



Researchstudie (Update)



**Rückläufiger Trend bei Emittenten
im regulierten Markt belastet -
Anlaufverluste im Rahmen der Asienexpansion
haben Ergebnisrückgang zur Folge -
Prognosen und Kursziel leicht reduziert**

Kursziel: 36,80 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 10**

EQS Group AG^{*5}

Kaufen

Kursziel: 36,80

aktueller Kurs: 26,75

8.9.2014 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005494165

WKN: 549416

Börsenkürzel: EQS

Aktienanzahl³: 1,190

Marketcap³: 31,83

EnterpriseValue³: 28,61

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 48,0 %

Transparenzlevel:

m:access

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

VEM Aktienbank AG

Analysten:

Philipp Leibold
 leibold@gbc-ag.de

Dominik Gerbing
 gerbing@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 11

Unternehmensprofil

Branche: Medien

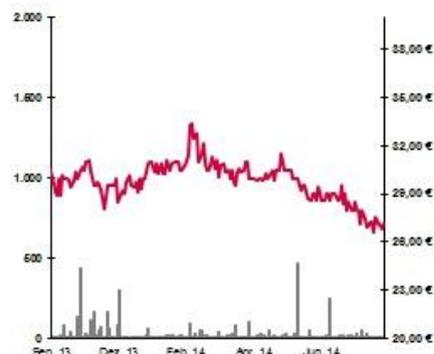
Fokus: Online-Unternehmenskommunikation

Mitarbeiter: 160 Stand: 30.6.2014

Gründung: 2000

Firmensitz: München

Vorstand: Achim Weick, Robert Wirth



Die EQS Group ist ein führender internationaler Anbieter für Online-Unternehmenskommunikation mit Stammsitz in München. Seit der Gründung in 2000 hat sich die EQS Group durch Innovation und Wachstum zu einem führenden Anbieter für digitale Kommunikationslösungen in den Bereichen Investor Relations und Corporate Communications entwickelt. Mehr als 7.000 Unternehmen weltweit sind Dank der Anwendungen in der Lage, komplexe nationale und internationale Informationsanforderungen zuverlässig, sicher, gleichzeitig und einfach zu erfüllen. EQS Investor Relations und EQS Corporate Communications verbreiten Unternehmensmitteilungen, entwickeln Konzernwebseiten und Apps, erstellen Online-Finanz- und Nachhaltigkeitsberichte und führen Audio- und Video-Übertragungen durch. EQS Financial Markets & Media und ARIVA.DE (25,44%) sind im Finanzmarketing, Datenlieferung und in der Entwicklung von Finanzportalen aktiv. Mit ihrem Service DGAP ist die EQS Group die Institution zur Erfüllung gesetzlicher Einreichungs- und Veröffentlichungspflichten. Die EQS Group hat den Sitz in München und eine inländische Niederlassung in Hamburg. Im Rahmen der internationalen Wachstumsstrategie sind Töchter in Zürich, Moskau, Hongkong, Shenzhen, Singapur, Taipeh und Kochi aktiv. Der Konzern beschäftigt derzeit über 160 Mitarbeiter.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e
Umsatz	14,22	15,83	15,70	17,60
EBITDA	3,61	3,71	2,74	3,71
EBIT	3,35	3,28	2,14	3,01
Jahresüberschuss	2,21	2,18	1,98	2,42

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	1,86	1,84	1,39	2,02
Dividende je Aktie	0,75	0,75	0,60	0,90

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,90	1,81	1,82	1,63
EV/EBITDA	7,47	7,71	10,44	7,71
EV/EBIT	8,05	8,73	13,36	9,49
KGV	14,38	14,59	16,05	13,16
KBV		2,07		

Finanztermine

10.09.2014: ZKK
24.11.2014: EKF
28.11.2014: Veröffentlichung 9M-Bericht
10.12.2014: 18. MKK

