



## **Researchstudie (Anno)**

### **JDC Group AG**



**„Übernahme von Kundenbeständen und „Geld.de“-Portal beschleunigt Wachstum; Fintech-App „allesmeins“ erfolgreich eingeführt; Kursziel deutlich erhöht“**

**Kursziel: 9,00 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

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

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

### KAUFEN

Kursziel: 9,00

aktueller Kurs: 6,00  
29.6.2016 / ETR / Schlusskurs  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0B9N37  
WKN: A0B9N3  
Börsenkürzel: A8A  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 11,93  
Marketcap<sup>3</sup>: 71,61  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 87,28  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 34 %

Transparenzlevel:  
Freiverkehr  
Marktsegment:  
Entry Standard  
Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

### Analysten:

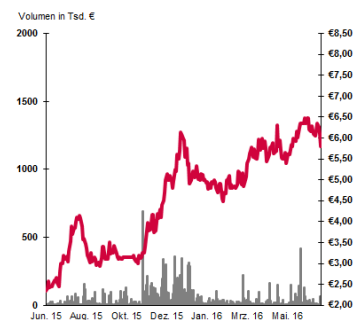
Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Felix Gode, CFA  
gode@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 20

### Unternehmensprofil

Branche: Finanzen  
Fokus: Advisory, Advisortech  
Mitarbeiter: 212 Stand: 31.12.2015  
Gründung: 2004  
Firmensitz: Wiesbaden  
Vorstand: Dr. Sebastian Grabmaier, Ralph Konrad



Die JDC Group AG (vormals Aragon AG) ist ein deutscher Finanzdienstleister, der sich über seine operativen Tochtergesellschaften auf die Beratung und die Vermittlung von Finanzprodukten spezialisiert hat. Nach der in den letzten Geschäftsjahren erfolgten Neustrukturierung und damit verbundenen Trennung von nicht rentablen Tochtergesellschaften hat die JDC Group AG die Zielstruktur erreicht. Im Bereich Advisory wird über die Tochtergesellschaft Jung, DMS & Cie. AG einer der größten unabhängigen Maklerpools (B2B) Deutschlands betrieben, mit insgesamt 16.000 freien Beratern und 850.000 Kunden. Parallel dazu werden über die Marke FINUM. Finanzdienstleistungen für rund 80.000 vermögende Kunden erbracht (B2C). Innerhalb des neuen Geschäftssegments „Advisortech“ werden moderne Beratungs- und Verwaltungstechnologien entwickelt und somit klassische Finanzdienstleistungen mit dem wachstumsstarken Fintech-Bereich kombiniert.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2015	31.12.2016e	31.12.2017e	31.12.2018e
Umsatz	75,36	91,28	106,59	114,33
EBITDA	1,28	4,87	9,15	10,36
EBIT	-0,27	2,52	6,97	8,33
Jahresüberschuss	-1,73	1,44	5,34	6,58

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,16	0,12*	0,45*	0,55*
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

\*EPS auf Basis einer Aktienzahl in Höhe von 11,93 Mio. Aktien (nach 10%iger KE)

### Kennzahlen

EV/Umsatz	1,16	0,96	0,83	0,78
EV/EBITDA	68,19	20,20	10,71	9,85
EV/EBIT	neg.	44,30	14,62	12,78
KGV	neg.	72,33	16,06	13,61
KBV	2,71			

### Finanztermine

15.07.2016: Hauptversammlung  
15.09.2016: HJ-Bericht  
01.12.2016: Aktionärsbrief Q3 2016

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
11.3.2016: RS / 6,80 / KAUFEN  
15.12.2015: RS / 6,80 / 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

