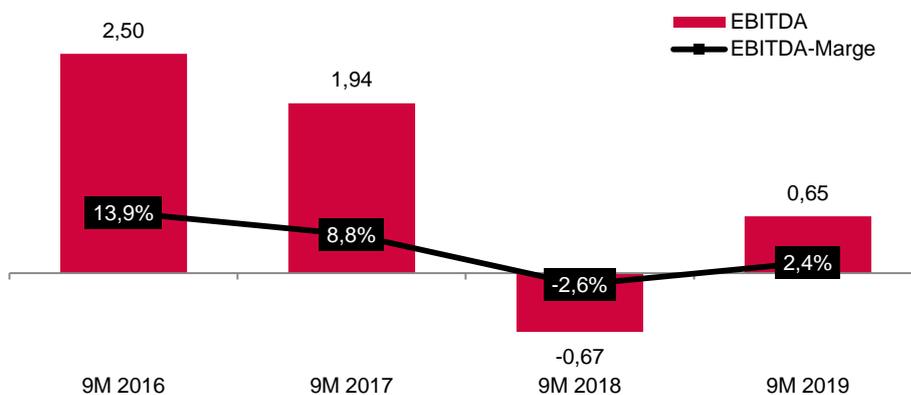
Insgesamt bleibt der Anteil der wiederkehrenden Umsatzerlöse (81% Q3 19) sehr hoch und das Unternehmen stellt mit der Fertigstellung der weiteren Module einen Anstieg der wiederkehrenden Erlöse in Aussicht.

Ergebnisentwicklung

Das EBITDA erhöhte sich auf 0,65 Mio. € (VJ: -0,67 Mio. €), jedoch sind bei dieser Entwicklung Sondereffekte zu berücksichtigen. Der Grund hierfür lag in dem Rückgang der sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 26,0% auf 5,54 Mio. € (VJ: 7,49 Mio. €), bedingt durch die IFRS-16-Effekte, der Entkonsolidierung der ARIVA.DE AG und dem Wegfall von Recruitingkosten. Bereinigt um die IFRS 16-Effekte lag das EBITDA bei -0,72 Mio. €. Durch die Aktivierung der Leasingverträge (gemäß IFRS 16) erhöhten sich die Abschreibungen um 75,5% auf 2,99 Mio. € (VJ: 1,70 Mio. €). Der IFRS 16 Effekt belief sich hierbei auf 1,37 Mio. €. Weiterhin reduzierten sich die aktiveren Eigenleistungen im Zuge der Finalisierung des neuen Cockpits inklusive der Module von 2,84 Mio. €

(9M 2018) auf 2,27 Mio. € (9M 2019). Dennoch sind die operativen Kosten in Summe deutlich unterproportional zum Umsatz um 0,4% auf 31,50 Mio. € (VJ: 31,39 Mio. €) angestiegen, was auch auf die Reduktion von Freelancern zurückzuführen ist, welche durch die Finalisierung des Cockpits weniger benötigt werden.

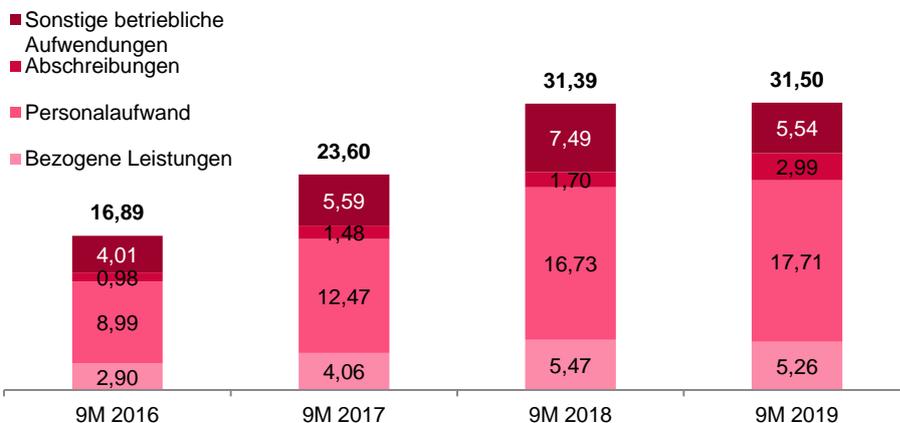
EBITDA-Entwicklung (in Mio. €)



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Gemäß der pro forma Konzernergebnisrechnung exklusive ARIVA.DE AG belief sich das EBITDA auf 0,39 Mio. € (VJ: -0,63 Mio. €), wobei hier die IFRS 16-Effekte ebenfalls maßgeblich das EBITDA positiv beeinflusst haben.