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
29.7.2014: RG / 38,50 / KAUFEN
11.6.2014: RS / 38,50 / KAUFEN
28.4.2014: RS / 38,50 / KAUFEN
12.3.2014: RS / 38,50 / KAUFEN
2.12.2013: RS / 38,50 / KAUFEN

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

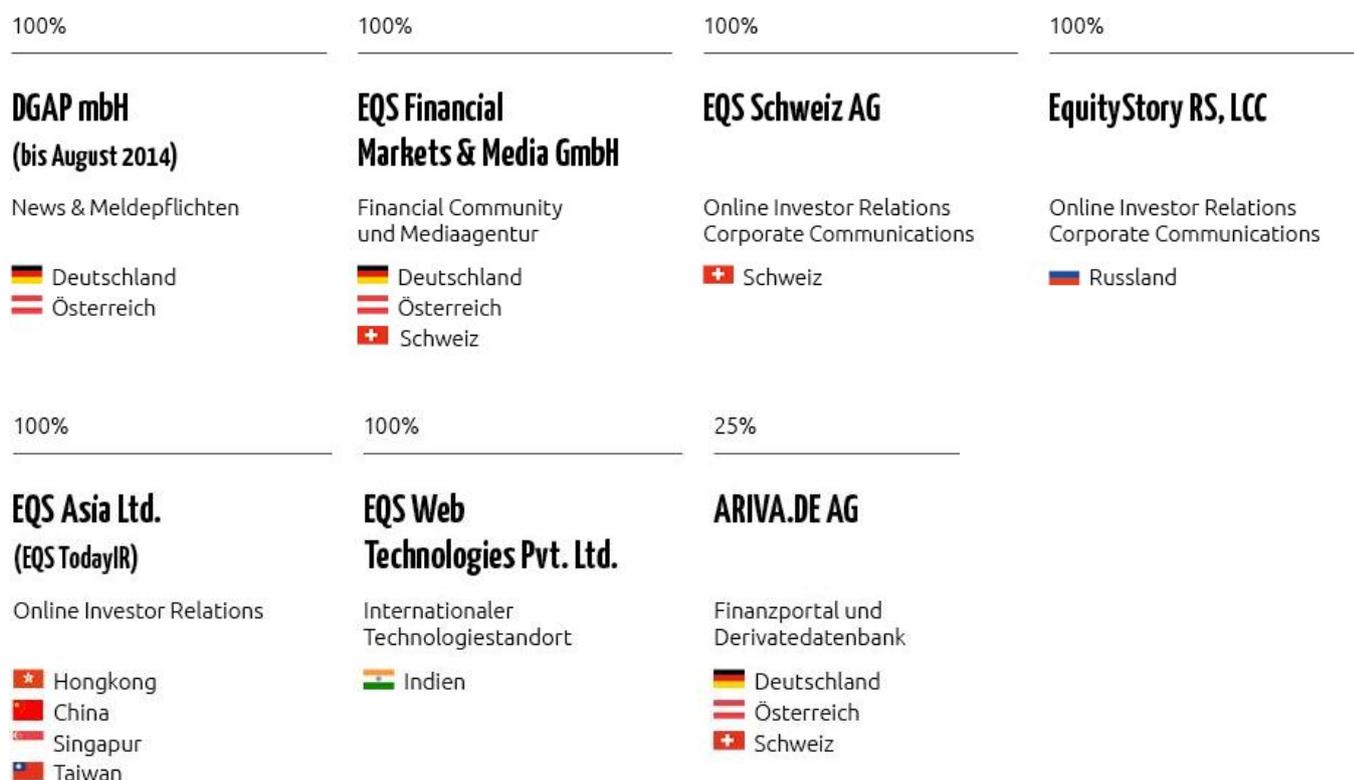
EXECUTIVE SUMMARY

- Die EQS Group AG musste im ersten Halbjahr 2014 einen Umsatzrückgang um rund 4 % verkraften. Der Rückgang ist dabei vor allem auf eine deutliche geringere Anzahl von mittelständischen Anleiheemissionen zurückzuführen. Im Bereich der Meldepflichten konnte die EQS Group AG zwar ein zweistelliges Umsatzwachstum infolge der Übernahme des euro-adhoc Kundestamms verzeichnen, allerdings verhinderte hier der negative Trend bei Emittenten im regulierten Markt ein stärkeres Wachstum.
- Das EBITDA entwickelte sich im ersten Halbjahr 2014 mit 1,09 Mio. € (VJ: 1,41 Mio. €) leicht rückläufig, was sich durch eine höhere Fixkostenbasis erklärt. So waren sowohl bei den Personalkosten, als auch bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen Steigerungen zu verzeichnen. Im Rahmen der Asienexpansion (TodayIR und Standort Kochi) fielen im ersten Halbjahr 2014 höhere Anlaufkosten an. Das Unternehmen beziffert die Ergebnisbelastung im Zusammenhang mit dem Aufbau der asiatischen Aktivitäten auf rund 0,6 Mio. €.
