



Researchstudie (Anno)

EQS Group AG



**„Grundlage für weiteres Wachstum ist erfolgreich
geschaffen worden;
Trendumkehr beim Ergebnis erwartet“**

Kursziel: 39,00 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 19**

EQS Group AG^{*5a;7;11}

Kaufen

Kursziel: 39,00

aktueller Kurs: 32,00
21.04.2016 / ETR / 12:00 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005494165
WKN: 549416
Börsenkürzel: EQS
Aktienanzahl³: 1,190
Marketcap³: 38,08
EnterpriseValue³: 38,99
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 42,0 %

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Entry Standard

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Dero Bank AG

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 20

Unternehmensprofil

Branche: Medien

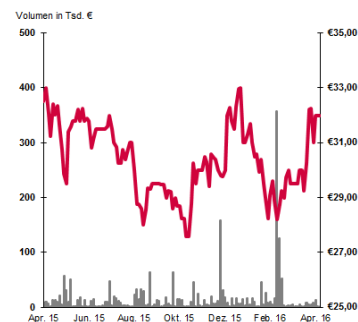
Fokus: Online-Unternehmenskommunikation

Mitarbeiter: 197 Stand: 31.12.2015

Gründung: 2000

Firmensitz: München

Vorstand: Achim Weick, Christian Pflieger



Die EQS Group ist ein führender internationaler Technologieanbieter für Digital Investor Relations. Mehr als 8.000 Unternehmen weltweit sind dank der Anwendungen und Services in der Lage, komplexe nationale und internationale Informationsanforderungen sicher, effizient und gleichzeitig zu erfüllen und die Investment Community weltweit zu erreichen. Die Software as a Service COCKPIT bildet dazu die Arbeitsprozesse von IR Managern digital ab, kommuniziert mit der Unternehmenswebsite und verbreitet die Inhalte über eines der wichtigsten Financial Newswire. Produkte wie Websites, IR Tools und Online Unternehmensberichte machen EQS Group zum digitalen Komplettanbieter. Die EQS Group wurde im Jahr 2000 in München gegründet und hat sich kontinuierlich vom Startup zum internationalen Konzern mit Standorten in den wichtigsten Finanzmetropolen der Welt entwickelt. Der Konzern beschäftigt über 200 Mitarbeiter.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016e	31.12.2017e
Umsatz	16,39	18,38	20,95	23,10
EBITDA	3,45	3,22	3,68	4,99
EBIT	2,82	2,36	2,81	4,17
Jahresüberschuss	1,84	1,12	1,89	2,83

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	1,55	0,94	1,59	2,38
Dividende je Aktie	0,75	0,75	0,75	0,80

Kennzahlen

EV/Umsatz	2,38	2,12	1,86	1,69
EV/EBITDA	11,30	12,11	10,60	7,81
EV/EBIT	13,83	16,52	13,88	9,35
KGV	20,70	34,00	20,15	13,46
KBV		2,22		

Finanztermine

31.05.2016: Veröffentlichung Q1-Bericht
31.05.2016: Hauptversammlung
26.08.2016: Veröffentlichung HJ-Bericht
25.11.2016: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
2.12.2015: RS / 38,00 / KAUFEN
7.9.2015: RS / 38,00 / KAUFEN
5.6.2015: RS / 38,00 / KAUFEN
15.5.2015: RS / 38,00 / KAUFEN
21.4.2015: RS / 36,80 / 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 konnte sich als international führender Anbieter für Digital Investor Relations, mit dem Schwerpunkt im Bereich Investor Relations und Corporate Communications, von den schwierigen Marktbedingungen entkoppeln und im Geschäftsjahr 2015 ein Umsatzwachstum in Höhe von 12,1 % auf 18,38 Mio. € (VJ: 16,39 Mio. €) erreichen. Dabei war das Marktumfeld insbesondere in Deutschland von einer Fortsetzung des Delisting-/Downlisting-Trends geprägt, wodurch sich insgesamt die Kundenbasis in Deutschland verringert hat.
- Diese im Kontext zur Marktentwicklung positive Geschäftsentwicklung der EQS Group AG fundiert auf der in den vergangenen Geschäftsjahren initiierten Expansionsstrategie. Ein wichtiger Bestandteil hiervon ist das internationale Wachstum, welches in den vergangenen Geschäftsjahren neben dem europäischen Ausland insbesondere in China umgesetzt wurde. Mit dem Erwerb der TodayIR-Gruppe profitiert dabei die EQS Group AG von einem vergleichsweise dynamischen Marktumfeld. Eine hohe Anzahl an IPO's sowie die Öffnung des chinesischen Festland-Aktienmarktes für ausländische Investoren gehen mit einem erhöhten Bedarf an Kommunikationslösungen einher. Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres 2015 wurde diese Expansionsstrategie mit dem Erwerb des in Großbritannien tätigen Anbieters für Digital Investors Relations Obsidian IR LTD sowie des Schweizer Anbieters für digitale Unternehmenskommunikation Tensid AG fortgesetzt.
- Typischerweise geht eine Expansionsstrategie zunächst mit Kostenbelastungen einher. Aufgrund dieser Anlaufverluste verringerte sich das EBIT erwartungsgemäß auf 2,36 Mio. € (VJ: 2,82 Mio. €). Das um akquisitionsbedingte Faktoren bereinigte Non-IFRS EBIT minderte sich ebenfalls auf 2,98 Mio. € (VJ: 3,31 Mio. €). Die operative Ergebnisentwicklung ist dabei sowohl im Rahmen der Unternehmenserwartungen als auch im Rahmen unserer Prognosen ausgefallen.
- Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir, nach dem Abschluss der regen Expansionsaktivität, mit einer Trendumkehr beim operativen Ergebnis. Ein wichtiger Faktor dafür ist die erwartete Fortsetzung des Wachstumskurses bei den Konzernumsätzen. Die EQS Group AG sollte hier anorganische Effekte (Erwerb Obsidian und Tensid), weiteres Wachstum in Asien (Chinesischer Markt ist offen für ausländische Investoren) sowie einen Anstieg der Kundenbasis in Deutschland (nach der Einführung der EU-Marktmisbrauchsverordnung müssen auch Freiverkehrsunternehmen umfangreiche Publizitätspflichten erfüllen) erreichen. Analog zur Unternehmensguidance prognostizieren wir Umsatzerlöse in Höhe von 20,95 Mio. € für 2016 sowie 23,10 Mio. € für das Geschäftsjahr 2017 und erwarten damit jeweils ein zweistelliges Umsatzwachstum. Parallel dazu rechnen wir mit einer sukzessiven Verbesserung der EBIT-Marge und folglich einem überproportionalen Anstieg des operativen Ergebnisses. Als Grundlage unseres DCF-Bewertungsmodells erwarten wir einen Anstieg der EBIT-Marge auf 20,0 %.
- **Auf Basis dieser Schätzungen ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 39,00 € (bisher: 38,00 €). Angesichts eines derzeitigen Kurspotenzials von 21,9 % lautet unser Rating weiterhin KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