- Die JDC Group AG hat im abgelaufenen Geschäftsjahr 2015 den zuvor eingeleiteten Strategiewechsel, mit der nun umgesetzten Konzentration auf die beiden Geschäftsbereichen Advisory und Advisorytech, finalisiert. Während innerhalb des Advisory-Segments das klassische Beratungsgeschäft von Finanzprodukten gebündelt ist, wird im neuen Bereich Advisorytech der klassische Finanzberatungsbereich mit dem wachstumsstarken FinTech-Bereich kombiniert. Hier hat die Gesellschaft zu Beginn des laufenden Geschäftsjahres 2016 mit der „allesmeins“-App die erste Fintech-Lösung auf den Markt gebracht.
- In der operativen Unternehmensentwicklung wird der nun umgesetzte Strategiewechsel sichtbar. Bei einem insgesamt reduzierten Umsatzniveau (Veräußerung nicht profitabler Tochtergesellschaften) weist die JDC Group AG für 2015 dabei erstmals seit 2011 wieder ein positives EBITDA in Höhe von 1,28 Mio. € aus. Hier profitierte die Gesellschaft von einer insgesamt deutlich verschlankten Kostenstruktur, welche bei einem entsprechenden Umsatzanstieg eine überproportionale Ergebnisentwicklung ermöglichen sollte. Auch in den ersten drei Monaten 2016 hat die JDC Group AG ein positives Ergebnisniveau erreicht, wobei hier etwaige positive Effekte aus der Einführung von „allesmeins“ noch nicht enthalten sind.
- Bereits für 2016 sowie für die kommenden Geschäftsjahre gehen wir von einer hohen Umsatzdynamik aus, mit einer entsprechend überdurchschnittlichen Ergebnisentwicklung. Die wesentlichen Eckpfeiler der JDC-Unternehmensstrategie sind der Erwerb relevanter Versicherungsbestände, die Akquisition von Großmaklern sowie der Ausbau der Fintech-Strategie (allesmeins). Mit dem jüngst gemeldeten Erwerb von bis zu 195.000 Kunden von einem mittelständischen Makler sowie weiteren 20.000 Verträgen von Aon Deutschland, mit der Anfang 2016 auf den Markt gebrachten „allesmeins“-App sowie mit dem Erwerb der Vergleichsportals „Geld.de“ sind bereits wichtige Punkte der Wachstumsstrategie umgesetzt. Weiteres anorganisches Wachstum ist vor dem Hintergrund der erweiterten finanziellen Basis wahrscheinlich. Diesbezüglich hat die JDC Group AG im Rahmen einer Privatplatzierung von 1,08 Mio. Aktien einen Bruttoemissionserlös in Höhe von 6,51 Mio. € erreicht.
- Angesichts der in 2016 getätigten Asset-Deals (Erwerb von 195.000 Kunden und von „Geld.de“) sollen die jährlichen Courtageeinnahmen um etwa 5 Mio. € und das EBITDA um jährlich etwa 4 Mio. € zulegen. Zusätzliche Cross-Selling-Potenziale ergeben sich aus der im Rahmen dieser Transaktion insgesamt erhöhten Kundenbasis für die Fintech-Lösung der JDC Group AG. Hier rechnet die Gesellschaft mit einem Anstieg der Vertragsdichte, als Folge einer sukzessiven Übertragung von Fremdverträgen.
- Ohnehin profitiert die Gesellschaft beim Einsatz der neuen Fintech-Lösung vom bereits bestehenden umfangreichen Kundenbestand von aktuell über 1.000.000 Kunden, was einen entsprechend schnellen und kostengünstigen Roll-Out der Technologie ermöglicht. Gemäß Unternehmensangaben haben sich innerhalb kurzer Zeit nach Veröffentlichung bereits 300 Makler für die „allesmeins“-App registriert. Bei durchschnittlich 200 Kunden je Berater können zeitnah rund 60.000 Endkunden angesprochen werden. Vor diesem Hintergrund rechnen wir für die kommenden Geschäftsjahre mit einer dynamischen Umsatzentwicklung (Überschreiten der 100,0 Mio. €-Marke für 2017 erwartet), welche sich in einer überproportionalen Ergebnisentwicklung niederschlagen sollte. Wir erwarten einen Anstieg der EBITDA-Marge auf einen Wert oberhalb von 8,0 %.
- **Auf dieser Basis haben wir unser DCF-Bewertungsmodell aktualisiert und einen neuen fairen Wert von 9,00 € je Aktie ermittelt (bisher: 6,80 €). Wir erkennen ein weiterhin hohes Kurspotenzial und vergeben damit unverändert das Rating KAUFEN.**