- Unsere Umsatz- und Ergebnisschätzungen haben wir mit Veröffentlichung des Halbjahresberichts 2014 nach unten angepasst. Wir erwarten für das laufende Geschäftsjahr 2014 nunmehr Umsatzerlöse in Höhe von 15,70 Mio. € (bisher: 16,90 Mio. €) sowie ein EBITDA von 2,74 Mio. € (bisher: 3,44 Mio. €). Der rückläufige Trend bei börsennotierten Unternehmen in Deutschland hat sich nach unserer Einschätzung in Jahresverlauf leider nochmals beschleunigt. Auch vor diesem Hintergrund erachten wir die Expansion in ausländische Märkte mit höheren Wachstumsraten als sinnvoll. Ab 2015 erwarten wir wieder steigende Umsätze und Ergebnisse bei der EQS Group AG, nicht zuletzt wegen der erfolgten Übernahme von TodayIR.
- **Unser Kursziel für die Aktie der EQS Group AG haben wir infolge der reduzierten Schätzungen auf 36,80 € (bisher: 38,50 €) nach unten angepasst. Ausgehend vom gegenwärtigen Kursniveau ermittelt sich ein Kurspotential für die Aktie von 35 %. Das Rating für die Aktie der EQS Group AG lautet unverändert Kaufen.**

UNTERNEHMEN

Profil

Das nachstehende Schaubild zeigt die Unternehmensstruktur der EQS Group AG:

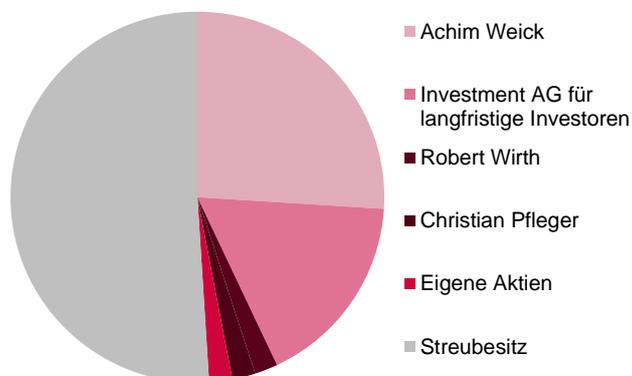


Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	30.06.2014
Achim Weick	26%
Investment AG für langfristige Investoren	20%
Robert Wirth	2%
Christian Pflieger	2%
Eigene Aktien	2%
Streubesitz	48%

