



## **Researchstudie (Anno)**

### **EQS Group AG**



**Höhepunkt der Investitionsphase überschritten**

-

**Margensteigerungen in Aussicht**

**Kursziel: 91,50 € (bisher: 90,00 €)**

**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 20**

**Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 21.04.2020 (11:00 Uhr)**

**Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 22.04.2020 (9:00 Uhr)**

**Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2020**

## EQS Group AG<sup>\*5a;7;11</sup>

**Rating: Kaufen**  
**Kursziel: 91,50 €**  
**(bisher: 90,00 €)**

aktueller Kurs: 74,00 €  
09.04.2020 / ETR 17:36  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005494165  
WKN: 549416  
Börsenkürzel: EQS  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 1,44  
Marketcap<sup>3</sup>: 106,19  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 119,61  
<sup>3</sup> 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 21

### Unternehmensprofil

Branche: Software

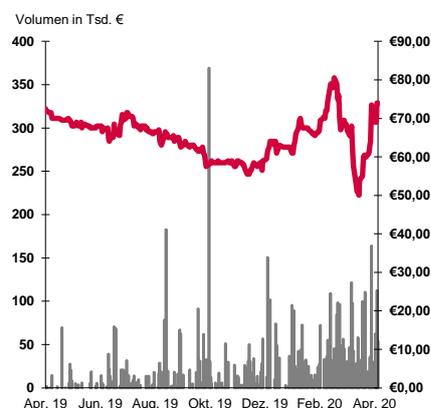
Fokus: Corporate Compliance und Investor Relations

Mitarbeiter: 353 Stand: 31.12.2019

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. 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 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. Der Konzern ist in den wichtigsten Finanzmetropolen der Welt vertreten.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2019	31.12.2020e	31.12.2021e	31.12.2022e
Umsatz	35,37	37,00	41,44	46,83
EBITDA	2,55	4,00	7,74	10,22
EBIT	-3,18	0,00	3,54	6,12
Jahresüberschuss	-1,29	-0,26	2,51	4,26

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,90	-0,18	1,75	2,97
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

### Kennzahlen

EV/Umsatz	3,38	3,23	2,89	2,55
EV/EBITDA	46,98	29,90	15,44	11,70
EV/EBIT	neg.	0	33,75	19,54
KGV	neg.	neg.	42,34	24,91
KBV	4,07			

### Finanztermine


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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
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](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Das abgelaufene Geschäftsjahr 2019 war bei der EQS Group AG geprägt durch den Verkauf der ARIVA.DE AG-Beteiligung, das Überschreiten des Höhepunkts der Investitionsphase und weiterer Kostenoptimierungen. Die ARIVA.DE AG wurde zum 01.07.2019 entkonsolidiert und trug somit zum Halbjahr noch Umsätze und Ergebnisse bei. Bereinigt um ARIVA.DE wurde eine Umsatzsteigerung um 10,6% auf 31,87 Mio. € (VJ: 28,81 Mio. €) erzielt. Somit lagen die Umsatzerlöse am unteren Ende der Guidance von 31,7 bis 33,1 Mio. €, was durch die verspätete Fertigstellung einzelner COCKPIT-Module verursacht wurde. Diese Module wurden nun finalisiert und sollten positive Beiträge im laufenden Geschäftsjahr 2020 erzielen. Insgesamt wurde dennoch ein solides Umsatzwachstum mit einer hohen Ergebnisqualität erzielt, da die wiederkehrenden Umsätze nochmals gesteigert werden konnten, von 79% (Q4 2018) auf 83% (Q4 2019).
- Ergebnisseitig stellte der ARIVA.DE AG-Verkauf einen positiven Einmaleffekt auf das Finanzergebnis dar. Zudem gab es durch die Änderung der IFRS 16-Bilanzierungsrichtlinien eine deutliche Verschiebung der Ergebniskennzahlen. Durch die erstmalige Aktivierung der Mietverträge reduzierten sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 2,05 Mio. € und die Abschreibungen und der Finanzaufwand erhöhten sich um 1,96 Mio. € bzw. 0,12 Mio. €. Hierdurch stieg das EBITDA deutlicher an, ohne dass entsprechende Cashflows dagegenstehen. Insgesamt stieg das EBITDA im abgelaufenen Geschäftsjahr 2019 auf 2,55 Mio. € an (VJ: 0,24 Mio. €). Bereinigt um den IFRS 16-Effekt stieg das EBITDA auf 0,50 Mio. € an. Somit wurden auch überproportionale Ergebnisverbesserungen, bereinigt um IFRS 16, erzielt. Hintergrund hierfür waren vornehmlich der Abbau von Freelancern und der Wegfall von Recruitingkosten.
- Die Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2020 liegt bei einem Umsatz von 35,1 Mio. € bis 38,2 Mio. € mit einem EBITDA von 3,50 Mio. € bis 4,50 Mio. €. Zudem wurde im Geschäftsbericht 2018 konkretisiert, dass zwischen den Jahren 2019 und 2025 ein jährliches durchschnittliches Wachstum von 15% bis 20% erzielt werden soll und im Jahr 2025 eine EBITDA-Marge von mindestens 25% erreicht werden soll.
- Wir prognostizieren für das laufende Geschäftsjahr 2020 ein mittleres Szenario, da die Corona-Krise negative, aber auch positive Effekte für die EQS Group AG hat. Negativ auswirken sollte sich das Ausbleiben von einer Vielzahl an IPOs sowie möglicherweise längeren Verkaufszyklen von Produkten. Positiv ist, dass die EQS zahlreiche Produkte anbietet, die in der Corona-Krise verstärkt nachgefragt werden, wie z.B. Online-Hauptversammlungen, Webcasts und Telefonkonferenzen. Weiterhin wird unseres Erachtens eine höhere Anzahl an Pflichtmeldungen von Unternehmen abgesetzt. Sofern sich also die aktuelle Lage der Corona-Krise in Europa nicht deutlich verschlechtert, gehen wir von einem mittleren Wachstumsszenario für die EQS Group aus. Entsprechend erwarten wir Umsatzerlöse in Höhe von 37,00 Mio. € (2020), 41,44 Mio. € (2021) und 46,83 Mio. € (2022). Ergebnisseitig sollte sich durch die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells eine steigende Ergebnismarge einstellen. Wir prognostizieren ein EBITDA in Höhe von 4,00 Mio. € im Geschäftsjahr 2020, 7,74 Mio. € im Geschäftsjahr 2021 und 10,22 Mio. € im Jahr 2022, was einer Margenverbesserung von 10,8% (2020) auf 18,7% (2021) bzw. 21,8% (2022) entspricht.
- **Vor dem Hintergrund des nun überschrittenen Höhepunkts der Investitionstätigkeit erwarten wir steigende Margenverbesserungen. Auf Basis unseres DCF Modells haben wir einen fairen Wert in Höhe von 91,50 € (bisher: 90,00 €) je Aktie ermittelt und vergeben das Rating KAUFEN.**