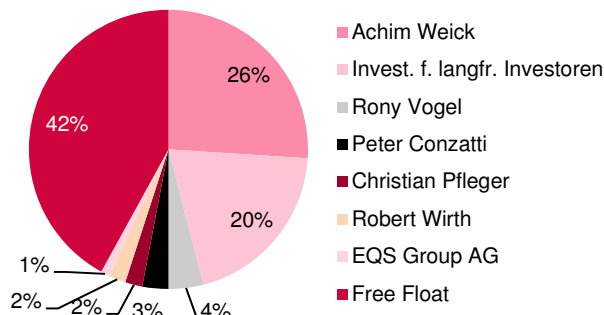
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis der EQS Group AG	4
Produktpalette und Unternehmensstrategie	4
Markt und Marktumfeld	6
Emittentenanzahl weiter rückläufig	6
Marktentwicklung bei weiteren Kapitalmarktinstrumenten	6
Internationales Marktumfeld	7
Unternehmensentwicklung & Prognose	8
Kennzahlen im Überblick	8
Geschäftsentwicklung 2015	9
Umsatzentwicklung 2015	9
Ergebnisentwicklung 2015	10
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2015	12
SWOT-Analyse	14
Prognose und Modellannahmen	15
Umsatzprognosen 2016 und 2017	15
Ergebnisprognosen 2016 und 2017	16
Bewertung	17
Modellannahmen	17
Bestimmung der Kapitalkosten	17
Bewertungsergebnis	17
DCF-Modell	18
Anhang	19

UNTERNEHMEN

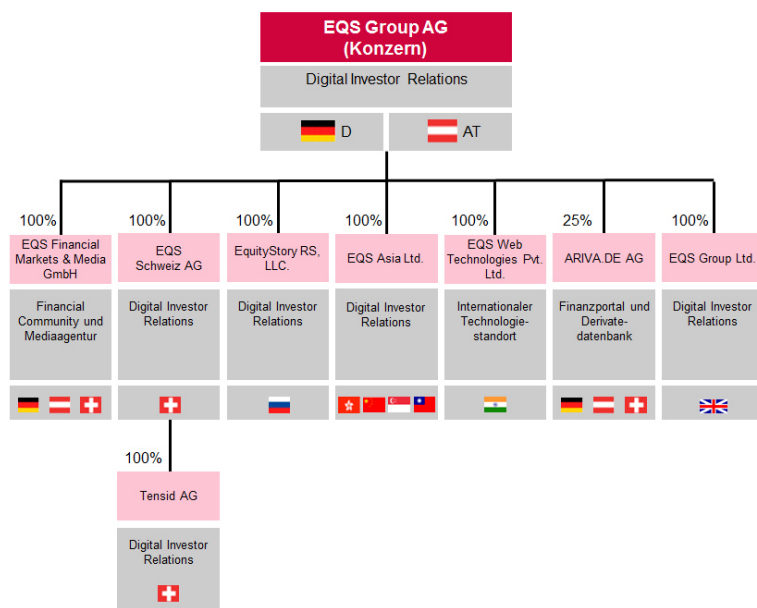
Aktionärsstruktur

Anteilseigener	in %
Achim Weick	26%
Investment für langfristige Investoren	20%
Rony Vogel	4%
Peter Conzatti	3%
Christian Pflieger	2%
Robert Wirth	2%
EQS Group AG	1%
Streubesitz	42%

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

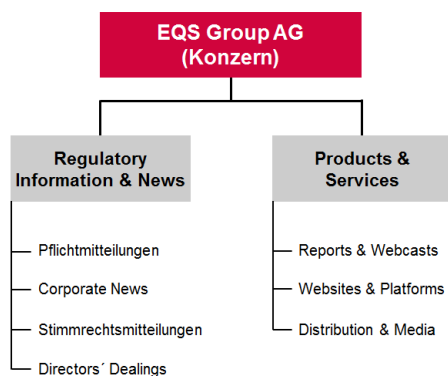


Konsolidierungskreis der EQS Group AG



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Produktpalette und Unternehmensstrategie

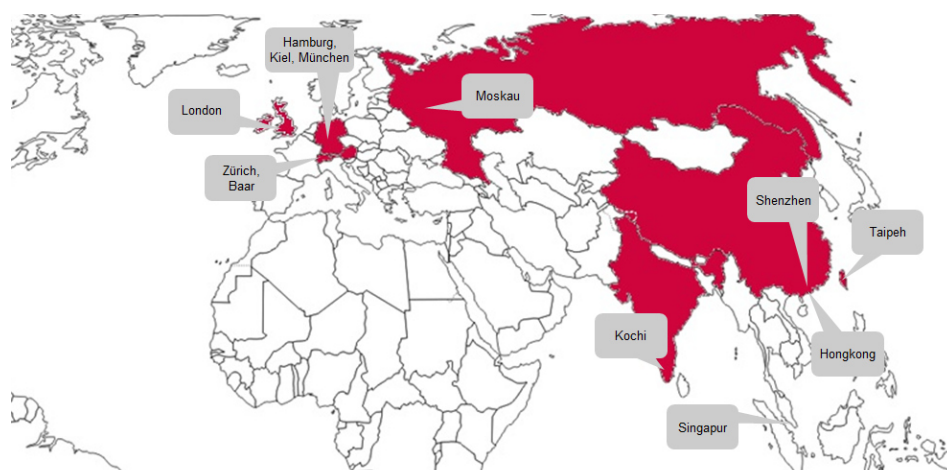


Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Die EQS Group AG (kurz: EQS) deckt über ihre Tochtergesellschaften alle wesentlichen Bereiche von Digital Investor Relations ab. Im Rahmen der integrierten Produktpalette werden Finanz- und Unternehmensmitteilungen verbreitet, Konzernwebseiten und Apps entwickelt, Online-Finanzberichte erstellt sowie Audio- und Videoübertragungen durchgeführt. Zudem ist die EQS-Gruppe über die Tochtergesellschaft EQS Financial Markets & Media GmbH und ARIVA.DE im Finanzmarketing, in der Daten- und Contentlieferung sowie in der Entwicklung von Finanzportalen tätig.

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. Ende des abgelaufenen 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 UK umgesetzt.

Footprint der EQS Group AG



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

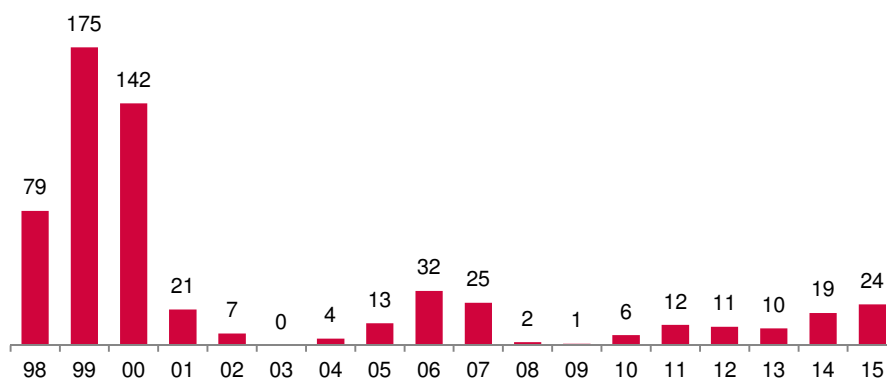
Neben Russland, Schweiz und UK steht China als derzeit wichtigster internationaler Markt im Fokus des EQS-Konzerns. Dieser Markt gilt dabei als besonders vielversprechend, vor allem vor dem Hintergrund der im Jahr 2014 erfolgten Eröffnung für ausländische Investoren. Im Rahmen einer Kooperation der Börsen Shanghai und Hongkong können ausländische Investoren nun über die Börse Hongkong auch Aktien vom chinesischen Festland erwerben. Bisher war dies nicht möglich. Im Zuge dessen müssen die börsennotierten Unternehmen die externe Kommunikation auf die neuen Investorengruppen ausrichten. Die EQS Group AG hat sich mit dem Erwerb der TodayIR eine vielversprechende Position geschaffen, um hiervon zu profitieren.