Quelle: EQS Group AG; GBC AG



Geschäftsentwicklung HJ 2014

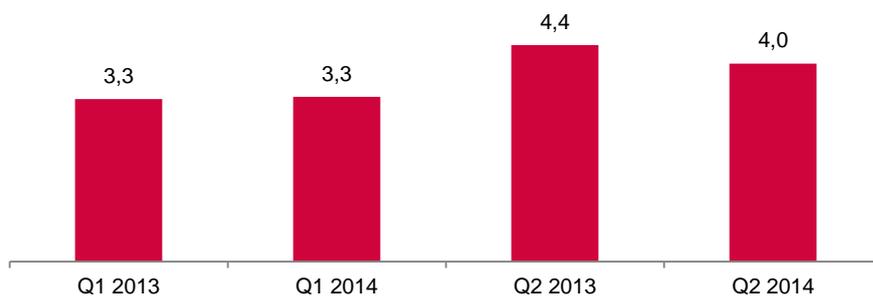
in Mio. €	HJ 2013	Δ in %	HJ 2014
Umsatzerlöse	7,64	-4,3%	7,31
EBITDA	1,41	-22,7%	1,09
EBITDA-Marge	18,5%		14,9%
EBIT	1,22	-30,9%	0,84
EBIT-Marge	15,9%		11,5%
Jahresüberschuss	0,79	-51,4%	0,38
EPS in €	0,66	-51,4%	0,32

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzentwicklung – Rückläufige Anzahl von Unternehmen im regulierten Markt und geringe Aktivität bei Anleiheemissionen führen zum Rückgang

Die EQS Group AG verzeichnete im ersten Halbjahr 2014 einen Umsatzrückgang um rund 4 % auf 7,31 Mio. € (VJ: 7,64 Mio. €). Nachdem im ersten Quartal 2014 noch ein leichtes Wachstum erzielt wurde, entwickelte sich der Umsatz im zweiten Quartal 2014 rückläufig, was vor allem auf eine deutliche geringere Anzahl von mittelständischen Anleiheemissionen zurückzuführen ist.

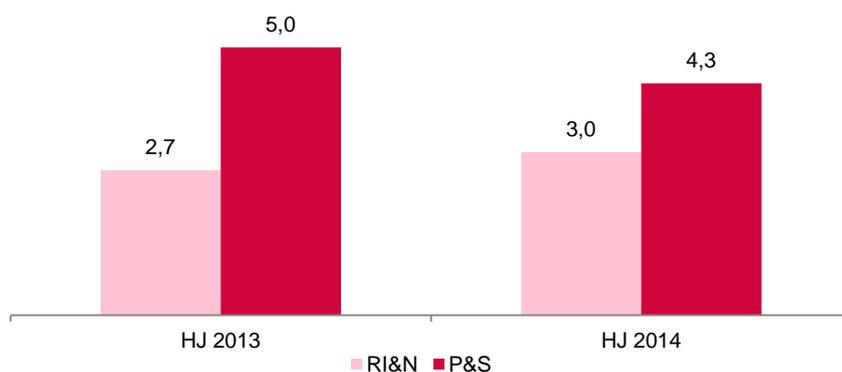
Umsatzentwicklung nach Quartalen in Mio. €



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Hinsichtlich der beiden Segmente bleibt festzuhalten, dass sich das Wachstum im Bereich Regulatory Information & News (RI&N) trotz des schwierigen Kapitalmarktumfelds fortgesetzt hat. Diese positive Entwicklung konnte jedoch den Umsatzrückgang im Bereich Products & Services (P&S) nicht ausgleichen.

Umsatzentwicklung nach Segmenten in Mio. €



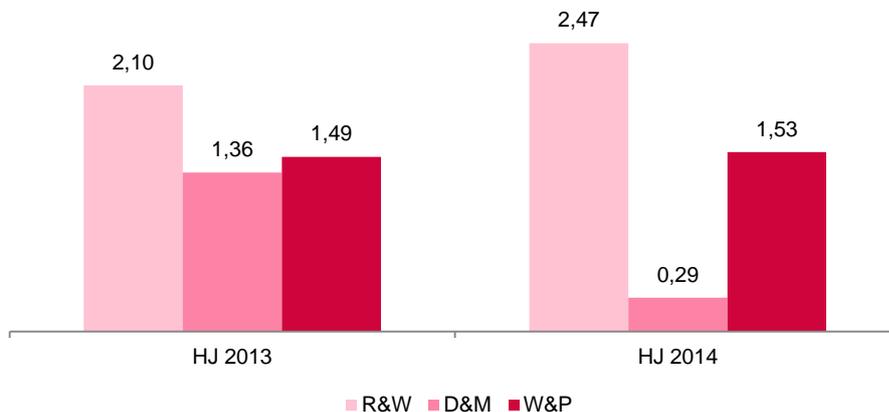
Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Das Wachstum im Segment RI&N fiel im ersten Halbjahr 2014 mit 13 % erfreulich aus. Hier konnten die Umsätze auf 3,02 Mio. €, nach 2,68 Mio. € im Vorjahr, deutlich gesteigert werden. Der Zuwachs ist dabei maßgeblich auf die Übernahme des euro adhoc Kundenstamms zurückzuführen. Durch die Übernahme konnte die EQS Group AG ihren bereits hohen Marktanteil im Bereich der Pflichtmeldungen nochmals deutlich ausweiten und ist nun mit einem Marktanteil von über 90 % unangefochtener Marktführer.