Entwicklung der Kosten (in Mio. €)



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Durch die Veräußerung der ARIVA.DE AG wurde ein Finanzertrag in Höhe von 2,23 Mio. € realisiert, welcher den Periodenfehlbetrag deutlich gemindert hat. Das Nettoergebnis belief sich entsprechend auf -0,72 Mio. € (VJ: -2,29 Mio. €).

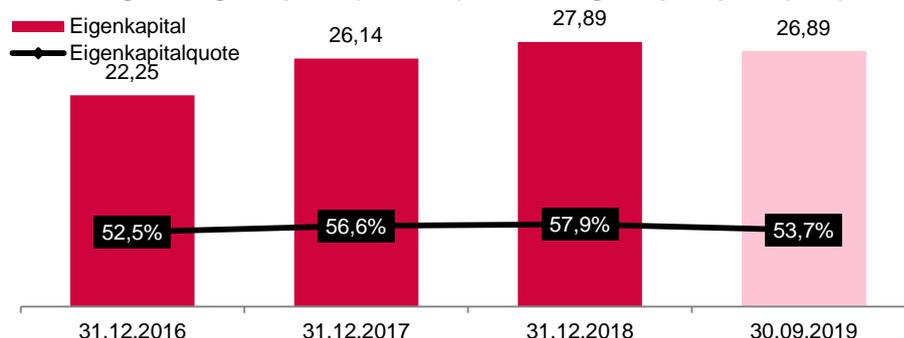
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.09.2019

in Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	30.09.2019
Eigenkapital*	26,14	27,89	26,89
EK-Quote (in %)*	56,6%	57,9%	53,7%
Operatives Anlagevermögen	13,67	18,95	22,93
Working Capital	0,21	-1,83	-2,03
Net Debt	-2,49	7,75	13,42
Cashflow (operativ)	1,65	2,60	1,70
Cashflow (Investition)	7,59	-8,37	0,84
Cashflow (Finanzierung)	6,09	0,63	-3,02

Quelle: EQS Group AG; GBC AG; *bereinigt um die Minderheiten

Das Eigenkapital (exklusive Minderheiten) reduzierte sich zum 30.09.2019 auf 26,89 Mio. € (31.12.2018: 27,89 Mio. €), bedingt durch den leichten Rückgang des Bilanzgewinns und der Entkonsolidierung von ARIVA.DE AG. Die Eigenkapitalquote reduzierte sich zum 30.09.2019 auf 53,7% (31.12.2018: 57,9%), da es neben dem gesunkenen Eigenkapital auch zu einer Bilanzverlängerung im Zuge von IFRS 16 kam. Trotz der Veräußerung der ARIVA.DE AG erhöhte sich die Bilanzsumme um 3,9% auf 50,07 Mio. € (VJ: 48,17 Mio. €). Das Unternehmen weist dennoch eine sehr hohe Eigenkapitalquote auf und ist sehr solide bilanziert.

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG; *EK bereinigt um die Minderheiten

Prognose und Modellannahmen

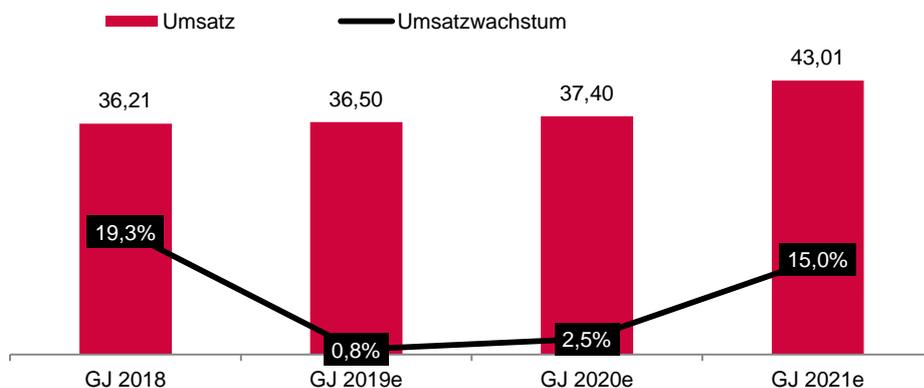
GuV (in Mio. €)	GJ 2019e (bisher)	GJ 2019e (neu)	GJ 2020e (bisher)	GJ 2020e (neu)	GJ 2021e (bisher)	GJ 2021e (neu)
Umsatzerlöse	38,50	36,50	41,58	37,40	48,86	43,01
EBITDA	3,29	3,30	4,94	3,86	6,88	7,93
EBITDA-Marge	8,6%	9,0%	11,9%	10,3%	14,1%	18,4%
EBIT	-0,71	-0,70	0,78	-0,18	2,56	3,79
EBIT-Marge	-1,8%	-1,9%	1,9%	-0,5%	5,2%	8,8%
Nettoergebnis	-1,15	1,29	0,31	-0,52	1,56	2,42
EPS in €	-0,80	0,90	0,22	-0,36	1,09	1,68