MARKT UND MARKTUMFELD

Emittentenzahl weiter rückläufig

Als maßgebliche Grundlage für das EQS-Segment Regulatory Information & News (RI&N), innerhalb dessen die News und adhoc-Meldungen der börsennotierten Unternehmen am Kapitalmarkt verbreitet und verarbeitet werden, ist grundsätzlich die Anzahl der börsennotierten Unternehmen im regulierten Markt zu nennen. Dabei lässt sich ein anhaltender Rückgang von Emittenten im regulierten Markt beobachten, welcher sich aufgrund der niedrigen Anzahl von Neunotierungen einerseits sowie andererseits durch die erleichterte Möglichkeit eines Rückzugs von der Börse (Delisting) zuletzt fortgesetzt hat. Innerhalb der letzten 12 Monate (Vergleichsbasis Januar 2016 zu Januar 2015) hat sich die Anzahl der im Prime und General Standard notierten Unternehmen von 497 auf 473 reduziert. Noch vor der Finanzkrise waren in den regulierten Marktsegmenten der Frankfurter Börse über 800 Unternehmen gelistet.

Erstlisting im Rahmen von IPOs an der Börse Frankfurt



Quelle: Deutsche Börse AG; DIRK; GBC AG

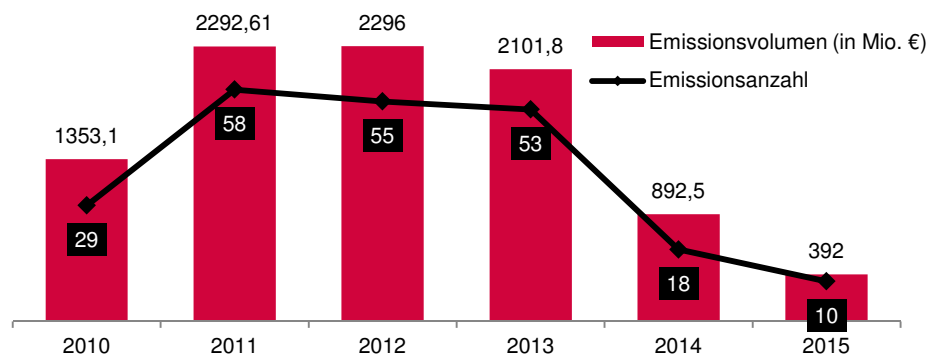
Gemäß Angaben der Deutsche Börse AG erfolgten im vergangenen Geschäftsjahr insgesamt 24 IPOs, was damit den höchsten Wert seit dem Jahr 2007 markiert. Dem stehen jedoch 25 Delistings gegenüber, womit die höhere IPO-Aktivität vollständig aufgefangen wurde. Unter Einbezug von vorgenommenen Downlistings wird die rückläufige Anzahl von im regulierten Markt notierten Emittenten offensichtlich. Dass EQS Group AG über die vergangenen Geschäftsjahre hinweg, trotz dieser Marktvorgabe einen Anstieg des Meldevolumens verzeichnen konnte, liegt am umgesetzten Ausbau des Marktanteils. Diesbezüglich wurde im Jahr 2013 der euro adhoc-Kundenstamm übernommen und damit der allgemeinen Marktentwicklung entgegengewirkt. Die Marktvorgaben für das laufende Geschäftsjahr sind als weiterhin verhalten optimistisch einzustufen. PWC rechnet vor dem Hintergrund einer hohen Widerstandsfähigkeit der Kapitalmärkte mit 12 - 14 IPO's für das Jahr 2016. Entscheidend ist zudem ein erwarteter Rückgang von Delistings, vor dem Hintergrund einer Ende 2015 verabschiedeten Verschärfung des Börsengesetzes, womit das Delisting nunmehr mit einer Angebotspflicht für die bestehenden Aktionäre einhergeht.

Marktentwicklung bei weiteren Kapitalmarktinstrumenten

Während sich beim IPO-Markt in 2015 die leicht positive Tendenz fortgesetzt hat, bleibt die Emissionsaktivität bei den Mittelstandsanleihen deutlich unterhalb der Erwartungen. Mit lediglich 10 Anleiheemissionen innerhalb derer ein Emissionsvolumen von 392,0 Mio. € Erlöst wurde (Quelle: Anleihen-Finder.de) hat sich der rückläufige Trend auch im abgelaufenen Jahr fortgesetzt. Über das Segment Distribution & Media bietet die EQS-

Gruppe Software- und Serviceleistungen an, die die Emittenten bei der Anleiheemission unterstützen.

Emissionsvolumen und -Anzahl von Mittelstandsanleihen



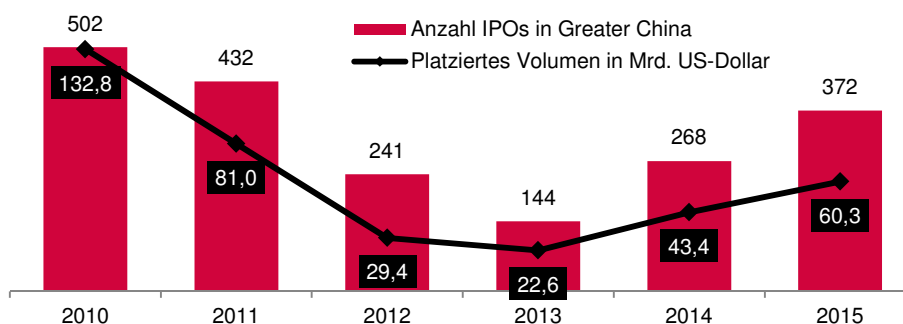
Quelle: Anleihen-Finder.de; GBC AG

Vor dem Hintergrund der anstehenden laufzeitbedingten Refinanzierungswelle bei Mittelstandsanleihen ist mit einer deutlich höheren Aktivität der Anleiheemittenten zu rechnen. Alleine in den kommenden beiden Geschäftsjahren stehen insgesamt 110 Anleihen zur Refinanzierung an, wobei bereits im laufenden Jahr 57 Anleihen auslaufen. Insgesamt müssen die Emittenten in den kommenden beiden Jahren 4,55 Mrd. € refinanzieren. Dementsprechend dürfte die EQS Group AG in den kommenden Geschäftsjahren von positiven Impulsen profitieren.