Das Mitteilungsvolumen belief sich in den ersten sechs Monaten 2014 auf 10.294 gegenüber 9.177 im Vorjahreszeitraum. So war ein Wachstum gleichermaßen bei Pflichtmeldungen und bei freiwilligen Meldungen festzustellen. Das Kapitalmarktumfeld ist trotz der guten Stimmung an den Börsen unverändert als schwierig zu bezeichnen. Als Hoffnungsschimmer sind nach unserer Einschätzung die erfolgten Börsengänge von Stabius, SLM sowie Braas Monier Building Group zu sehen. Zudem gehen wir davon aus, dass noch im laufenden Jahr eine Reihe von größeren IPOs folgt, welche den IPO-Markt aus seiner jahrelangen Lethargie befreien könnte. Zu nennen sind hier beispielweise Zalando, Rocket Internet oder die Scout24-Gruppe. Auf der anderen Seite hat sich der leidige Trend einer rückläufigen Anzahl von Emittenten im regulierten und unregulierten Markt fortgesetzt. Hierzu beigetragen hat auch ein unglückliches Urteil des Bundesgerichtshofs (BGH) im November 2013. Demnach müssen börsennotierte Unternehmen den Aktionären beim Delisting keine Barabfindung anbieten und auch ein entsprechender Beschluss der Hauptversammlung ist nicht mehr erforderlich.

Im Bereich P&S lagen die Umsatzerlöse bei 4,29 Mio. € und damit rund 13 % unter dem Vorjahresniveau von 4,95 Mio. €. Der rückläufige Umsatz im Bereich P&S ist ausschließlich auf die schwächere Entwicklung des Untersegments Distribution & Media (D&M) zu erklären, wie die die nachstehende Grafik veranschaulicht.

Umsatzentwicklung nach Untersegmenten im Bereich P&S in Mio. €



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Im Subsegment D&M beliefen sich die Umsatzerlöse auf lediglich 0,29 Mio. € (VJ: 1,36 Mio. €). Der Hauptgrund für diese rückläufige Entwicklung liegt in dem zurückgegangenen Geschäft im Bereich Mediaplanung für Mittelstandsanleihen. Vor allem das zweite Quartal 2014 lag hier deutlich unter dem guten Vorjahresquartal.

Ergebnisentwicklung – Asienexpansion belastet vorübergehend das operative Ergebnis

Die Rohertragsmarge stieg im ersten Halbjahr 2014 deutlich auf 85,0 % (VJ: 78,0 %). Der Anstieg ist im Wesentlichen durch zwei Faktoren bedingt. Zum einen verzeichnete der margenstarke und hoch skalierbare Bereich RI&N ein Wachstum. Zum anderen war der Bereich D&M aufgrund einer geringeren Anzahl an Anleiheemittenten für den Umsatzrückgang im Bereich P&S verantwortlich.