## INHALTSVERZEICHNIS

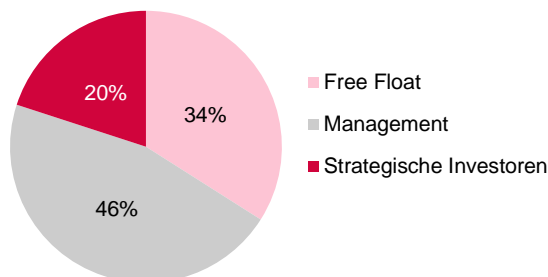
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Geschäftsstrategie .....	4
Advisory .....	4
Advisortech .....	5
Erwerb Versicherungsbestand und Akquisition von Geld.de .....	6
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>7</b>
Marktumfeld Vermögensaufbau .....	7
Marktumfeld Versicherungsprodukte .....	7
Wichtiger Wachstumsfaktor Fintech.....	8
<b>Unternehmensentwicklung.....</b>	<b>9</b>
Kennzahlen im Überblick .....	9
Geschäftsentwicklung 2015 .....	10
Umsatzentwicklung 2015 .....	10
Ergebnisentwicklung 2015 .....	11
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2015 .....	12
Aktuelle Geschäftsentwicklung zum 31.03.2016.....	13
<b>Prognose und Modellannahmen .....</b>	<b>14</b>
Umsatzprognosen 2016 - 2018.....	15
Ergebnisprognosen 2016 – 2018.....	15
Bewertung.....	17
Modellannahmen.....	17
Bestimmung der Kapitalkosten.....	17
Bewertungsergebnis.....	17
DCF-Modell.....	18
<b>Anhang .....</b>	<b>19</b>

## UNTERNEHMEN

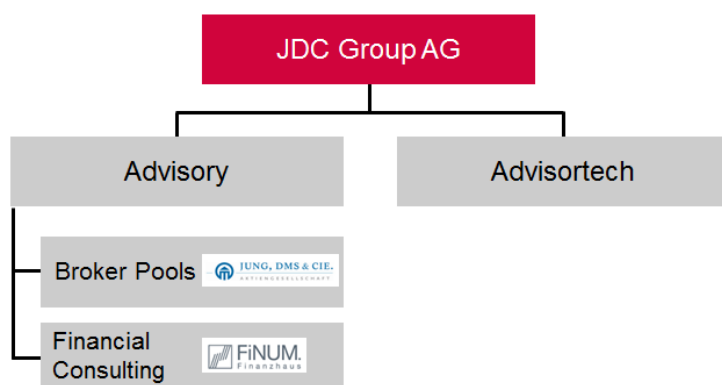
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	31.12.2014
Management	46%
Strategische Investoren	20%
<b>Free Float</b>	<b>34%</b>

Quelle: JDC Group AG; GBC AG



### Geschäftsstrategie



Quelle: JDC Group AG; GBC AG

### Advisory

Im Advisory-Segment wird das klassische Beratungsgeschäft der JDC Group AG innerhalb der beiden Tochterunternehmen Jung, DMS & Cie. AG und FINUM. Finanzprodukte gebündelt. Hierbei tritt die Gesellschaft über freie Berater, Vermittler und Finanzvertriebe an private Endkunden heran.

Die aus dem Zusammenschluss der Gesellschaften Dr. Jung & Partner GmbH, DMS Deutsche Maklerservice AG und Finanzplan Fonds-Marketing GmbH hervorgegangene Jung, DMS & Cie. AG ist einer der führenden Maklerpools unabhängiger Finanzberater in Deutschland. Derzeit sind mehr als 16.000 freie Finanzdienstleister in Deutschland und Österreich angeschlossen. Damit hat die Jung, DMS & Cie. AG bereits eine attraktive Verhandlungsposition gegenüber den Produktanbietern erreicht und ist folglich in der Lage, höhere Provisionen und Vergütungen für die angeschlossenen Berater und Vermittler auszuhandeln. Innerhalb dieses Geschäftsbereiches werden insgesamt rund 850.000 Kunden mit einem Kundenvermögen von etwa 3,5 Mrd. € betreut.