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzprognose

Im Rahmen der 9-Monatszahlen wurde die aktuelle Guidance angepasst. Der Vorstand der EQS Group AG geht nun von Umsatzerlösen in Höhe von 35,2 bis 36,6 Mio. € (Vormals: 37,5 – 39,5 Mio. €) aus. Hintergrund dieser Entwicklung waren insbesondere Verzögerungen in der CRM & Mailing Module, geringe IPO Aktivitäten und längere Sales-Zyklen im Bereich Compliance. Wir hatten bereits den schwächeren IPO-Markt in unseren Prognosen antizipiert, jedoch lagen unsere Schätzungen noch über der neuen Guidance. Um die Verzögerungen im CRM & Mailing in unseren Prognosen zu repräsentieren haben wir unsere Schätzungen überarbeitet. Wir erwarten nun Umsatzerlöse in Höhe von 36,50 Mio. € für das laufende Geschäftsjahr 2019, bzw. 37,50 Mio. € für das Jahr 2020 und 43,01 Mio. € für das Jahr 2021. Für das Geschäftsjahr 2020 erwarten wir ein Umsatzwachstum des fortgesetzten Geschäfts in Höhe von 15%. Durch den Wegfall der Umsatzbeiträge von ARIVA.DE AG kommt es in Summe zu einem Umsatzwachstum in Höhe von 2,5% auf 37,40 Mio. € (VJ: 36,50 Mio. €) im Geschäftsjahr 2020.

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Zudem wurde im Rahmen Guidance-Anpassung nochmals das langfristige jährliche Wachstumsziel von 10 - 15% bestätigt. Wir erwarten Nachholeffekte im Jahr 2020, da auch die Umstellung des Cockpits für alle Kunden zum 30.06.2020 erfolgen sollte. Dies sollte zu Umsatzsteigerungen insbesondere im zweiten Halbjahr 2020 führen und wir erwarten nun, dass sich das höhere Wachstum auch weiterhin fortsetzen wird. Zudem ist das Unternehmen unseres Erachtens gut aufgestellt, um weitere Umsatz- und Ergebnissteigerungen im vierten Quartal 2019 zu erzielen.

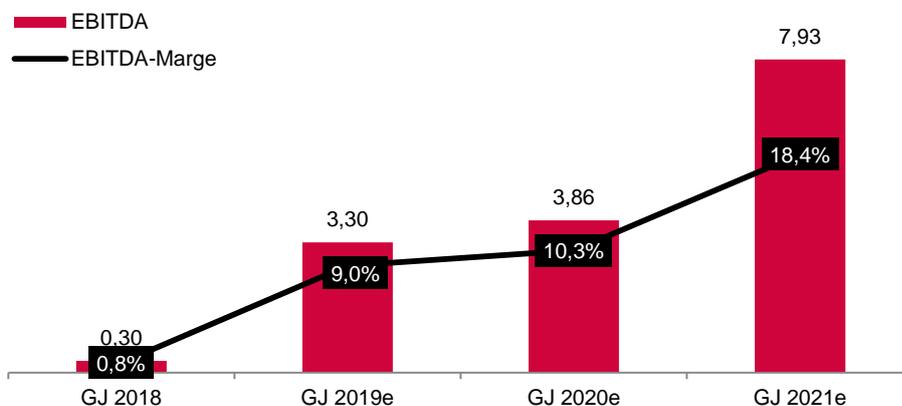
Durch den Verkauf von ARIVA.DE AG (in Kiel) sollte sich das Management noch mehr auf Hauptstandort in München konzentrieren können. Weiterhin sollte das langfristige

Marktwachstum durch die Haupttreiber zunehmende Regulierung, Digitalisierung und Globalisierung weiter zunehmen.

Ergebnisprognose

Die EBITDA-Guidance wurde von bisher 2,8 – 3,8 Mio. € auf nun 2,3 bis 3,3 Mio. € reduziert. Im Zuge unserer Prognoseanpassung erwarten wir nun ein EBITDA in Höhe von 3,30 Mio. € im laufenden Geschäftsjahr 2019, bzw. 3,86 Mio. € im Jahr 2020 und 7,93 Mio. € im Jahr 2021. Wir sind zuversichtlich, dass das Unternehmen überproportionale Ergebnissteigerungen erzielen kann. Bereits in den 9-Monatszahlen lässt sich eine unterproportionale Steigerung des operative Kosten erkennen. Der Grund für diese Entwicklung lag auch in der Reduktion von Freelancern, welche mit der Fertigstellung des Cockpits weniger benötigt werden. Zudem sollte es durch den Wegfall von ARIVA.DE AG zu einem deutlichen Rückgang im Bereich des Personalaufwands kommen.