Internationales Marktumfeld

Ebenfalls wichtige Wachstumsimpulse dürfte die Gesellschaft aus ihrer bereits umgesetzten Internationalisierungsstrategie generieren, wobei wir an dieser Stelle der über den Erwerb der Tochtergesellschaft TodayIR forcierten Asienexpansion einen hohen Stellenwert einräumen. Bedeutend ist hierbei die Ende 2014 umgesetzte Öffnung des chinesischen Festlandaktienmarktes für ausländische Investoren. Als Folge dieser Liberalisierung ist mit einem Anstieg der Kommunikationsaktivitäten der chinesischen Unternehmen zu rechnen, wofür die EQS-Gruppe sich bereits vielversprechend positioniert hat.

IPO-Entwicklung in Greater China



Quelle: Greater China IPO Watch 2015; Singapore Business Review; GBC AG

Über den Markteintritt in Asien profitiert die EQS-Gruppe zudem von einer steigenden Grundgesamtheit börsennotierter Unternehmen. So wurde in China mit 372 IPO's die weltweit höchste Anzahl an Erstlistings verzeichnet. Deloitte rechnet auch für 2016 mit einem leichten Anstieg bei den IPOs und einem damit für Kommunikationsdienstleister positiven Marktumfeld.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016e	GJ 2017e
Umsatzerlöse	15,83	16,39	18,38	20,95	23,10
Aktiviere Eigenleistungen	0,04	0,34	0,30	0,10	0,10
Gesamtleistung	15,86	16,73	18,68	21,05	23,20
Sonstige betriebliche Erträge	0,09	0,11	0,26	0,10	0,10
Materialaufwand	-3,52	-2,74	-2,87	-3,34	-4,20
Rohertrag	12,43	14,09	16,06	17,81	19,10
Personalaufwand	-5,94	-7,08	-8,46	-9,15	-9,57
Abschreibungen	-0,43	-0,63	-0,85	-0,87	-0,82
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-2,77	-3,56	-4,38	-4,98	-4,54
EBIT	3,28	2,82	2,36	2,81	4,17
Finanzergebnis	-0,04	0,13	0,12	-0,03	-0,01
EBT	3,28	2,95	2,49	2,78	4,17
Steuern	-1,10	-1,10	-1,37	-0,89	-1,33
Jahresüberschuss	2,18	1,84	1,11	1,89	2,83
EBITDA	3,71	3,45	3,22	3,68	4,99
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>23,4%</i>	<i>21,0%</i>	<i>17,5%</i>	<i>17,6%</i>	<i>21,6%</i>
EBIT	3,28	2,82	2,36	2,81	4,17
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>20,7%</i>	<i>17,2%</i>	<i>12,9%</i>	<i>13,4%</i>	<i>18,1%</i>
Non-IFRS-EBIT	3,42	3,31	2,98	3,28	4,61
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>21,6%</i>	<i>20,2%</i>	<i>16,2%</i>	<i>15,7%</i>	<i>20,0%</i>
Ergebnis je Aktie in €	1,83	1,55	0,94	1,59	2,38
Dividende je Aktie in €	0,75	0,75	0,75	0,75	0,80
Aktienzahl in Mio. Stück	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2015

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015
Umsatzerlöse	15,83	16,39	18,38
EBITDA	3,71	3,45	3,22
EBITDA-Marge	23,4%	21,0%	17,5%
EBIT	3,28	2,82	2,36
EBIT-Marge	20,7%	17,2%	12,9%
Non-IFRS-EBIT	3,42	3,31	2,98
Non-IFRS-EBIT-Marge	21,6%	20,2%	16,2%
Jahresüberschuss	2,18	1,84	1,11
EPS in €	1,83	1,55	0,94

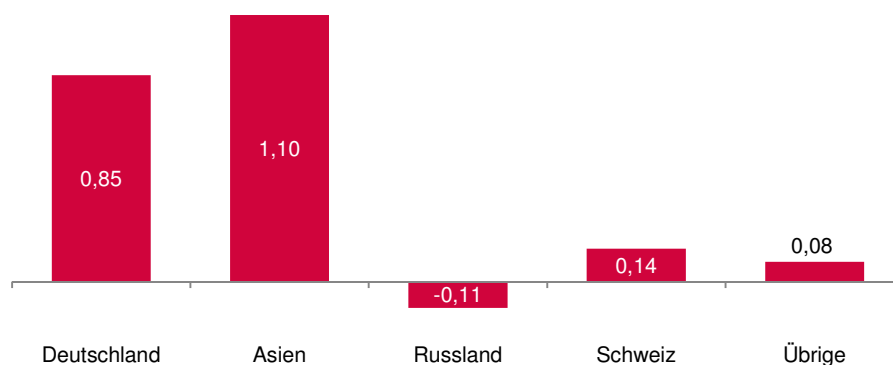
Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2015

Mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 12,1 % auf 18,38 Mio. € (VJ: 16,39 Mio. €) war die EQS Group AG in der Lage, trotz des schwierigen Marktumfelds, das Wachstumstempo zu steigern. Über die vergangenen fünf Geschäftsjahre hinweg erhöhten sich dabei die Umsätze jährlich um durchschnittlich 12,8 %, wobei es festzuhalten gilt, dass die aktuell erreichte hohe Wachstumsdynamik ausgehend von einer höheren Umsatzbasis erreicht wurde. Damit wurden sowohl unsere Umsatzprognosen (GBC-Prognose: 18,5 Mio. €) als auch die Unternehmens-Guidance (EQS-Prognose: 18,0 – 18,8 Mio. €) nahezu bzw. vollumfänglich erreicht.

Dass es der Gesellschaft erneut gelungen ist sich vom rückläufigen Marktumfeld abzukoppeln, liegt an der eingeleiteten und bereits zum Teil umgesetzten Wachstumsstrategie. Ein wichtiger Bestandteil hiervon ist das internationale Wachstum, welches in den vergangenen Geschäftsjahren neben dem europäischen Ausland insbesondere in China umgesetzt wurde. Mit dem Erwerb der TodayIR-Gruppe profitiert dabei die EQS Group AG von einem vergleichsweise dynamischen Marktumfeld. Eine hohe Anzahl an IPOs sowie die Öffnung des chinesischen Festland-Aktienmarktes für ausländische Investoren gehen mit einem erhöhten Bedarf an Kommunikationslösungen einher. In Asien (Hongkong, Shanghai, Singapur, Taipeh) verzeichnete die EQS Group AG mit einer Verdoppelung der Erlöse auf 2,18 Mio. € (VJ: 1,09 Mio. €) das höchste Umsatzwachstum, wenngleich hier noch eine niedrige Umsatzbasis vorherrscht.