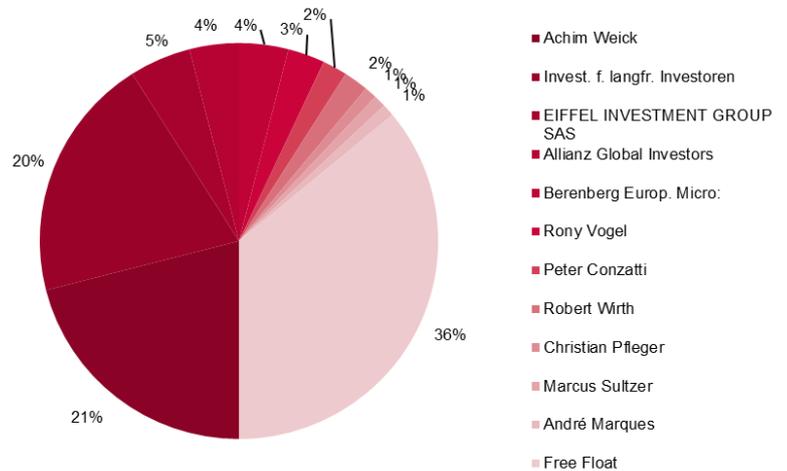
## INHALTSVERZEICHNIS

<b>Executive Summary</b> .....	<b>2</b>
<b>Unternehmen</b> .....	<b>4</b>
<b>Aktionärsstruktur</b> .....	<b>4</b>
Konsolidierungskreis der EQS Group AG .....	4
Produktpalette und Unternehmensstrategie .....	4
<b>Markt und Marktumfeld</b> .....	<b>6</b>
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose</b> .....	<b>8</b>
Kennzahlen im Überblick .....	8
Geschäftsentwicklung 2019 .....	9
Umsatzentwicklung .....	9
Ergebnisentwicklung .....	10
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2019 .....	12
SWOT-Analyse .....	13
Prognose und Modellannahmen .....	14
Umsatzprognosen .....	14
Ergebnisprognosen .....	15
<b>Bewertung</b> .....	<b>17</b>
Modellannahmen .....	17
Bestimmung der Kapitalkosten .....	17
Bewertungsergebnis .....	17
DCF-Modell .....	18
<b>Anhang</b> .....	<b>20</b>

## UNTERNEHMEN

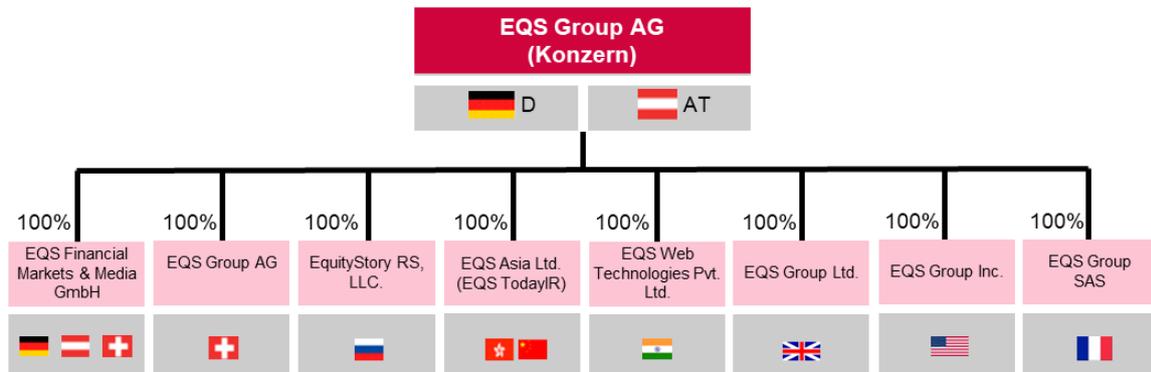
### Aktionärsstruktur

Anteilseigener	in %
Achim Weick	21%
Invest. f. langfr. Investoren	20%
EIFFEL INVESTMENT GROUP SAS	5%
Allianz Global Investors	4%
Berenberg Europ. Micro:	4%
Rony Vogel	3%
Peter Conzatti	2%
Robert Wirth	2%
Christian Pfleger	1%
Marcus Sultzer	1%
André Marques	1%
Free Float	36%



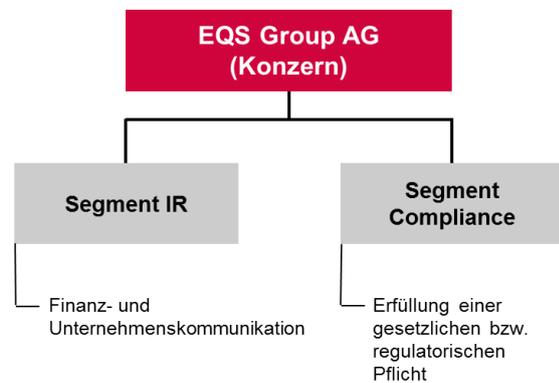
Quelle: EQS Group AG; GBC AG

### Konsolidierungskreis der EQS Group AG



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

### Produktpalette und Unternehmensstrategie



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Die EQS Group fokussiert sich auf die Märkte Investor Relations (IR) und Compliance. Dementsprechend wurde auch die Segmentierung geändert, entsprechend weist das Unternehmen nun das Segment IR und das Segment Compliance aus. Im Segment Compliance sind alle Produkte zur Erfüllung entsprechender gesetzlicher bzw. regulatorischer Pflichten enthalten. Dies beinhaltet die Meldepflichten im Nachrichtsbereich (Disclosure), die Einreichung beim Bundesanzeiger (Filing) und die neuen Produkte Insider Manager, Integrity Line, sowie LEI. Das Segment Investor Relations beinhaltet die Produkte im Bereich Finanz- und Unternehmenskommunikation. Diese sind insbesondere News, Websites, Portals, Webcasts und Media sowie die neuen COCKPIT-Module Investors und CRM.

Die selbstentwickelten Plattformen, Produkte und Services werden über die jeweiligen Tochtergesellschaften international direkt vertrieben. Der Vertriebs Erfolg ist insbesondere in Deutschland zu beobachten, in dem die EQS Group AG bei der Verbreitung der Pflichtmitteilungen mit einem Marktanteil von über 90 % als quasi-Monopolist anzusehen ist. Die maßgeblichen künftigen Wachstumspotenziale wird die Gesellschaft über die Internationalisierungsstrategie heben, welche im Geschäftsjahr 2014 mit dem Erwerb des chinesischen Unternehmens TodayIR Holdings Limited (integriert in der EQS Asia Ltd.) nochmals forciert wurde. Zum Ende des Geschäftsjahres 2015 hat die EQS mit dem Erwerb der Tensid AG (Schweiz) zudem die Marktstellung in der Schweiz weiter ausgebaut. Darüber hinaus wurde der in London ansässige Anbieter für Digital Investor Relations, die Obsidian IR LTD (jetzt: EQS Group Ltd.), übernommen und damit der Markteintritt in das Vereinigte Königreich umgesetzt.