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Insbesondere vor dem Hintergrund der SaaS-Lösungen und des sehr hohen Anteils an wiederkehrenden Erlösen erwarten wir ein stark überproportionales Ergebniswachstum. Dies zeigt sich auch in der Guidance, welche eine 30%ige EBITDA-Marge im Jahr 2025 proklamiert.

Die Investitionen sollten im laufenden Geschäftsjahr 2019 größtenteils abgeschlossen sein und wir erwarten deutliche Ergebnisverbesserungen in den kommenden Jahren. Durch die angepasste Guidance ist der Kurs zuletzt unter Druck geraten. Wir sehen das Unternehmen aktuell als deutlich unterbewertet an. Aufgrund unserer Prognoseanpassung haben wir ein Kursziel in Höhe von 90,00 € je Aktie ermittelt (bisher: 94,00 €). Vor dem Hintergrund des aktuellen signifikanten Upsidepotenzials von 60,7% 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 14,8 % 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 8,56 % (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: 8,21 %).

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 2020 entspricht als Kursziel 90,00 € (bisher: 94,00 €).

DCF-Modell

EQS Group AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	14,8%	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 in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	
Umsatz (US)	36,50	37,40	43,01	49,39	56,71	65,12	74,77	85,86	
US Veränderung	0,8%	2,5%	15,0%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,75	1,89	2,29	2,70	3,19	3,76	4,45	5,27	
EBITDA	3,30	3,86	7,93	10,37	12,59	15,24	18,39	22,15	
EBITDA-Marge	9,0%	10,3%	18,4%	21,0%	22,2%	23,4%	24,6%	25,8%	
EBITA	-0,70	-0,18	3,79	6,18	8,51	11,27	14,54	18,41	
EBITA-Marge	-1,9%	-0,5%	8,8%	12,5%	15,0%	17,3%	19,4%	21,4%	19,0%
Steuern auf EBITA zu EBITA	0,05	0,00	-1,32	-2,16	-2,98	-3,94	-5,09	-6,44	
EBI (NOPLAT)	7,2%	0,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	32,0%
EBI (NOPLAT)	-0,65	-0,18	2,46	4,02	5,53	7,33	9,45	11,96	
Kapitalrendite	-3,8%	-0,9%	12,9%	21,4%	29,4%	39,9%	52,6%	68,2%	65,9%
Working Capital (WC)	-1,50	-0,75	0,01	0,49	0,57	0,65	0,75	0,86	
WC zu Umsatz	-4,1%	-2,0%	0,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Investitionen in WC	-0,33	-0,75	-0,76	-0,48	-0,07	-0,08	-0,10	-0,11	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	20,80	19,80	18,80	18,30	17,80	17,30	16,80	16,30	
AFA auf OAV	-4,00	-4,04	-4,14	-4,19	-4,08	-3,97	-3,85	-3,74	
AFA zu OAV	19,2%	20,4%	22,0%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	
Investitionen in OAV	-5,85	-3,04	-3,14	-3,69	-3,58	-3,47	-3,35	-3,24	
Investiertes Kapital	19,30	19,05	18,81	18,80	18,37	17,95	17,55	17,16	
EBITDA	3,30	3,86	7,93	10,37	12,59	15,24	18,39	22,15	
Steuern auf EBITA	0,05	0,00	-1,32	-2,16	-2,98	-3,94	-5,09	-6,44	
Investitionen gesamt	-6,19	-3,79	-3,90	-4,17	-3,65	-3,55	-3,45	-3,35	
Investitionen in OAV	-5,85	-3,04	-3,14	-3,69	-3,58	-3,47	-3,35	-3,24	
Investitionen in WC	-0,33	-0,75	-0,76	-0,48	-0,07	-0,08	-0,10	-0,11	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Nicht zahlungswirksame Posten	6,65	-1,60	-1,60	-1,60	-1,60	-1,60	-1,60	-1,60	
Freie Cashflows	3,81	-1,53	1,10	2,43	4,36	6,14	8,25	10,75	176,72

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	121,83	133,36
Barwert expliziter FCFs	20,10	23,28
Barwert des Continuing Value	101,73	110,08
Nettoschulden (Net debt)	1,85	3,71
Wert des Eigenkapitals	119,99	129,65
Fremde Gewinnanteile	-0,46	-0,50
Wert des Aktienkapitals	119,52	129,15
Ausstehende Aktien in Mio.	1,43	1,43
Fairer Wert der Aktie in EUR	83,29	90,00

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%
65,9%	100,49	94,65	89,40	84,66	80,36
66,2%	100,83	94,97	89,70	84,94	80,62
66,4%	101,17	95,29	90,00	85,22	80,89
66,7%	101,52	95,61	90,30	85,50	81,15
66,9%	101,86	95,93	90,60	85,78	81,42

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht 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>

§ 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 §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

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 §34b WpHG 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-Straße 24, 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), Stellv. 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