Gleichzeitig hat sich im ersten Halbjahr 2014 die Fixkostenbasis erhöht. So waren sowohl bei den Personalkosten, als auch bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen, deutliche Steigerungen zu verzeichnen. Der Personalaufwand belief sich im ersten Halbjahr 2014 auf 3,45 Mio. €, gegenüber 3,19 Mio. € im Vorjahr. Der Anstieg spiegelt sich auf in der Entwicklung der Mitarbeiteranzahl wider. Per Ende Juni 2014 waren über 160 Mitarbeiter im Konzern beschäftigt. Allein durch die Übernahme von TodayIR erhöhte sich die Mitarbeiterzahl um rund 45. Im Rahmen der Asienexpansion (TodayIR und Standort Kochi in Indien) fielen im ersten Halbjahr 2014 höhere Anlaufkosten an. Das Unternehmen beziffert die Ergebnisbelastung im Zusammenhang mit dem Aufbau der asiatischen Aktivitäten auf rund 0,6 Mio. €. Diese Kosten finden sich vor allem in den Personalaufwendungen sowie in den sonstigen Aufwendungen. In den sonstigen betrieblichen Aufwendungen in Höhe von 1,67 Mio. € (VJ: 1,30 Mio. €) sind zudem Kosten für die Einführung eines ERP-Systems enthalten.

Zwar erhöhte sich der Rohertrag trotz der geringeren Umsatzbasis, jedoch führte die gestiegene Kostenbasis zu einem Rückgang des operativen Ergebnisses. Folglich lag das EBITDA mit 1,09 Mio. € unterhalb des Vorjahresniveaus (VJ: 1,41 Mio. €).

Die Abschreibungen werden sich in den kommenden Jahren aufgrund der Übernahme des euro-adhoc Kundenstamms sowie von TodayIR dauerhaft erhöhen. Vor diesem Hintergrund erklärt sich auch, dass das Unternehmen erstmalig die operative Kennzahl EBITA im Rahmen der Berichterstattung eingeführt hat. Die jährlichen PPA-Abschreibungen auf die beiden übernommenen Kundenstämme belaufen sich auf rund 0,4 Mio. €. Die Abschreibungen erhöhten sich daher bereits im ersten Halbjahr auf 0,25 Mio. € (VJ: 0,20 Mio. €).

Unter Berücksichtigung eines leicht negativen Finanzergebnisses und einer hohen Steuerquote von rund 50 % betrug der Jahresüberschuss 0,38 Mio. € (VJ: 0,79 Mio. €). Neben leicht höheren Zinsaufwendungen infolge eines Akquisitionsdarlehens für die Finanzierung des euro-adhoc Kundenstamms fiel der Ergebnisbeitrag der Beteiligung ARIVA.DE mit -0,08 Mio. € negativ aus.

Das Darlehen für die Finanzierung der Übernahme der TodayIR wurde im zweiten Quartal 2014 aufgenommen. Die Refinanzierungskonditionen sind mit einem Zinssatz von unter 2 % außerordentlich attraktiv. Per Ende Juni 2014 beliefen sich die Bankkredite auf rund 4,5 Mio. €. Denen standen liquide Mittel von rund 3 Mio. € gegenüber. Der Grund für die hohe Steuerquote von rund 50 % liegt in den Anlaufverlusten in Asien, welche nicht in Deutschland angerechnet werden können.

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014e (alt)	GJ 2014e	GJ 2015e (alt)	GJ 2015e
Umsatzerlöse	15,83	16,90	15,70	18,50	17,60
EBITDA	3,71	3,44	2,74	4,09	3,71
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>23,4%</i>	<i>20,3%</i>	<i>17,5%</i>	<i>22,1%</i>	<i>21,1%</i>
EBIT	3,28	2,94	2,14	3,59	3,01
<i>EBIT-Marge</i>	<i>20,7%</i>	<i>17,4%</i>	<i>13,6%</i>	<i>19,4%</i>	<i>17,1%</i>
Jahresüberschuss	2,18	1,98	1,39	2,42	2,02
EPS in €	1,83	1,67	1,17	2,03	1,70

Quelle: GBC AG

Umsatz- und Ergebnisprognosen – Schätzungen für 2014 und 2015 reduziert; schwaches inländisches Marktumfeld und Asienexpansion belasten

Unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen haben wir mit Vorlage des Halbjahresberichts 2014 reduziert. Wir erwarten für das laufende Geschäftsjahr 2014 nunmehr Umsatzerlöse in Höhe von 15,70 Mio. € (bisher: 16,90 Mio. €) sowie ein EBITDA von 2,74 Mio. € (bisher: 3,44 Mio. €).