#### Footprint der EQS Group AG



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

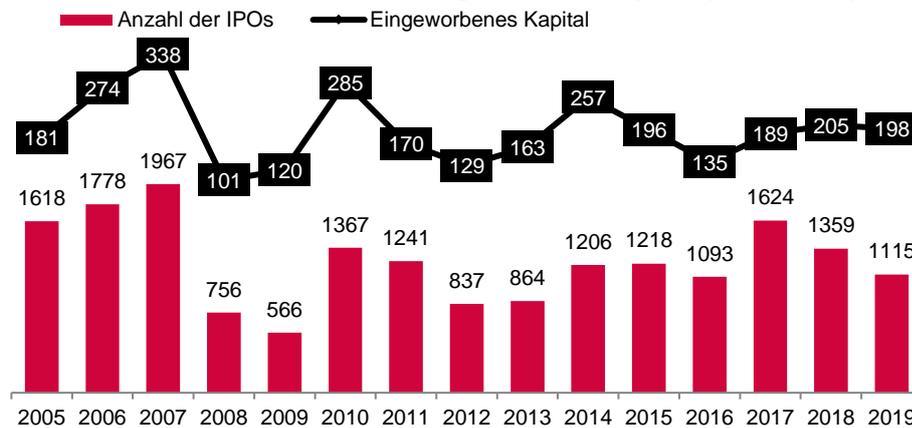
Die EQS-Group ist weltweit an allen wichtigen Börsenplätzen vertreten, plant aber im Rahmen der Wachstumsstrategie im Bereich Compliance insbesondere in Europa weiter zu wachsen. EQS sieht aktuell das größte Wachstumspotenzial in Europa. Die Zunahme EU-weiter Regulierungen sollte zu einer starken Vereinheitlichung der Transparenzanforderungen führen. Zudem gibt es noch keinen paneuropäischen Anbieter in diesem Bereich. Weiterhin gelingt es den US-amerikanischen Marktteilnehmern bisher nicht, ihre Produkte in Europa vollumfänglich anzubieten.

## MARKT UND MARKTUMFELD

Die EQS Group AG (EQS) ist primär in den Märkten IR und Compliance aktiv. Im Bereich IR geht es vornehmlich um das Thema Newswire und im Bereich Compliance werden zahlreiche RegTech-Lösungen (Regulatorische Technologie) zur Erfüllung von Compliance-Anforderungen angeboten. Der Bereich IR wird stark von börsennotierten Unternehmen genutzt, da hier Veröffentlichungspflichten anfallen. Im Bereich Compliance werden neben public auch private Unternehmen adressiert.

Ein wichtiger Faktor für den IR-Markt ist die Anzahl der börsennotierten Unternehmen. Hier kann als Marktproxy die Anzahl an IPOs betrachtet werden, wobei dies noch nicht die Delistings und den Umfang der tatsächlichen IR-Aktivitäten widerspiegelt. Für das Jahr 2019 zählt EY weltweit 1.115 IPOs, was einem Rückgang von 19% entspricht. Weiterhin reduzierte sich das eingeworbene Kapital um 4%. Hintergrund dieser Entwicklungen waren Handelsspannungen, Sorgen um das Wirtschaftswachstum und andere geopolitische Herausforderungen.

### Anzahl der weltweiten IPOs und des eingeworbenen Kapitals (in Mrd. USD)



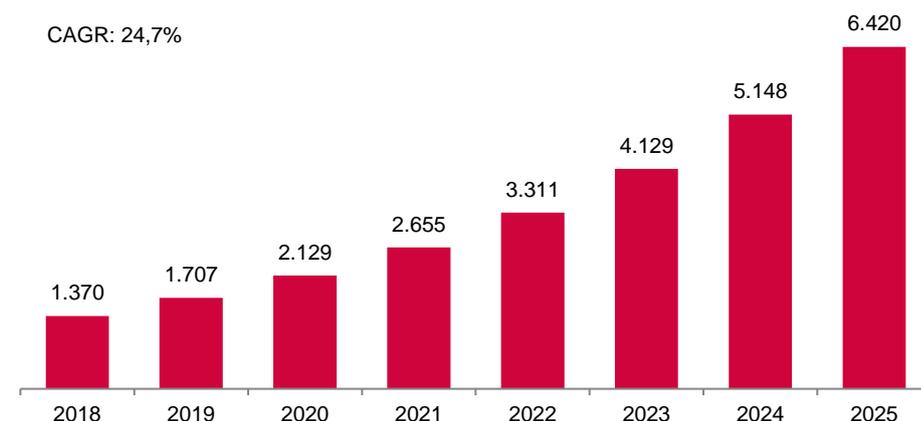
Quelle: EY

Diese leichte IPO-Schwäche insbesondere im Q4 2019 wurde durch einen starken IPO-Start im Jahr 2020 kompensiert. So stieg die weltweite Anzahl an IPOs Anfang 2020 durch den starken Rückenwind und Nachholeffekte des vierten Quartals 2019 an. Diese positive Entwicklung wurde aber schlagartig durch die Corona-Krise im März 2020 gestoppt. Durch die unerwarteten und neuartigen Ereignisse im Zusammenhang mit der Corona-Krise kam der IPO-Markt, nach den sehr aktiven Monaten Januar und Februar, im März nahezu zum Erliegen. So wurden IPOs, laut EY, durch die Corona-Krise insbesondere in der EMEA-Region verschoben, da diese Region stärker von grenzüberschreitenden Lieferketten abhängt. Gegenläufig hierzu wurden zahlreiche staatliche Fördermaßnahmen und geldpolitische Maßnahmen der Zentralbanken ergriffen, um die Wirtschaft bestmöglich zu stabilisieren. Somit könnten sich mögliche IPO Fenster in der zweiten Jahreshälfte 2020 ergeben. Weiterhin wird erwartet, dass einige Unsicherheiten im Jahr 2020 abklingen werden, wie z.B. die Handelsspannungen zwischen den USA, China und der EU, der Ausgang vom Brexit und die Ungewissheit hinsichtlich der Stabilität einiger europäischer Volkswirtschaften.

Wir gehen davon aus, dass es im laufenden Jahr 2020 zu wenigen relevanten IPOs für die EQS kommen wird, aber, dass der Newswire-Service der EQS Group verstärkt genutzt wird. So müssen Unternehmen in den volatilen Märkten im Rahmen der Corona-Krise vermehrt Pflichtmitteilungen absetzen und auch freiwillig veröffentlichte Nachrichten sollten ansteigen, um eine gute Kommunikation mit Stakeholdern zu gewährleisten.

Bezogen auf das Segment Compliance erwartet Valuates Report im globalen RegTech-Markt ein jährliches durchschnittliches Marktwachstum von 24,7% zwischen den Jahren 2019 und 2025 mit einem Marktvolumen von 6.420 Mio. USD im Jahr 2025. Hintergrund dieses dynamischen Wachstums sind die hohen Befolgungskosten, welche durch technische Lösungen vereinfacht und reduziert werden. Ein weiterer Grund für das hohe Wachstum sind die steigenden Strafen für das Nichteinhalten von Vorschriften. So helfen RegTech-Lösungen beim Einhalten von Vorschriften in Realtime und können Regulierer und Unternehmen näher zusammenbringen.