Absolute Umsatzentwicklung nach Regionen 2015 ggü. 2014 (in Mio. €)



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

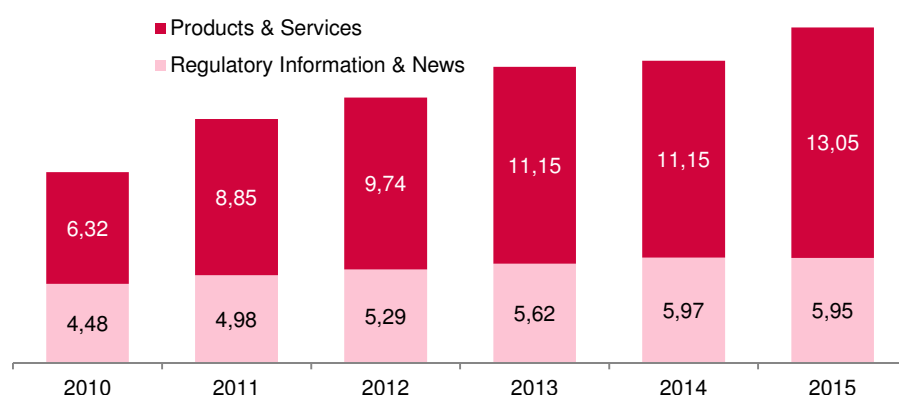
Neben Asien gelang es der Gesellschaft auch in Deutschland ein Erlöswachstum zu erzielen. Als quasi-Monopolist mit einem breiten Dienstleistungsspektrum im Bereich der digitalen Unternehmenskommunikation profitierte die EQS-Gruppe insbesondere von

einer dynamischen Entwicklung beim Einreichungsservice des Segments „Products & Services“ (P&S).

Segment Products & Services (P&S)

Dieses Segment, in dem die Umsätze der Bereiche Websites & Platforms, Reports & Webcasts sowie Distribution & Media abgebildet sind, verzeichnete insgesamt ein Umsatzwachstum in Höhe von 17,1 % auf 13,05 Mio. € (VJ: 11,15 Mio. €). Hier profitierte die EQS Group AG insbesondere von einer erhöhten Nachfrage nach Corporate und IPO-Websites aus Deutschland und Asien und konnte darüber hinaus beim Einreichungsservice (Bundesanzeiger) Neukundengewinne erzielen. Dem steht eine unverändert niedrige Nachfrage nach Medialösungen entgegen, als Folge einer nach wie vor geringen Emissionstätigkeit bei den Mittelstandsanleihen in Deutschland.

Segmentaufteilung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Segment Regulatory Information & News (RI&N)

Im Gegensatz zum dynamischen Wachstum des P&S-Segments blieben die Umsätze des margenstarken Segments RI&N auf dem Niveau des Vorjahres. Hier bewirkte insbesondere der anhaltende Trend zu Down- oder Delistings bei börsennotierten Unternehmen einen Rückgang beim Meldevolumen. Durch die Einführung des EQS COCKPIT Asia im ersten Quartal 2015 konnte dieser jedoch etwas aufgefangen werden, so dass insgesamt eine konstante Umsatzentwicklung erreicht wurde. In 2015 verarbeitete der EQS-Konzern ein Meldevolumen von 20.702 Nachrichten (VJ: 19.672 Nachrichten), wobei 855 Nachrichten in Asien verbreitet wurden.

Die im Dezember 2015 erworbenen neuen Tochtergesellschaften Obsidian IR LTD (jetzt: EQS Group Ltd.) sowie Tensid AG hatten keine bzw. nur geringe Auswirkungen auf die Umsatzentwicklung der EQS-Gruppe. Die Tensid AG wurde sogar erst mit Wirkung 01.01.2016 erworben und hatte damit keinen Einfluss auf das abgelaufene Geschäftsjahr.

Ergebnisentwicklung 2015

Erwartungsgemäß hat sich die rückläufige Ergebnistendenz mit einem EBIT in Höhe von 2,36 Mio. € (VJ: 2,82 Mio. €) und einer damit rückläufigen EBIT-Marge von 12,9 % (VJ: 17,2 %) fortgesetzt. Die Expansion in Asien sowie auch die zum Ende des Geschäftsjahres 2015 durchgeführten Unternehmensakquisitionen (Erwerb der Tensid AG und Obsidian IR) haben dabei einen im Vergleich zum Umsatzanstieg überproportionalen Anstieg der operativen Kostenbasis in Höhe von 17,8 % auf 15,46 Mio. € (VJ: 13,12 Mio. €) nach sich gezogen. Infolge des akquisitionsbedingten deutlich erhöhten Mitarbeiterbestandes von durchschnittlich 182 (VJ: 149) kletterten dabei insbesondere die Personalaufwen-

dungen auf 8,46 Mio. € (VJ: 7,08 Mio. €), was eine höhere Personalaufwandsquote von 46,1 % (VJ: 43,2 %) zur Folge hatte. Ein solch starker Anstieg des Personalbestandes und damit zusammenhängend des Personalaufwandes ist für das laufende Geschäftsjahr 2016 nicht zu erwarten. Hier wurden bereits die Weichen für das erwartete dynamische Wachstum gelegt.

Parallel dazu bewirkte die Expansionsstrategie der EQS Group AG ebenfalls einen überproportionalen Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf 4,38 Mio. € (VJ: 3,56 Mio. €). Diese stehen im Zusammenhang mit den Unternehmensakquisitionen, aber auch mit Investitionen in Infrastruktur- und Vertriebsaufwendungen.

EBIT-Brücke (in Mio. €)



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Es wird demnach ersichtlich, dass der Anstieg bei den Personalaufwendungen sowie bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen die höhere Gesamtleistung (Umsatzerlöse + aktivierte Eigenleistungen) komplett aufgezehrt hat.

Überleitung zum Non-IFRS EBIT (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015
EBIT „as reported“	3,28	2,82	2,36
+Akquisitionsaufwendungen	+0,00	+0,21	+0,27
+Abschreibungen auf erworbene Kundenstämme	+0,14	+0,28	+0,35
Non-IFRS-EBIT	3,28	3,31	2,98

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Um ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Ergebnisbild zu ermöglichen, weist die EQS-Gruppe eine bereinigtes (Non-IFRS) EBIT auf. Hier sind sowohl einmalige Akquisitionsbelastungen (0,27 Mio. €) als auch die zusätzlichen Abschreibungen auf das immaterielle Vermögen aus Unternehmenserwerben (0,35 Mio. €) eliminiert. Das somit ermittelte Non-IFRS EBIT in Höhe von 2,98 Mio. € (VJ: 3,31 Mio. €) lag infolge des Belegschaftsausbaus unterhalb des Vorjahreswertes. Aufgrund der genannten Expansionsaufwendungen sowie der Anlaufverluste bei den neuen Tochtergesellschaften war ein Rückgang des Non-IFRS EBIT in dieser Höhe sowohl in der Unternehmensguidance (3,0 - 3,15 Mio. €) als auch von uns (GBC-Prognose: 3,02 Mio. €) erwartet worden.