Als Vollsortimenter können die Berater auf über 12.000 Produkte von mehr als 1.000 Gesellschaften zurückgreifen, wobei über Investmentfonds, Versicherungen, Beteiligungen und Finanzierungen alle relevanten Finanzprodukt-Bereiche abgedeckt sind. Als weitere Dienstleistung für die Poolpartner sind für die Auswahl der Produkte im Rahmen eines stetigen Markt-Screenings, Produktmanager verantwortlich. Hierbei liegt ein besonderes Augenmerk auf den gesetzlichen Prüf- und Nachforschungspflichten sowie auf den Punkten Produktqualität und Produkthaftung.

Die angeschlossenen Makler erhalten darüber hinaus eine umfassende IT-Unterstützung, welche vertriebsunterstützend eingesetzt werden kann. Zudem werden insbesondere die regulatorischen und damit hochkomplexen Aspekte des Bereiches der Finanzdienstleistungen beachtet.

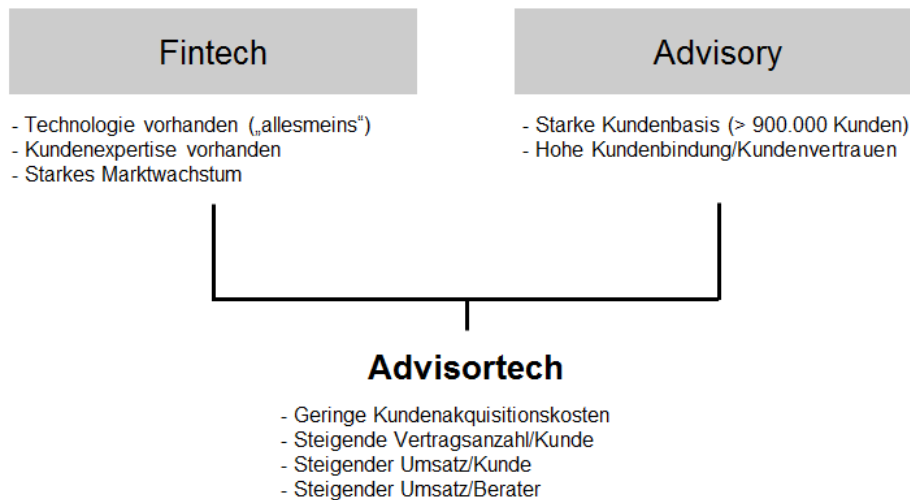
Innerhalb der FINUM.Private findet eine Fokussierung auf der direkten Endkundenberatung anspruchsvoller Privatkunden statt. Insgesamt sind in der FINUM.-Gruppe etwa 230 exklusive Berater tätig, welche rund 80.000 Kunden mit einem Kundenvermögen von 1,0 Mrd. € betreuen. Dabei tritt die Gesellschaft als unabhängiges Vermögens- und Finanzberatungsinstitut auf, mit dem Fokus auf der Betreuung anspruchsvoller Privatkunden sowie Freiberufler und Geschäftskunden. Innerhalb des ganzheitlichen Beratungsansatzes, wobei der Vermögensaufbau und die -mehrung, die Betreuung, und die Absicherung im Vordergrund stehen, werden Finanzprodukte, Lebensversicherungen, Investmentfonds, Finanzierungen und Produkte zur Altersvorsorge vermittelt. Somit wird der Ansatz eines One-stop-Shops verfolgt. Dabei werden sowohl externe Partner herangezogen als auch die Versicherungs- und Vorsorgeplattform der Jung, DMS & Cie. AG.