### RegTech Markt (in Mio. €)



Quelle: Valuates Reports

Neben der steigenden Nachfrage nach Risikomanagementsystemen wird von Valuates Reports erwartet, dass die zusätzlichen Kosten für die Verwaltung und die steigende Nachfrage nach der Kontrolle von Geschäftsprozessen das Marktwachstum im Bereich der Regulierungstechnologie im Prognosezeitraum antreiben werden.

Laut Valuates Reports sind die anfallenden Compliance-Kosten in den letzten Jahren drastisch gestiegen. Eine Verringerung dieser Kosten durch RegTech-Lösungen könnte verbesserte Reaktionszeiten und Rendite in Bezug auf Compliance ermöglichen.

Wir gehen davon aus, dass die Compliance-Lösungen von der EQS Group gut angenommen werden, da die Produkte in der Regel im Zusammenhang mit einer bestehenden oder kommenden Regulierung entwickelt wurden.

In Bezug auf die Corona-Krise sollte sich zudem der Markt im Bereich der Online-Hauptversammlungen, Online-Konferenzen stark ausweiten, da viele Unternehmen auf HomeOffice-Lösungen umstellen.

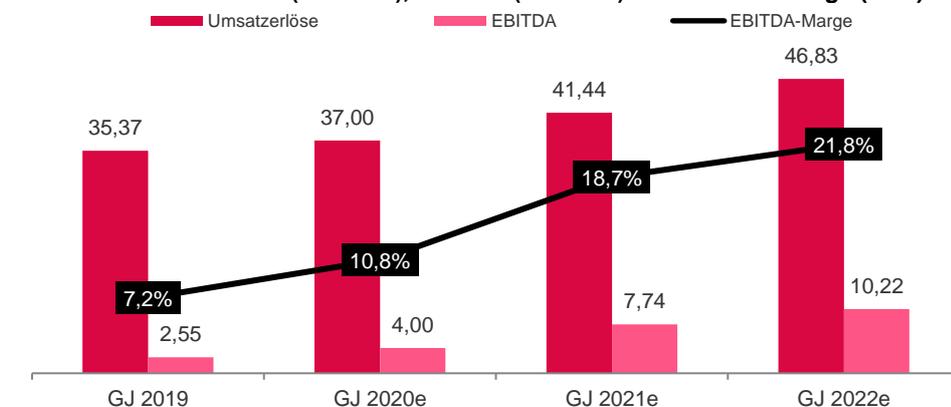
## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

### Kennzahlen im Überblick

	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>35,37</b>	<b>37,00</b>	<b>41,44</b>	<b>46,83</b>
Aktivierete Eigenleistungen	2,69	2,20	2,10	1,90
Sonstige betriebliche Erträge	0,48	0,40	0,40	0,00
Bezogene Leistungen	-6,59	-5,90	-5,61	-5,77
Personalaufwand	-22,34	-20,90	-21,53	-23,03
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-7,06	-8,80	-9,06	-9,70
<b>EBITDA</b>	<b>2,55</b>	<b>4,00</b>	<b>7,74</b>	<b>10,22</b>
Abschreibungen	-5,73	-4,00	-4,20	-4,10
<b>EBIT</b>	<b>-3,18</b>	<b>0,00</b>	<b>3,54</b>	<b>6,12</b>
Zinserträge	0,08	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwand	-0,35	-0,20	-0,20	-0,20
Sonstige finanzielle Aufwendungen/Erträge	2,36	0,00	0,00	0,00
Gewinn vor Steuern	-1,09	-0,20	3,34	5,92
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-0,32	-0,06	-0,84	-1,66
<b>Konzernergebnis</b>	<b>-1,41</b>	<b>-0,26</b>	<b>2,51</b>	<b>4,26</b>
Gewinnanteile Fremder	0,12	0,00	0,00	0,00
<b>Jahresüberschuss/-fehlbetrag</b>	<b>-1,29</b>	<b>-0,26</b>	<b>2,51</b>	<b>4,26</b>
Umsatzerlöse	35,37	37,00	41,44	46,83
EBITDA	2,55	4,00	7,74	10,22
<i>EBITDA-Marge</i>	7,2%	10,8%	18,7%	21,8%
EBIT	-3,18	0,00	3,54	6,12
<i>EBIT-Marge</i>	-9,0%	0,0%	8,6%	13,1%
Konzernergebnis	-1,41	-0,26	2,51	4,26
<i>Netto-Marge</i>	-4,0%	-0,7%	6,1%	9,1%

Quelle: GBC AG

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



Quelle: GBC AG

## Geschäftsentwicklung 2019

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019
Umsatzerlöse	30,36	36,21	35,37
EBITDA	2,35	0,24	2,55
EBITDA-Marge	7,7%	0,7%	7,2%
EBIT	0,35	-2,12	-3,18
EBIT-Marge	1,1%	-5,9%	-9,0%
Nettoergebnis	-0,52	0,73	-1,29
EPS in €	-0,36	0,51	-0,90

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

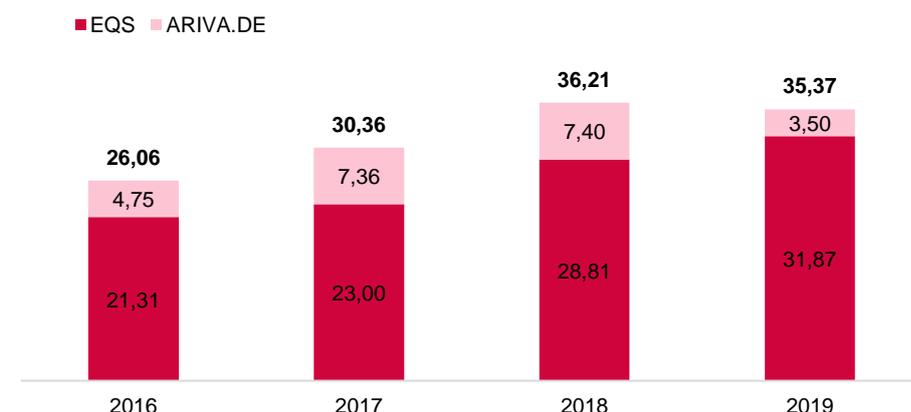
### Umsatzentwicklung

Die Unternehmensentwicklung der EQS Group AG (EQS) war im abgelaufenen Geschäftsjahr geprägt von der Veräußerung der ARIVA.DE-Beteiligung, dem Überschreiten des Höhepunktes der Investitionsphase und weiteren Kostenoptimierungen. Weiterhin konnte ein Umsatzwachstum erreicht werden, welches jedoch leicht unter den Erwartungen lag.