Ausgehend von einem Finanzergebnis in Höhe von 0,12 Mio. € (VJ: 0,13 Mio. €) sowie von Steueraufwendungen in Höhe von 1,37 Mio. € (VJ: 1,11 Mio. €) erwirtschaftete die EQS Group AG ein Nachsteuerergebnis in Höhe von 1,12 Mio. € (VJ: 1,84 Mio. €) und damit ein EPS von 0,94 € (VJ: 1,55 €). Dass das Nachsteuerergebnis stärker als das EBIT gefallen ist, liegt an den vergleichsweise hohen Steueraufwendungen (Steuerquote: 55,2 % ggü. VJ: 37,5%) begründet. Hier bewirkt der Nichtansatz latenter Steuern bei der im Geschäftsjahr 2015 noch defizitären asiatischen Tochtergesellschaft EQS Asia Ltd. eine höhere Steuerquote.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2015

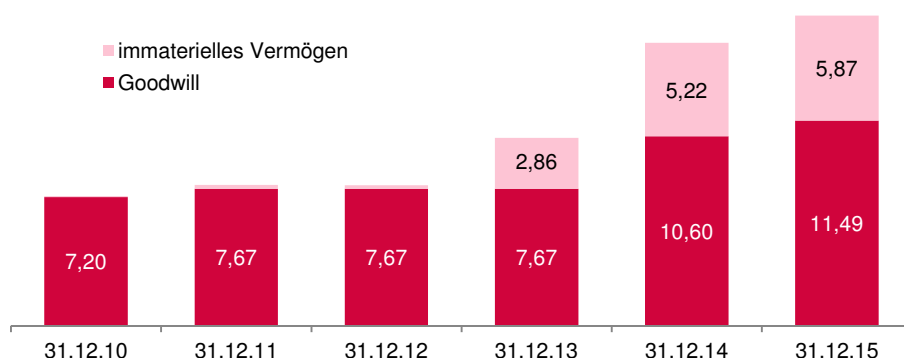
in Mio. €	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Eigenkapital	15,37	15,91	17,13
EK-Quote (in %)	78,0%	65,9%	58,5%
Immaterielles Anlagevermögen	3,36	6,03	5,87
Goodwill	7,67	10,60	11,49
Working Capital	0,72	0,61	-0,37
Net Debt	-3,69	1,18	0,91
Cashflow (operativ)	2,48	2,84	3,62
Cashflow (Investition)	-3,29	-4,71	-3,02
Cashflow (Finanzierung)	1,05	0,53	2,07

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Die Expansions- und Akquisitionsstrategie der EQS Group AG hat auch einen nachhaltigen Einfluss auf die Konzernbilanz. Hierbei gilt es zu beachten, dass die zum 31.12.2015 aufgestellte Bilanz lediglich den Erwerb der in Großbritannien tätigen Obsidian IR LTD (jetzt: EQS Group Ltd.) enthält. Die Akquisition der neuen Schweizer Tochtergesellschaft Tensid AG wurde erst nach dem Bilanzstichtag vollzogen. Grundsätzlich geht ein Unternehmenserwerb mit einer Bilanzverlängerung einher. Trotz der damit entstandenen Bilanzverlängerung verfügt die EQS Group AG über einen sehr soliden Wert bei der Eigenkapitalquote in Höhe von 58,5 % (VJ: 65,9 %). Insgesamt kletterte das Eigenkapital infolge des positiven Nachsteuerergebnisses auf 17,13 Mio. € (31.12.14: 15,91 Mio. €).

Auf der Aktivseite findet bei einer Unternehmensakquisition in der Regel ein Zugang von Kundenbeziehungen und ggf. Goodwill statt, wodurch das immaterielle Vermögen und dementsprechend in den Folgeperioden die Abschreibungshöhe zunehmen. Die Obsidian-Akquisition führte zu einem bilanziellen Zugang von Kundenbeziehungen in Höhe von 0,49 Mio. € und damit einem Anstieg des immateriellen Vermögens auf 5,87 Mio. € (VJ: 5,22 Mio. €). Gleichzeitig wurde durch diese Akquisition ein neuer Goodwill in Höhe von 0,54 Mio. € berücksichtigt:

Entwicklung des immateriellen Vermögens (in Mio. €)



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Der zuletzt aufgezeigte signifikante Anstieg dieser beiden Bilanzpositionen ist eine Folge der Akquisitionsstrategie der EQS Group AG. Hätte die Akquisition der Tensid AG bereits im Geschäftsjahr 2015 stattgefunden, dann wäre das immaterielle Vermögen um weitere 1,85 Mio. € und der Goodwill um weitere 1,88 Mio. € angestiegen. Dies wird erst zum 31.03.16 der Fall sein.

Auf der Passivseite führt die teilweise Fremdfinanzierung der Akquisitionen insbesondere zu einem Anstieg der Bankverbindlichkeiten auf insgesamt 6,62 Mio. € (31.12.14: 4,19 Mio. €). Hier sind auch die Mittel für den Erwerb der Tensid AG enthalten, so dass zum 31.03.16 kein weiterer wesentlicher Anstieg des Fremdkapitals stattfinden sollte. Die Darlehen sind mit Zinssätzen von 1,00 % - 1,85 % sehr niedrig verzinst, was mit entsprechend niedrigen Belastungen einhergehen sollte.

Trotz der Erhöhung der in Anspruch genommenen Bankkredite reduzierte sich die Nettoverschuldung leicht auf 0,91 Mio. € (31.12.14: 1,18 Mio. €). Primär dafür verantwortlich ist die deutliche Ausweitung der liquiden Mittel auf 3,61 Mio. € (31.12.14: 1,37 Mio. €).

Der Anstieg der liquiden Mittel basiert vor allem auf einem operativen Cashflow in Höhe von 3,62 Mio. € (VJ: 2,84 Mio. €). Dabei ist der positive operative Cashflow ein typisches Bild für die EQS Group AG, wodurch die hohe Ergebnisqualität belegt wird. Dass der operative Cashflow im Gegensatz zum EBIT höher als im Vorjahr ausgefallen ist, liegt dabei hauptsächlich am stichtagsbedingten Abbau des Nettoumlaufvermögens. Damit konnte sogar der Liquiditätsabgang aus dem Investitionsbereich (darunter auch der Erwerb der Obsidian IR) in Höhe von -3,02 Mio. € (VJ: -4,71 Mio. €) abgedeckt werden. Die Auszahlungen für den Erwerb der Tensid AG sind hier noch nicht berücksichtigt.

Liquiditätsbrücke (in Mio. €)