### **Advisortech**

Im neuen Geschäftssegment „Advisortech“ verbindet die JDC Group AG den wachstumsstarken Fintech-Bereich mit dem angestammten und wachsenden Beratungssegment. Aufsetzend auf der aktuell umfangreichen Kundenbasis von etwa 1.000.000 Kunden sollte die Gesellschaft in der Lage sein, kostengünstig die eigenentwickelte Fintech-Lösung einzusetzen. Im Gegensatz zu neu gegründeten Fintech-Unternehmen, für die neben der Geschäftsabwicklung die größte Hürde die Gewinnung von Kunden ist, kann die JDC Group AG einen schnellen und vor allem kostengünstigen Roll-Out der eigenen Technologie umsetzen.

Das wesentliche Tool in diesem Bereich ist die im Februar 2016 erstmals auf den Markt gebrachte, selbstentwickelte mobile Kundenapplikation „allesmeins“. Innerhalb dieser mobilen App erhalten die Privatkunden der Gesellschaft einen schnellen Überblick über die eigene Vermögens- und Absicherungssituation und können dementsprechend diese Informationen zusammenführen. Haben Kunden bestimmte Verträge noch nicht bei der JDC Group AG, kann der Kunde diese Verträge über einen sehr einfachen Dialog in den Bestand von JDC überführen. Der Kunde erhält so einen vollständigen Überblick über seine Verträge und die Gesellschaft erhält für die übertragenen Verträge die korrespondierende Bestandsprovision. Damit können die Anzahl der Verträge je Kunde und in Konsequenz der Umsatz je Kunde gesteigert werden. Für die angeschlossenen Makler ist dies ein wichtiger Anreiz, die „allesmeins“-App zu vertreiben.

In Konsequenz wird somit die traditionelle Finanzanlageberatung mit dem neuen Bereich FinTech kombiniert. Während sich der Berater auf den Bereich der Kundenpflege und Akquise sowie auf die Beantwortung komplexer Fragen konzentrieren soll, können innerhalb der technologischen Lösungen der JDC Group AG die wiederkehrenden Themen mit einem hohen Standardisierungsgrad abgedeckt werden. Darüber hinaus soll die Beratungs- und Verwaltungstätigkeit durch den Einsatz der „allesmeins“-App deutlich vereinfacht werden. So können beispielsweise einfache Fragestellungen oder leicht verständliche Produkte direkt online abgewickelt und selbstständig Abschlüsse vorgenommen werden. Parallel hierzu soll jedoch der persönliche Kundenkontakt durch die Berater aufrechterhalten werden, mit dem Fokus auf komplexe Fragestellungen sowie die persönliche Kundenpflege.



Quelle: JDC Group AG; GBC AG

Der maßgebliche Vorteil der JDC Group AG im Advisortech und damit im FinTech-Bereich ist der bereits vorhandene umfangreiche Kundenbestand von etwa 850.000 Kunden im Maklerpool sowie etwa 80.000 Kunden bei FINUM., wodurch ein schneller und kostengünstiger Roll-Out der neuen Technologie möglich sein sollte. Sowohl die Gesellschaft als auch die angeschlossenen Makler sollten dabei ein hohes Interesse einer möglichst breiten Kundenabdeckung mit der für die Kunden kostenlosen „allesmeins“-App haben, da hierdurch neue Umsatzpotenziale aufgedeckt werden. Parallel dazu dürfte die Gesellschaft auch in der Lage sein, durch den Einsatz der App Neukunden zu gewinnen.

## Erwerb Versicherungsbestand und Akquisition von Geld.de

Im laufenden Geschäftsjahr 2016 hat die JDC Group AG gleich zwei Akquisitionen bekannt gegeben und damit die Basis für das geplante Unternehmenswachstum weiter ausgebaut. Einerseits handelt es sich dabei um den Erwerb eines umfangreichen Versicherungsbestandes von bis zu 195.000 Kunden im Rahmen eines Asset-Deals. Die jährlichen Courtageeinnahmen liegen bei etwa 5 Mio. € und der jährliche EBITDA-Beitrag bei bis zu 4 Mio. € (EBITDA-Marge: 80,0 %). Die Finanzierung dieser Transaktion erfolgt über die im Jahr 2015 platzierte Unternehmensanleihe. Neben den anorganischen Effekten profitiert die JDC Group AG auch von einer insgesamt höheren Kundenbasis für den Advisortech-Bereich. Insbesondere vor dem Hintergrund einer erwarteten Erhöhung der Vertragsdichte bei den Kunden können hier Cross-Selling-Potenziale gehoben werden.