Insgesamt reduzierten sich die Umsatzerlöse um 2,3% auf 35,37 Mio. € (VJ: 36,21 Mio. €), wobei hier noch die Umsätze der ARIVA.DE AG enthalten sind. Die ARIVA.DE AG wurde zum 01.07.2019 entkonsolidiert, wodurch im zweiten Halbjahr 2019 keine ARIVA-Umsätze mehr enthalten waren. Die Umsätze der ARIVA.DE AG lagen in 2019 bei 3,50 Mio. € gegenüber 7,40 Mio. € im Geschäftsjahr 2018.

Bereinigt um die ARIVA.DE-Umsatzerlöse konnte somit ein Umsatzwachstum um 10,6% auf 31,87 Mio. € (VJ: 28,81 Mio. €) erzielt werden. Trotz dieser sehr guten Umsatzsteigerungen lag diese Entwicklung unter den Erwartungen. So wurde zum Q3 2019 Report die Guidance von ursprünglich 34,0 bis 36,0 Mio. € auf 31,7 bis 33,1 Mio. € angepasst, da sich die Fertigstellung von einzelnen CRM- und Mailing-Funktionen im COCKPIT und beim Policy Manager verspäteten. Weiterhin kam es zu keinen nennenswerten IPOs in der zweiten Jahreshälfte 2019, was die Verspätungen hätte ausgleichen können.

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG; ARIVA.DE wurde zum 01.07.2016 mehrheitlich übernommen und zum 01.07.2019 entkonsolidiert. Entsprechend sind in den Jahren 2016 und 2019 nur anteilige Umsatzbeiträge der ARIVA.DE enthalten.

Durch die verspätete Fertigstellung der COCKPIT-Module verzögerte sich das Onboarding der Bestandskunden auf das neue COCKPIT 2.0, wodurch sich die Umsatzerlöse, bereinigt um ARIVA.DE, nur um 5,2% auf 14,00 Mio. € (VJ: 13,31 Mio. €) erhöhten. Im vierten Quartal 2019 konnte mit der Migration der COCKPIT-Bestandskunden begonnen werden, was bereits zu deutlichen Umsatzsteigerungen im letzten Quartal führte. Somit

sollte sich diese Dynamik im laufenden Geschäftsjahr 2020 durch die weitere Migration fortsetzen.

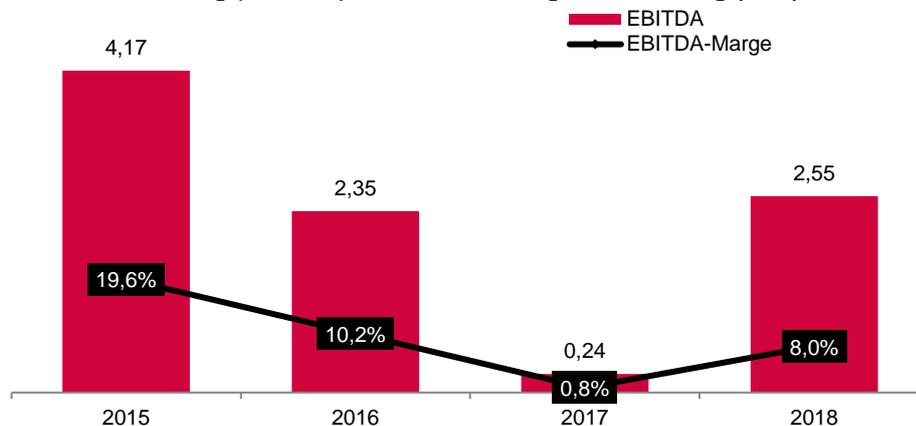
Das Segment Compliance konnte, bereinigt um ARIVA.DE, um 15,2% auf 17,86 Mio. € (VJ: 15,50 Mio. €) ansteigen. Trotz des dynamischen Wachstums lag dieses unter den Erwartungen des Managements. Zudem steuerten Vorzieheffekte im Bereich LEI zu diesen guten Wachstumswerten bei. Hier wurde eine größere Anzahl an LEIs vorab an Agenturen verkauft, welche möglicherweise nicht im gleichen Umfang Bestellungen für das laufende Geschäftsjahr 2020 abgeben werden.

Insgesamt wurde dennoch ein gutes Wachstum erzielt, mit einer sehr hohen Ergebnisqualität durch den hohen Anteil an wiederkehrenden Umsätzen. So stieg der Anteil der wiederkehrenden Umsätze mit 83% in Q4 2019 weiter an (Q4: 2018: 79%).

### Ergebnisentwicklung

Ergebnisseitig wurden deutliche Verbesserungen erzielt. Einerseits konnten die operativen Kosten nachhaltig gesenkt werden, andererseits wurde durch die Veräußerung der ARIVA.DE AG-Beteiligung ein positiver Einmaleffekt erzeugt. Weiterhin kam es durch die Änderung der Bilanzierungsrichtlinie IFRS 16 und die Aktivierung der Mietverträge zu einer Verschiebung der Kosten innerhalb der GUV. Während sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 2,05 Mio. € reduzierten, erhöhten sich die Abschreibungen um 1,96 Mio. € und der Finanzaufwand um 0,12 Mio. €, was das EBITDA maßgeblich beeinflusste. Insgesamt verbesserte sich das EBITDA auf 2,55 Mio. € gegenüber 0,24 Mio. € im Vorjahr. Bereinigt um die IFRS 16-Effekte liegt das EBITDA bei 0,50 Mio. € und somit leicht über dem Vorjahresniveau.

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



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Die Ergebnisverbesserung wurde durch die Verbesserung der Kostenstruktur erreicht. Bereinigt um die ARIVA.DE AG stiegen die Kosten unterproportional an, was auf den Abbau von Freelancerkapazitäten und den Wegfall von Recruitingkosten zurückzuführen ist. Der Personalaufwand stieg um 13% an, was mit dem Ausbau des Entwicklungszentrums in München in Verbindung steht.

Weiterhin sollte der Höhepunkt der Investitionsphase überschritten sein, was zu steigenden Margen führen sollte. Diese Entwicklung zeichnet sich bereits im Q4 2020 ab, in dem es überproportionale EBITDA-Verbesserungen von 8,8% auf 21,6% gab.

Neben den aktivierten Leasingverträgen (IFRS 16) erhöhten sich auch außerplanmäßige Abschreibungen auf die Beteiligungen EQS Asia Ltd. (0,75 Mio. €) und EQS Financial

Markets & Media GmbH (0,78 Mio. €). Die Beteiligungen wurden durch eine schwächer als erwartete Leistung und eine entsprechende Neubewertung (DCF) teilabgeschrieben.

Die Veräußerung der ARIVA.AG führte zu einem positiven finanziellen Ertrag in Höhe von 2,27 Mio. €, dennoch lag das Nettoergebnis schlussendlich bei -1,41 Mio. € (VJ: 0,75 Mio. €). Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2019 erfolgten wichtige Investitionen, die die Grundlage für ein stabiles Wachstum in den kommenden Jahren darstellen. Durch die höheren Investitionen reduzierte sich zwar kurzfristig das Ergebnis, welches aber langfristig durch deutliche Margensteigerungen überproportional kompensiert werden könnte.

## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2019

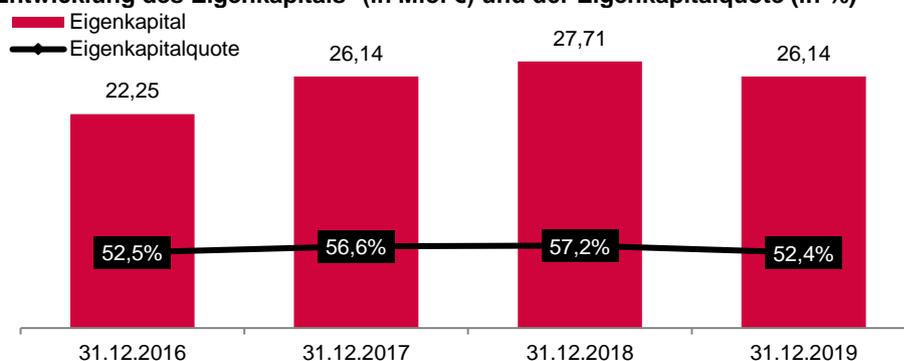
in Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Eigenkapital*	26,14	27,71	26,14
EK-Quote (in %)	56,6%	57,2%	52,4%
Operatives Anlagevermögen	13,67	19,25	23,36
Working Capital	0,21	0,22	-1,60
Net Debt	-2,49	7,75	10,48
Cashflow (Operativ)	1,65	2,60	2,40
Cashflow (Investition)	-7,59	-8,37	-0,37
Cashflow (Finanzierung)	6,09	0,63	-2,21

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

Durch die Veräußerung der ARIVA.DE AG und die Änderung der IFRS 16-Bilanzierungsrichtlinie kam es zu maßgeblichen Bilanzierungsänderungen. Entsprechend reduzierte sich das Eigenkapital auf 26,14 Mio. € (VJ: 27,71 Mio. €). Durch die Aktivierung der Mietverträge (IFRS 16) in Höhe von 10,77 Mio. € (Finanzverbindlichkeiten) stieg die Bilanzsumme, trotz der Veräußerung der ARIVA.DE AG, auf 49,93 Mio. € (31.12.2018: 48,47 Mio. €) an. Folglich reduzierte sich die Eigenkapitalquote von 57,2% (31.12.2018) auf 52,4% (31.12.2019) und befindet sich dennoch weiterhin auf einem hohen Niveau.

Durch die Veräußerung der ARIVA.DE AG konnten auch Bankdarlehen zurückgeführt werden, was zu einer reduzierten Tilgungs- und Zinslast führen sollte. Bereinigt um die IFRS 16-Effekte (7,71 Mio. €) reduzierten sich die Nettoschulden deutlich auf 5,76 Mio. € (31.12.2018: 9,13 Mio. €).

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



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

Weiterhin wurde zum 17.01.2019 die EQS Blockchain Media GmbH als Einzelgesellschaft der EQS Group AG gegründet, welche als indirekte Beteiligung über die EQS Financial Markets & Media GmbH zu 87,5% gehalten wird.

Insgesamt ist die EQS Group unseres Erachtens bilanziell weiterhin hervorragend aufgestellt. So wurden im Rahmen der ARIVA.DE AG-Veräußerungen Kredite zurückgeführt und mit den erwarteten steigenden Gewinnen der mittelfristigen Prognose sollten auch weitere Stärkungen des Eigenkapitals möglich sein.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Die EQS ist in Deutschland mit einem hohen Abstand Marktführer für die Erfüllung von Meldepflichten.</li> <li>• Die Eigenkapitalquote ist weiterhin überdurchschnittlich hoch.</li> <li>• Das Geschäftsmodell generiert hohe Cashflows bei einem gleichzeitig geringen Investitionsbedarf.</li> <li>• Im Sinne eines One-Stop-Shops bietet die EQS die gesamte Produktpalette im Bereich Investor-Relations und digitale Kommunikation an.</li> <li>• Die Umsatzerlöse sind stark fragmentiert, sodass kein kundenseitiges Klumpenrisiko besteht.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mit einem durchschnittlichen Handelsvolumen von rund 24 T€ (XETRA; 1Jahr) weist die EQS-Aktie eine verhältnismäßig geringe Liquidität auf.</li> <li>• Die vorhandene Goodwillposition birgt die Gefahr eines Wertberichtigungsbedarfs bei einer konjunkturellen Schwäche.</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Die EQS verfügt über ein hoch skalierbares Geschäftsmodell.</li> <li>• Der internationale Trend zur stärkeren Regulierung für börsennotierte Unternehmen sollte sich positiv auswirken.</li> <li>• Es ist geplant, Cross-Selling-Potenziale im Bereich Digital Investor Relations zu nutzen.</li> <li>• Der GRC-Markt bietet umfangreiche Wachstumsmöglichkeiten.</li> <li>• Durch die Corona-Krise sollte die Nachfrage nach Online-Hauptversammlungen und Online-Konferenzen deutlich zunehmen.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ein anhaltend negativer Trend bei der Anzahl börsennotierter Unternehmen würde sich negativ auf die Nachfrage nach EQS-Produkten auswirken.</li> <li>• Der Wechsel von Unternehmen aus regulierten in nicht regulierte Segmente könnte zu einem weiterhin schrumpfenden Marktvolumen führen.</li> <li>• Durch den hohen Sättigungsgrad in den EQS-Kernmärkten ist nur noch geringes Wachstumspotenzial gegeben.</li> <li>• Der Zugang zum GRC-Markt könnte sich schwieriger erweisen als geplant und weitere Investitionen könnten anfallen.</li> <li>• Durch die Corona-Krise könnten sich Sales-Zyklen verlängern und Kunden könnten in Zahlungsschwierigkeiten geraten.</li> </ul>

## Prognose und Modellannahmen

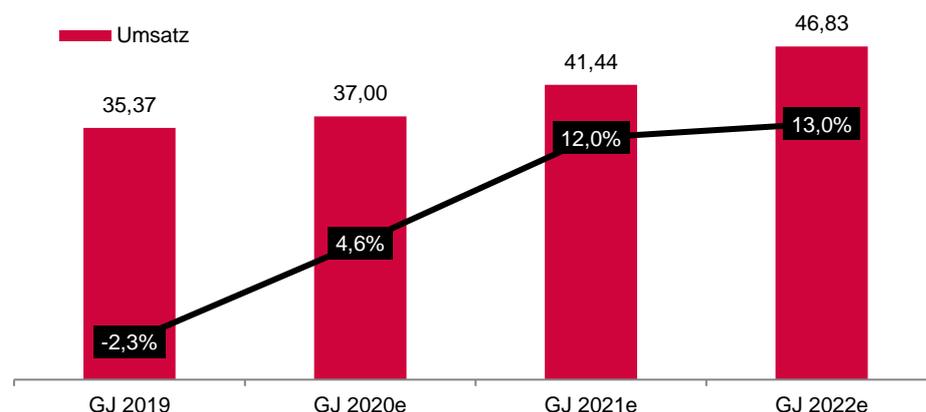
GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2021e
Umsatzerlöse	35,37	37,00	41,44	46,83
EBITDA	2,55	4,00	7,74	10,22
EBITDA-Marge	7,2%	10,8%	18,7%	21,8%
EBIT	-3,18	0,00	3,54	6,12
EBIT-Marge	-9,0%	0,0%	8,6%	13,1%
Nettoergebnis	-1,29	-0,26	2,51	4,26
EPS in €	-0,90	-0,18	1,75	2,97