Ein wesentlicher Grund für die reduzierte Umsatzschätzung ist eine niedrigere als von uns erwartete Anzahl von mittelständischen Anleihen. In diesem Bereich erzielte das Unternehmen im Vorjahr einen Umsatz von mehr als 2 Mio. €. Der Umsatz im Segment D&M belief sich im ersten Halbjahr 2014 auf weniger als 0,2 Mio. € und es ist unserer Einschätzung nach nicht absehbar, dass sich der Markt für Anleiheemissionen in der zweiten Jahreshälfte wieder deutlich belebt.

Zudem hat sich der rückläufige Trend bei im regulierten Markt notierten Unternehmen weiter fortgesetzt. Seit 2008 ging hier die Anzahl von über 800 auf rund 500 in 2014 zurück. Nach unseren Schätzungen sollte sich die Anzahl der im regulierten Markt bis Ende August 2014 um per Saldo über 20 Unternehmen reduziert haben. Dies entspricht einem Rückgang des relevanten Marktvolumens um rund 5 %. Hier bleibt es abzuwarten, inwieweit das grundsätzlich günstige Aktienmarktumfeld wieder verstärkt zu neuen IPOs führen wird. Wir gehen davon aus, dass zumindest eine Reihe von größeren Unternehmen noch in der zweiten Jahreshälfte den Weg an die Börse nehmen wird. Sowohl für den Bereich RI&N als auch für den Bereich P&S ist ein Durchbrechen des negativen Trends notwendig, um im Inland wieder solides Wachstum erzielen zu können.

Den Umsatz in Asien schätzen wir für das laufende Geschäftsjahr auf ca. 1 Mio. €. Die übernommene TodayIR wird dabei im Rahmen der Konsolidierung rund 8 Monate zum Konzernergebnis beitragen. Derzeit betreuen rund 45 Mitarbeiter rund 400 Kunden. In Asien erwarten wir ein deutliches und nachhaltiges Wachstum in den kommenden Jahren.

Infolge der Übernahme der Kundenstämme von euro-adhoc und TodayIR werden sich die Abschreibungen in den kommenden Jahren deutlich erhöhen. Den jährlichen Effekt aus den beiden Transaktionen schätzen wir auf rund 0,4 Mio. €. Folglich haben wir die erwarteten Abschreibungen mit 0,6 Mio. € in 2014 und 0,7 Mio. € in 2015 angenommen. Den jährliche Investitionsbedarf sollte hingegen mit rund 0,3 bis 0,4 Mio. € deutlich niedriger ausfallen.

Das EBITDA in 2014 sehen wir bei 2,74 Mio. € (bisher: 3,44 Mio. €) und damit unterhalb des Vorjahres. Der von uns erwartete Ergebnisrückgang ist dabei vor allem auf einige Sonderbelastungen sowie auf die Anlaufverluste in Asien zurückzuführen. Für 2015 rechnen wir dann wieder mit einem deutlich steigenden operativen Ergebnis.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die EQS Group AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014 und 2015 in Phase 1, erfolgt von 2016 bis 2021 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei haben wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 % angenommen. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 24,0 % (bisher: 25,5 %) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 32,0 % 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 % sowie eine Steuerquote von 32,0 %.

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.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 2,00 %.

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 Annahmen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 9,6 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 95 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,2 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,2 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2014 entspricht einem Kursziel in Höhe 36,80 € (bisher: 38,50 €).

Damit haben wir unser bisheriges Kursziel reduziert. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs bei rund 27 € errechnet sich ein Kurspotential von rund 35 % für die Aktie der EQS Group AG. Die Aktie ist nach unserer Ansicht weiterhin attraktiv bewertet.