Darüber hinaus wurde mit dem Erwerb von „Geld.de“, einer der größten Online-Vergleichsplattformen, von der Unister-Gruppe die Basis für das weitere Kundenwachstum gelegt. Endkunden können über diese Plattform alle wichtigen Versicherungs- und Finanzierungsprodukte miteinander vergleichen und online abschließen. Einerseits verfügt die JDC Group AG damit über eine weitere Plattform für die Neukundengewinnung sowie im Anschluss daran für die Realisierung von Cross-Selling-Potenzialen. Seit der Gründung der Plattform konnten etwa 200.000 Kunden gewonnen werden. Neben diesem Asset-Deal haben die Unister-Gruppe und die JDC Group AG eine Vertriebskooperation vereinbart. Hierbei soll die Unister-Gruppe „allesmeins“ seinen Online-Kunden anbieten, was für zusätzlichen Wachstumsschub bei dieser von der JDC entwickelten Anwendung führen dürfte.

## MARKT UND MARKTUMFELD

Im Rahmen des Geschäftsmodells, mit den beiden Hauptsegmenten „Advisortech“ und „Advisory“, deckt die JDC Group AG die beiden Bereiche „Vermögensaufbau“ und „Absicherungsgeschäft“ ab, wobei alle wesentlichen Vertriebskanäle (online und offline) genutzt werden. Insbesondere die kürzlich gemeldete Akquisition der neuen Tochtergesellschaft „geld.de“ sowie der Launch der eigenentwickelten App „allesmeins“ belegen die zunehmende Ausrichtung auf das Onlinegeschäft, als Bestandteil des wachstumsstarken Fintech-Segments. Analog zur zunehmenden Internetverfügbarkeit und -Nutzung wird dabei von einer steigenden Bedeutung des Vertriebskanals „Online“ für die Finanzdienstleistungsbranche ausgegangen.

### Marktumfeld Vermögensaufbau

Dabei trifft die JDC Group AG auf ein Marktumfeld, welches grundsätzlich von einer zunehmenden Nachfrage nach Vermögenslösungen geprägt ist. Die Basis dafür bildet ein tendenzieller Anstieg des privaten Geldvermögens, als Folge der stabilen Arbeitsmarktlage und des daraus resultierenden steigenden Einkommens der privaten Haushalte. Das verfügbare Einkommen erhöhte sich über die letzten zehn Jahre hinweg von 1482,39 Mrd. € (2006) auf 1757,68 Mrd. € (2015) deutlich um 18,6 %. Zwar reduzierte sich die Sparquote im gleichen Zeitraum von 10,1 % auf 9,7 %, aufgrund des höheren verfügbaren Einkommens erhöhte sich der nominelle Sparbetrag der deutschen Haushalte.

Damit nimmt die Vermögensbildung in Deutschland, trotz des aktuell herausfordernden Umfelds für Sparer, einen immer noch hohen Stellenwert ein. Für die JDC Group AG, als Anbieter von Finanzprodukten, ist dabei besonders die Struktur des Geldvermögens interessant, da dadurch der Anteil der Privatinvestitionen in beratungsbedürftige Produkte ersichtlich wird. Insgesamt werden dabei rund 40 % des Bruttogeldvermögens als Bargeld oder Sichteinlagen gehalten. Es lässt sich also zusammenfassen, dass der Markt für beratungsfähige Finanzprodukte sowohl durch das steigende Geldvermögen zunimmt als auch durch den immer noch hohen Anteil an Bargeldeinlagen deutliches Potenzial aufweist.