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

### Umsatzprognosen

Die Guidance des Unternehmens liegt bei einem bereinigten Umsatzwachstum von 10% bis 20%, was einem Umsatz von 35,1 Mio. € bis 38,2 Mio. € entspricht. Wir gehen aktuell von einem mittleren Szenario aus, da sich aus der Corona-Krise positive und negative Effekte für das Unternehmen ergeben können. Ein wesentlicher Umsatztreiber für das laufende Jahr 2020 sollte auch die Migration von Bestandskunden vom COCKPIT in das COCKPIT 2.0 bedeuten. Hier sehen wir deutliches Potenzial, welches sich wahrscheinlich bereits im Bericht vom ersten Quartal 2020 zeigen wird.

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



Quelle: GBC AG

Bezogen auf die Corona-Krise gehen wir davon aus, dass es im laufenden Geschäftsjahr 2020 wahrscheinlich zu keinen nennenswerten IPOs kommen wird, was somit den IR-Markt für die EQS insbesondere in Deutschland nicht wachsen lassen wird. Auch gehen wir davon aus, dass sich die Verkaufsprozesse etwas verlängern, was sich ebenfalls negativ auswirken sollte. Zudem ist noch unsicher, ob sich die Corona-Krise weiter verschärft, in diesem Falle könnte die Prognose weiter zurückgehen.

Jedoch ergeben sich für die EQS Group AG aktuell auch Chancen aus der Corona-Krise. So kann von einem höheren Meldevolumen ausgegangen werden, da Unternehmen zur aktuellen Situation und der eigenen Entwicklung Stellung beziehen müssen. Zudem werden vermehrt Webcasts gebucht und im Rahmen des COVID-19-Pandemie-Gesetzes können Hauptversammlungen auch rein digital abgehalten werden. Die EQS bot bereits seit Jahren digitale Hauptversammlungen als Produktlösung an, jedoch war in der Vergangenheit die Nachfrage eher gering. Wir gehen davon aus, dass ein deutlicher Nachfrageanstieg in diesem Bereich stattfinden sollte und dass gewonnene Kunden auch zum Teil nachhaltig gehalten werden können. So sollten auch in den kommenden Jahren die positiven Aspekte einer digitalen Hauptversammlung von einigen Unternehm-

men genutzt werden; und sei es nur als Add-on zur klassischen physischen Präsenz-Hauptversammlung.

Neben diesen positiven Effekten, die sich auch in die Folgejahre ziehen können, erwarten wir auch äußerst positive Impulse von der Integrity Line ab dem Jahr 2021. So wurde eine EU-Richtlinie zum Schutz von Hinweisgebern verabschiedet, welche bis November 2021 in den Mitgliedstaaten umgesetzt werden muss. Diese Richtlinie sollte mit der Integrity Line bestmöglich erfüllt sein. Während wahrscheinlich bereits einzelne Großkonzerne schon vorab dieser Regelung entsprechen wollen und sich bereits 2020 für die Integrity Line entscheiden, so sollten doch die größeren Impulse nach der Umsetzung der Richtlinie entstehen. Ein namhafter Referenzkunde kann hierfür mit Sicherheit auch die EZB sein, welche sich ebenfalls für diese Compliance-Lösung entschieden hat.

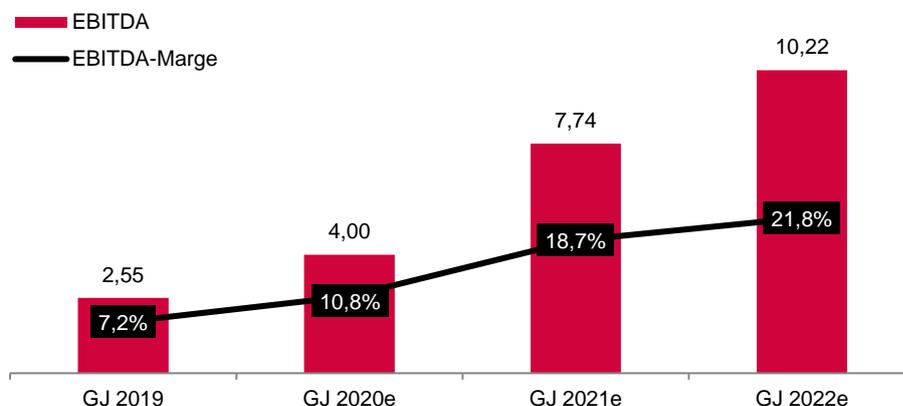
Wir erwarten auch für die Folgejahre eine hohe Umsatzwachstumsdynamik und prognostizieren Umsatzerlöse in Höhe von 41,44 Mio. € im Jahr 2021 und in Höhe von 46,83 Mio. € im Jahr 2022. Für das zukünftige Umsatzwachstum sollte neben den Megatrends Globalisierung, Regulierung und Digitalisierung auch die paneuropäische Positionierung des Unternehmens helfen. So gibt es keinen Wettbewerber, welcher sich ähnlich gut auf der europäischen Ebene positionieren konnte und durch die Harmonisierung der europäischen Gesetzeslage über die EU sollte eine gute europaweite gesetzeskonforme Abdeckung für multinationale Unternehmen enorm wichtig sein. Weitere Impulse können über die EQS Blockchain Media GmbH erfolgen (Portal [www.chaia.io](http://www.chaia.io)), wobei sich diese Umsätze unseres Erachtens zunächst noch im überschaubaren Rahmen bewegen werden.

Zusammenfassend gehen wir von einem mittelfristigen dynamischen Wachstum sowie einem guten Wachstumsjahr 2020 aus, sofern sich die Corona-Krise nicht maßgeblich intensiviert.

### Ergebnisprognosen

Die Ergebnisguidance für das laufende Geschäftsjahr 2020 liegt bei einem EBITDA von 3,50 bis 4,50 Mio. €. Darüber hinaus wurde im Geschäftsbericht 2018 konkretisiert, dass zwischen den Jahren 2019 und 2025 mit einem durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstum von 15% bis 20% gerechnet wird und ein überproportionaler EBITDA-Margenanstieg auf mindestens 25% im Jahr 2025 geplant ist.