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Im Finanzierungscashflow sind auch Einzahlungen aus der Aufnahme von Bankverbindlichkeiten enthalten. Gemäß Unternehmensangabe betreffen diese auch den nach dem Bilanzstichtag umgesetzten Erwerb der Tensid AG.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Die EQS ist in Deutschland mit einem hohen Abstand Marktführer für die Erfüllung von Meldepflichten. • Die Eigenkapitalquote in Höhe von 58,5 % ist weiterhin überdurchschnittlich hoch. • Das Geschäftsmodell generiert hohe Cashflows, bei einem gleichzeitig geringen Investitionsbedarf. • Im Sinne eines One-Stop-Shops bietet die EQS die gesamte Produktpalette im Bereich Investor-Relations und digitale Kommunikation an. • Die Umsatzerlöse sind stark fragmentiert, so dass kein kundenseitiges Klumpenrisiko besteht. 	<ul style="list-style-type: none"> • Mit einem durchschnittlichen Handelsvolumen von rund 16 T€ (XETRA; 1Jahr) weist die EQS-Aktie eine verhältnismäßig geringe Liquidität auf. • Die vorhandene Goodwillposition birgt die Gefahr eines Wertberichtigungsbedarfs bei einer konjunkturellen Schwäche.
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Die EQS verfügt über ein hoch skalierbares Geschäftsmodell. • Mit dem Erwerb der TodayIR hat sich die EQS in einem sehr wachstumsstarken und von Aufholpotenzialen geprägten Markt gut positioniert. • Vom chinesischen Markt ausgehend können weitere asiatische Märkte erschlossen werden. • Der internationale Trend zur stärkeren Regulierung für börsennotierte Unternehmen sollte sich positiv auswirken. • Es ist geplant, Cross-Selling-Potenziale im Bereich Digital Investor Relations zu nutzen. • Durch die Einführung der EU-Marktmisbrauchsverordnung wird die Kundenbasis deutlich zunehmen. • Mit dem Erwerb von Obsidian IR und Tensid AG sollen Cross Selling- und Synergiepotenziale gehoben und gleichzeitig die regionale Abdeckung erweitert werden. 	<ul style="list-style-type: none"> • Ein anhaltend negativer Trend bei der Anzahl börsennotierter Unternehmen würde sich negativ auf die Nachfrage nach EQS-Produkten auswirken. • Der Wechsel von Unternehmen aus regulierten in nicht regulierte Segmente könnte zu einem weiterhin schrumpfenden Marktvolumen führen. • Durch den hohen Sättigungsgrad in den EQS-Kernmärkten ist nur noch geringes Wachstumspotenzial gegeben. • Mit dem Erwerb der TodayIR ist die EQS erstmalig im chinesischen Markt tätig.

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016e	GJ 2017e
Umsatzerlöse	18,38	20,95	23,10
EBITDA	3,22	3,68	4,99
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>17,5%</i>	<i>17,6%</i>	<i>21,6%</i>
EBIT	2,36	2,81	4,17
<i>EBIT-Marge</i>	<i>12,9%</i>	<i>13,4%</i>	<i>18,1%</i>
Non-IFRS-EBIT	2,98	3,28	4,62
<i>Non-IFRS-EBIT-Marge</i>	<i>16,2%</i>	<i>15,6%</i>	<i>20,0%</i>
Jahresüberschuss	1,11	1,89	2,83
EPS in €	0,94	1,59	2,38

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzprognosen 2016 und 2017

Für das laufende Geschäftsjahr 2016 hat die EQS Group AG eine Umsatzsteigerung in Höhe von 10 - 15 % auf 20,2 - 21,1 Mio. € in Aussicht gestellt. Wie auch schon im abgelaufenen Geschäftsjahr 2015 soll das Umsatzwachstum primär im Rahmen der umgesetzten Expansionsstrategie generiert werden.

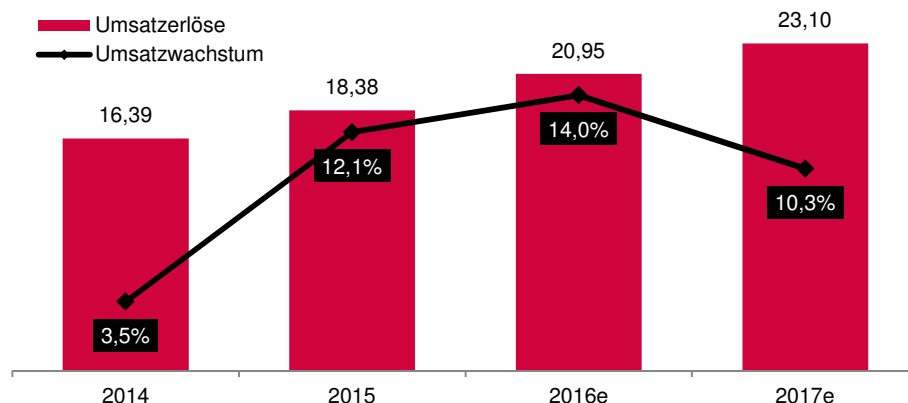
In erster Linie dürfte die Gesellschaft von der frühzeitigen Positionierung auf den wachstumsstarken asiatischen Markt profitieren. Hierfür wurde im Geschäftsjahr 2014 die in Hongkong ansässige TodayIR, ein Dienstleister für Online-Investor Relations und für den Newsbereich, erworben. Der chinesische Aktienmarkt dürfte dabei ungeachtet der zuletzt bestehenden Turbulenzen von hohen Wachstumsraten sowie von einer hohen Anzahl an IPO's profitieren. Entscheidend in diesem Zusammenhang ist die Öffnung des Festlandaktienmarktes für ausländische Investoren, was mit höheren Transparenz- und Meldepflichten einhergeht. Mit dem Aufbau eines weiteren Standortes in Shanghai hat die EQS Group AG in 2015 die Präsenz in China erweitert. Zudem wurde mit der Einführung des EQS COCKPIT Asia die infrastrukturelle Grundlage für das weitere Wachstum im Newsbereich geschaffen. Asien dürfte sich vor allem durch das erwartete Umsatzwachstum in China erneut sehr dynamisch präsentieren und insgesamt ein Umsatzwachstum über 20,0 % generieren. Für das kommende Geschäftsjahr 2017 rechnen wir in dieser Region mit einem Umsatzwachstum in Höhe von über 15,0 %.

Parallel dazu sollte die EQS Group AG auch vom anorganischen Wachstum profitieren. Der bereits umgesetzte Erwerb der Tensid AG (Umsatz 2015: 1,2 Mio. CHF) sowie der Obsidian IR (Umsatz 2015: 0,22 Mio. GBP) dürfte ab dem laufenden Geschäftsjahr 2016 zusätzliche Umsatzbeiträge in Höhe von etwa 1,8 Mio. € bedeuten. Mögliche Synergieeffekte im Rahmen von Cross-Selling-Potenzialen können dabei mittelfristig für zusätzliche Umsatzimpulse sorgen. Beide Gesellschaften sind im Bereich Digital Investor Relations tätig und daher als eine regionale horizontale Ergänzung zum EQS-Geschäftsmodell zu betrachten.

Schließlich erwarten wir insbesondere im margenstarken Newsbereich (Segment RI&N) in Deutschland wichtige Wachstumsimpulse. Zwar dürfte die Änderung bei Stimmrechtsmitteilungen mit einer Minderung des Newsvolumens einhergehen, die ab dem 03.07.16 in Kraft tretende EU-Marktmisbrauchsverordnung (MAR) sollte im Gegenzug für einen deutlichen Anstieg der Kundenbasis sorgen. Im Rahmen von MAR soll dabei ein gemeinsames europaweites Transparenz- und Anlegerschutzniveau geschaffen werden. Hiervon betroffen sind neben den Emittenten in den geregelten Märkten erstmals auch die Emittenten in Freiverkehrsegmenten. Auch weitere Finanzinstrumente wie Anleihen, Optionen, ETFs, CFDs etc. sind von einer Verschärfung der Publizitätspflicht betroffen. Ab Mitte des Geschäftsjahres 2016 wird damit die EQS Group AG von

einer deutlichen Ausweitung der Kundenbasis profitieren und damit auch in Deutschland im RI&N-Segment eine steigende Wachstumsdynamik erreichen.