### Marktumfeld Versicherungsprodukte

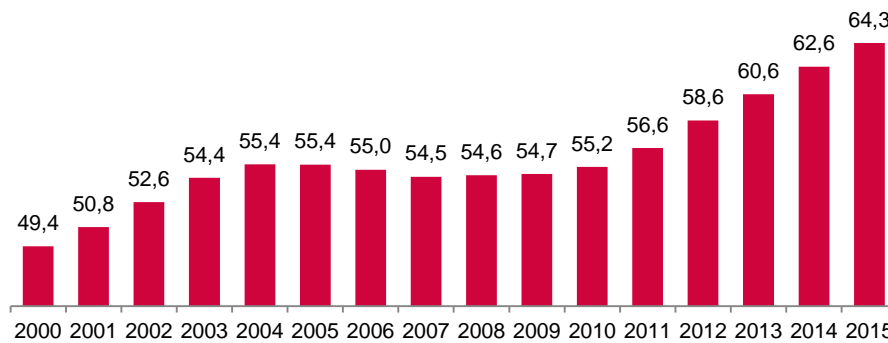
Ähnlich wie beim Vermögensaufbau steht die Nachfrage nach Versicherungen vornehmlich mit der Einkommens- sowie der Vermögensentwicklung im Zusammenhang. Bezeichnend hierfür sind die Bereiche der Renten- und Lebensversicherungen, welche als Bestandteil der privaten Altersvorsorge zu sehen sind. Vor dem Hintergrund der historisch niedrigen Zinsniveaus wurde die Lebensversicherung, insbesondere aufgrund des Garantiezinses und der hohen Sicherheit, als Vorsorgealternative wahrgenommen. Dementsprechend legten die Beitragseinnahmen bei den Lebensversicherungen in den letzten Jahrzehnten kontinuierlich zu. Das durchschnittliche jährliche Wachstum der Beiträge für Lebensversicherungen lag zwischen 2000 - 2014 bei +2,8 %.

Die JDC Group AG deckt dabei als Vermittler von Finanzprodukten ein breites Angebot ab und ist daher nicht von der Entwicklung einzelner Produkte abhängig. Vielmehr ist für die JDC Group AG die dynamisch erwartete Gesamtnachfrageentwicklung nach Dienstleistungen für den Vermögensaufbau und nach Versicherungslösungen ausschlaggebend. Einzelne Bestandteile des Absicherungsmarktes sollten jedoch von einer Fortsetzung des dynamischen Wachstums geprägt und damit von einer entsprechend hohen Nachfrage gekennzeichnet sein. Beispielhaft steht hier die Entwicklung bei den Scha-



den- und Unfallversicherungen, einem der wichtigsten Wachstumstreiber für die JDC Group AG. Alleine zwischen 2000 und 2015 sind dabei die Beiträge gemäß dem Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft (GDV) um +30,2 % auf einen neuen Rekordwert in Höhe von 64,3 Mrd. € angestiegen.

#### Beitragseinnahmen bei Schaden-/Unfallversicherungen (in Mrd. €)



Quelle: GDV Statistisches Taschenbuch der Versicherungswirtschaft 2015; GBC AG

Grundsätzlich lässt sich hier ein Zusammenhang zwischen steigendem Vermögen und höherem Versicherungsbedarf erkennen. Der tendenzielle Anstieg des Geldvermögens und des verfügbaren Einkommens in Deutschland lässt folglich eine höhere Nachfrage nach Versicherungslösungen erwarten.

#### Wichtiger Wachstumsfaktor Fintech

Die JDC Group AG verfügt über eine hervorragende Positionierung, um an der erwarteten steigenden Nachfrage nach Vermögens- und Absicherungsdienstleistungen zu profitieren. Die in der Finanzpublikation „Cash.“ veröffentlichte Maklerpool-Hitliste sieht die JDC-Tochter Jung, DMS & Cie. auf dem dritten Platz in Deutschland. Vor allem große Marktteilnehmer wie die JDC-Group sollten von einer Verschärfung des regulatorischen Umfelds profitieren.