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



Quelle: GBC AG

Da nun die Investitionsphase den Zenit überschritten hat, sollten nun deutliche Margenverbesserungen erzielt werden können. Wir gehen davon aus, dass sich das EBITDA im

laufenden Geschäftsjahr 2020 um 57,1% auf 4,00 Mio. € verbessern wird, gefolgt von 7,74 Mio. € (2021) und 10,22 Mio. € (2022). Durch diese überproportionalen Ergebnisverbesserungen erwarten wir deutliche Margensteigerungen auf 10,8% (2020) sowie auf 18,7% (2021) bzw. 21.8% (2022). Hier ist jedoch zu beachten, dass auch der cashneutrale IFRS 16-Effekt positiv zur Margenentwicklung beiträgt.

Konkret für das laufende Geschäftsjahr 2020 gehen wir davon aus, dass die aktivierten Eigenleistungen weiter zurückgehen werden und von 2,69 Mio. € (2019) auf 2,20 Mio. € (2020) reduziert werden. Zwar ist der Höhepunkt der Investitionsphase abgeschlossen, aber dennoch werden Weiterentwicklungen z.B. am Policy Manager und an anderen Modulen vorgenommen werden.

Die bezogenen Leistungen sollten ebenfalls zurückgehen, da der Bedarf an Freelancern sich wahrscheinlich ebenfalls parallel zum Entwicklungsaufwand verhält und wir erwarten einen Rückgang auf 5,90 Mio. € (2019: 6,60 Mio. €), wobei sich hier auch im Vergleich zum Vorjahr Effekte aus der Entkonsolidierung der ARIVA.DE AG ergeben. Ähnlich verhält es sich mit dem Personalaufwand, dem jedoch gegenüber steht, dass noch Gehaltserhöhungen folgen und auch einzelne Mitarbeiter, insbesondere im Ausland, weiter aufgebaut werden. Somit gehen wir davon aus, dass sich der Personalaufwand auf 20,90 Mio. € reduzieren wird (2019: 22,34 Mio. €).

Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen sollten sich zwar einerseits die IFRS 16-Effekte zeigen, andererseits gehen wir davon aus, dass durch die Umstellung vom COCKPIT zum COCKPIT 2.0 zwei Plattformen parallel betrieben werden müssen, was auch doppelte Kosten verursacht. Entsprechend erwarten wir, dass sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf 8,80 Mio. € (2019: 7,06 Mio. €) belaufen werden.

Die Abschreibungen prognostizieren wir bei 4,00 Mio. € (2019: 2,55 Mio. €), da einerseits die ARIVA.DE AG-Abschreibungen wegfallen, und es andererseits im Vorjahr Sonderabschreibungen gab. Hinzukommen noch die Effekte aus IFRS 16.

Somit kommen wir auf EBIT-Ebene für das laufende Geschäftsjahr 2020 auf 0,00 Mio. €, gefolgt von 3,54 Mio. € (2021) und 6,12 Mio. € (2022).

Das Finanzergebnis sollte im Wesentlichen nur Zinsaufwendungen in Höhe von 0,20 Mio. € aufweisen bei einer geringen Steuerlast, welche mit den steigenden Ergebnissen zunimmt. Folglich erwarten wir ein Nettoergebnis in Höhe von -0,26 Mio. € im laufenden Geschäftsjahr 2020 bzw. 2,51 Mio. € im Geschäftsjahr 2021 und 4,26 im Jahr 2022.

Somit sollten sich überproportionale Ergebnisverbesserungen in den kommenden Jahren einstellen, welche sich auch deutlich positiv auf das Nettoergebnis ab dem Geschäftsjahr 2021 niederschlagen werden.

## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die EQS Group AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2020, 2021 und 2022 in Phase 1, erfolgt von 2023 bis 2027 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 2,1% (bisher 1,2%). Die Anhebung der Marge bezieht sich auf den IFRS 16 Effekt, welchen wir im Bereich der nicht zahlungswirksamen Posten wieder abziehen. 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: 1,0 %).**

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 % (bisher: 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 91,50 € (bisher: 90,00 €).

## 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 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	
Umsatz (US)	37,00	41,44	46,83	53,77	61,74	70,90	81,41	93,48	
US Veränderung	4,6%	12,0%	13,0%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,68	1,97	2,34	2,82	3,42	4,15	5,06	6,19	
EBITDA	4,00	7,74	10,22	12,87	16,07	19,94	22,90	26,29	
EBITDA-Marge	10,8%	18,7%	21,8%	23,9%	26,0%	28,1%	28,1%	28,1%	
EBITA	0,00	3,54	6,12	8,40	11,83	15,92	19,10	22,71	
EBITA-Marge	0,0%	8,6%	13,1%	15,6%	19,2%	22,5%	23,5%	24,3%	19,0%
Steuern auf EBITA zu EBITA	0,00	-0,89	-2,14	-2,94	-4,14	-5,57	-6,68	-7,95	32,0%
EBI (NOPLAT)	0,00	2,66	3,98	5,46	7,69	10,35	12,41	14,76	
Kapitalrendite	0,0%	13,0%	19,6%	27,3%	39,3%	55,4%	69,8%	87,4%	76,9%
Working Capital (WC)	-1,50	-0,75	0,01	0,54	0,62	0,71	0,81	0,93	
WC zu Umsatz	-4,1%	-1,8%	0,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Investitionen in WC	-0,10	-0,75	-0,76	-0,53	-0,08	-0,09	-0,11	-0,12	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	22,00	21,01	20,03	19,04	18,05	17,07	16,08	15,09	
AFA auf OAV	-4,00	-4,20	-4,10	-4,46	-4,24	-4,02	-3,80	-3,58	
AFA zu OAV	18,2%	20,0%	20,5%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	
Investitionen in OAV	-2,64	-3,21	-3,11	-3,48	-3,26	-3,04	-2,82	-2,60	
Investitionen in WC	-0,10	-0,75	-0,76	-0,53	-0,08	-0,09	-0,11	-0,12	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Nicht zahlungswirksame Posten	-2,05	-2,05	-2,05	-2,05	-2,05	-2,05	-2,05	-2,05	
Freie Cashflows	-0,78	0,84	2,16	3,87	6,55	9,19	11,24	13,58	193,26

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	142,72	153,60
Barwert expliziter FCFs	31,47	33,21
Barwert des Continuing Value	111,26	120,39
Nettoschulden (Net debt)	11,46	10,82
Wert des Eigenkapitals	131,26	142,78
Fremde Gewinnanteile	0,04	0,04
Wert des Aktienkapitals	131,30	142,82
Ausstehende Aktien in Mio.	1,43	1,43
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>91,50</b>	99,53

#### 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	<b>8,2%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	7,6%	7,9%	8,2%	8,5%	8,8%
76,4%	102,61	96,48	90,98	86,02	81,53
76,6%	102,90	96,76	91,24	86,26	81,76
76,9%	103,20	97,04	<b>91,50</b>	86,51	81,98
77,1%	103,50	97,31	91,76	86,75	82,21
77,4%	103,80	97,59	92,02	86,99	82,44



## 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), stellvert. 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®**  
**- 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)