Prognose Umsatzerlöse (in Mio. €) und Umsatzwachstum (in %)

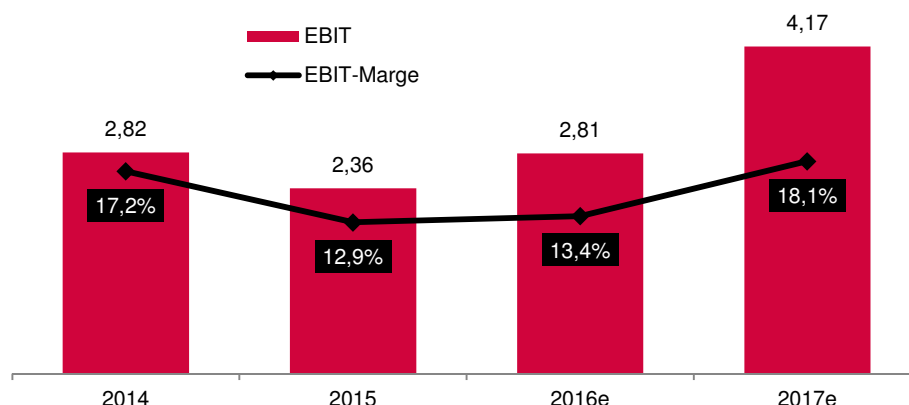


Quelle: GBC AG

Ergebnisprognosen 2016 und 2017

Vor dem Hintergrund prognostizierter steigender Umsatzniveaus dürfte die EQS Group AG Skaleneffekte heben. Diese dürften insbesondere bei den Personalaufwendungen stattfinden, da hier bereits die Mitarbeiterbasis im abgelaufenen Geschäftsjahr, als Vorbereitung für den Expansionskurs der Gesellschaft, ausgebaut wurde. Auch rechnen wir mit einer Reduktion der Anlaufverluste bei den neu gegründeten Gesellschaften. Zudem ist das überwiegende Umsatzwachstum im margenstarken RI&N-Bereich zu erwarten, so dass wir mit einer sukzessiven Verbesserung der EBIT-Marge rechnen. Für 2016 prognostizieren wir ein EBIT in Höhe von 2,81 Mio. € (EBIT-Marge: 13,4 %) und für 2017 ein EBIT in Höhe von 4,17 Mio. € (EBIT-Marge: 18,1 %). Bei dem um Abschreibungen auf erworbene Kundenstämme bereinigten Non-IFRS EBIT erwarten wir einen Anstieg auf 3,28 Mio. €. Damit liegen wir innerhalb der Bandbreite der Unternehmensguidance, welche einen Anstieg auf 3,1 – 3,3 Mio. € in Aussicht stellt.

Prognose EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Mittelfristig rechnen wir mit einem weiteren Anstieg des EBIT-Margenniveaus, als Basis für unser langfristiges DCF-Bewertungsmodell. Bei einer rückläufigen Entwicklung der Anlaufverluste erwarten wir einen Anstieg der EBIT-Marge auf 20,0 %. In der Unternehmenshistorie hat die EQS-Gruppe bereits nachhaltige EBIT-Margen von deutlich über 20 % erreicht.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die EQS Group AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2016 und 2017 in Phase 1, erfolgt von 2018 bis 2023 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 23,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 32,0 % 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 1,50 % .**

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 9,06 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 95 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,70 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,70 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2016 entspricht als Kursziel 39,00 € (bisher: 38,00 €). Die leichte Kurszielerhöhung resultiert in erster Linie aus dem erstmaligen Einbezug der 2017er Schätzungen in den konkreten Prognosezeitraum und einer damit höheren Basis für die langfristige Stetigkeitsphase des DCF-Bewertungsmodells.

DCF-Modell

EQS Group AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	20,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	23,0%	ewige EBITA - Marge	19,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	10,4%	effektive Steuerquote im Endwert	32,0%
Working Capital zu Umsatz	2,2%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final End- wert
	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	20,95	23,10	24,26	25,47	26,74	28,08	29,48	30,96	
US Veränderung	14,0%	10,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,44	2,94	2,94	2,94	2,94	2,94	2,94	2,94	
EBITDA	3,68	4,99	5,58	5,86	6,15	6,46	6,78	7,12	
EBITDA-Marge	17,6%	21,6%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	
EBITA	2,81	4,17	4,76	5,00	5,25	5,51	5,79	6,08	
EBITA-Marge	13,4%	18,1%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,90	-1,34	-1,52	-1,60	-1,68	-1,76	-1,85	-1,95	32,0%
EBI (NOPLAT)	1,91	2,84	3,24	3,40	3,57	3,75	3,94	4,13	
Kapitalrendite	27,8%	31,9%	38,7%	38,7%	38,7%	38,7%	38,7%	38,7%	37,6%
Working Capital (WC)	0,30	0,50	0,52	0,55	0,58	0,61	0,64	0,67	
WC zu Umsatz	1,4%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Investitionen in WC	-0,66	-0,20	-0,02	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	8,60	7,87	8,26	8,67	9,11	9,56	10,04	10,54	
AFA auf OAV	-0,87	-0,82	-0,82	-0,86	-0,90	-0,94	-0,99	-1,04	
AFA zu OAV	10,2%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	
Investitionen in OAV	-2,24	-0,09	-1,21	-1,27	-1,33	-1,40	-1,47	-1,54	
Investiertes Kapital	8,90	8,37	8,79	9,22	9,69	10,17	10,68	11,21	
EBITDA	3,68	4,99	5,58	5,86	6,15	6,46	6,78	7,12	
Steuern auf EBITA	-0,90	-1,34	-1,52	-1,60	-1,68	-1,76	-1,85	-1,95	
Investitionen gesamt	-2,91	-1,53	-1,23	-1,30	-1,36	-1,43	-1,50	-1,57	
Investitionen in OAV	-2,24	-0,09	-1,21	-1,27	-1,33	-1,40	-1,47	-1,54	
Investitionen in WC	-0,66	-0,20	-0,02	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	
Investitionen in Goodwill	0,00	-1,24	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-0,12	2,13	2,82	2,96	3,11	3,27	3,43	3,60	59,60

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	48,36	50,44
Barwert expliziter FCFs	15,12	14,31
Barwert des Continuing Value	33,24	36,14
Nettoschulden (Net debt)	1,95	0,72
Wert des Eigenkapitals	46,41	49,72
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	46,41	49,72
Ausstehende Aktien in Mio.	1,19	1,19
Fairer Wert der Aktie in EUR	39,00	41,78

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,38
Eigenkapitalkosten	9,1%
Zielgewichtung	95,0%
Fremdkapitalkosten	2,5%
Zielgewichtung	5,0%
Taxshield	28,7%
WACC	8,7%

Kapitalrendite	WACC				
	8,1%	8,4%	8,7%	9,0%	9,3%
37,1%	42,51	40,46	38,61	36,92	35,39
37,4%	42,74	40,67	38,80	37,11	35,56
37,6%	42,96	40,88	39,00	37,29	35,73
37,9%	43,18	41,09	39,19	37,47	35,91
38,1%	43,41	41,30	39,39	37,66	36,08

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

§ 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, Susanne Klebl, Email: klebl@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) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Felix Gode CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertr. Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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