DCF-MODELL

EQS Group AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	24,0%	ewige EBITA - Marge	21,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	22,0%	effektive Steuerquote im Endwert	32,0%
Working Capital zu Umsatz	9,7%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final End- wert
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	15,70	17,60	18,48	19,40	20,37	21,39	22,46	23,59	
US Veränderung	-0,8%	12,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	4,62	5,87	6,60	7,46	7,84	8,56	8,99	9,36	
EBITDA	2,74	3,71	4,44	4,66	4,89	5,13	5,39	5,66	
EBITDA-Marge	17,5%	21,1%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	
EBITA	2,14	3,01	3,78	4,04	4,32	4,56	4,84	5,11	
EBITA-Marge	13,6%	17,1%	20,4%	20,8%	21,2%	21,3%	21,6%	21,7%	21,7%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,69	-0,96	-1,21	-1,29	-1,38	-1,46	-1,55	-1,64	
	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%
EBI (NOPLAT)	1,46	2,05	2,57	2,75	2,94	3,10	3,29	3,48	
Kapitalrendite	32,0%	41,8%	54,6%	59,9%	65,6%	67,9%	72,1%	74,4%	73,8%
Working Capital (WC)	1,50	1,70	1,79	1,87	1,97	2,07	2,17	2,28	
WC zu Umsatz	9,6%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	
Investitionen in WC	-0,31	-0,20	-0,09	-0,09	-0,09	-0,10	-0,10	-0,11	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	3,40	3,00	2,80	2,60	2,60	2,50	2,50	2,52	
AFA auf OAV	-0,60	-0,70	-0,66	-0,62	-0,57	-0,57	-0,55	-0,55	
AFA zu OAV	17,6%	23,3%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	
Investitionen in OAV	-0,64	-0,30	-0,46	-0,42	-0,57	-0,47	-0,55	-0,57	
Investiertes Kapital	4,90	4,70	4,59	4,47	4,57	4,57	4,67	4,80	
EBITDA	2,74	3,71	4,44	4,66	4,89	5,13	5,39	5,66	
Steuern auf EBITA	-0,69	-0,96	-1,21	-1,29	-1,38	-1,46	-1,55	-1,64	
Investitionen gesamt	-5,25	-0,50	-0,55	-0,51	-0,67	-0,57	-0,65	-0,68	
Investitionen in OAV	-0,64	-0,30	-0,46	-0,42	-0,57	-0,47	-0,55	-0,57	
Investitionen in WC	-0,31	-0,20	-0,09	-0,09	-0,09	-0,10	-0,10	-0,11	
Investitionen in Goodwill	-4,30	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-3,19	2,25	2,68	2,86	2,84	3,10	3,19	3,35	48,03

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	40,19	41,63
Barwert expliziter FCFs	14,20	13,26
Barwert des Continuing Value	25,99	28,37
Nettoschulden (Net debt)	0,07	-2,13
Wert des Eigenkapitals	40,12	43,76
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	40,12	43,76
Ausstehende Aktien in Mio.	1,19	1,19
Fairer Wert der Aktie in EUR	33,74	36,80

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,38
Eigenkapitalkosten	9,6%
Zielgewichtung	95,0%
Fremdkapitalkosten	2,5%
Zielgewichtung	5,0%
Taxshield	28,7%
WACC	9,2%

Kapitalrendite	WACC				
	8,6%	8,9%	9,2%	9,5%	9,8%
67,4%	39,68	38,07	36,62	35,28	34,06
67,7%	39,78	38,17	36,71	35,37	34,14
67,9%	39,88	38,27	36,80	35,45	34,22
68,2%	39,98	38,37	36,89	35,54	34,30
68,4%	40,09	38,46	36,98	35,63	34,38

ANHANG

§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 andere 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:

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.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 Wert 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, Aktienrückkäufen, 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 §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: (5)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst 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.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@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), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst

Dominik Gerbing, B.A., Finanzanalyst

§ 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