Darüber hinaus profitiert die Gesellschaft insbesondere durch die Anfang 2016 erfolgte Einführung der „allesmeins“-App aber auch vom Digitalisierungstrend bei den Finanzdienstleistungen (FinTech). Ein wesentlicher Faktor der so genannten Fintech-Branche ist die Erweiterung hin zu den mobilen Dienstleistungen. Mit dem Siegeszug des Smartphones hat auch dieser Bereich massiv an Bedeutung gewonnen und wird durch immer mehr Nutzer in Anspruch genommen. Hier sieht die Fintech-Branche für die kommenden Jahre ein hohes Wachstumspotenzial, speziell auch vor dem Hintergrund der sich immer mehr etablierenden Möglichkeiten des Mobile Payments.

Die JDC Group AG verbindet über den Geschäftsbereich „AdvisorTech“ das traditionelle Segment der klassischen Finanzdienstleistungen mit dem wachstumsstarken Online-Bereich. Während die Bereitschaft zum Onlineabschluss einfacher Finanzprodukte zunimmt (zwischen 2013 und 2015 ist die Anzahl der über das Internet vertriebenen Versicherungen um 52 % gestiegen) werden erklärungsbedürftige Produkte noch im Rahmen der persönlichen Beratung vertrieben. Mit der „allesmeins“-App bietet die JDC Group AG die digitale Infrastruktur für die Kombination von Berater und Fintech.

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse	74,54	75,36	91,28	105,09	112,33
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,49	0,67	1,50	0,50	0,50
Sonstige betriebliche Erträge	3,15	3,16	1,90	1,00	0,80
Provisionsaufwendungen	-57,70	-56,68	-67,12	-74,62	-79,76
<b>Rohertrag</b>	<b>20,48</b>	<b>22,51</b>	<b>27,56</b>	<b>32,97</b>	<b>35,37</b>
Personalaufwand	-12,66	-12,14	-13,02	-13,58	-14,41
Abschreibungen	-1,62	-1,55	-2,35	-2,18	-2,03
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-9,26	-9,09	-9,67	-10,25	-10,60
<b>EBIT</b>	<b>-3,06</b>	<b>-0,27</b>	<b>2,52</b>	<b>6,97</b>	<b>8,33</b>
Zinserträge	0,10	0,07	0,05	0,05	0,05
Zinsaufwendungen	-0,64	-0,78	-0,97	-0,90	-0,90
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>-3,60</b>	<b>-0,98</b>	<b>1,60</b>	<b>6,12</b>	<b>7,48</b>
Steuern	-0,25	-0,73	-0,11	-0,73	-0,90
Sonstige Steuern	-0,06	-0,02	-0,05	-0,05	0,00
Ergebnis aus aufgegebenen Bereichen	-2,67	0,00	0,00	0,00	0,00
Minderheiten	-0,05	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Periodenergebnis</b>	<b>-6,62</b>	<b>-1,73</b>	<b>1,44</b>	<b>5,34</b>	<b>6,58</b>
EBITDA	-1,43	1,28	4,87	9,15	10,36
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	-1,9%	1,7%	5,3%	8,6%	9,1%
EBIT	-3,06	-0,27	2,52	6,97	8,33
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	-4,1%	-0,4%	2,8%	6,5%	7,3%
Ergebnis je Aktie in €	-0,61	-0,16	0,12	0,45	0,55
Aktienzahl in Mio.	10,85	10,85	11,94	11,94	11,94

Quelle: JDC Group AG; GBC AG

## Geschäftsentwicklung 2015

GuV (in Mio. €)	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014*	GJ 2015
Umsatzerlöse	108,04	88,60	74,54	75,36
EBITDA	-1,29	-2,49	-1,43	1,28
EBITDA-Marge	-1,2%	-2,8%	-1,9%	1,7%
EBIT	-5,07	-4,38	-3,06	-0,27
EBIT-Marge	-4,7%	-4,9%	-4,1%	-0,4%
Jahresüberschuss	-12,11	-6,09	-6,62	-1,73
EPS in €	-1,67	-0,56	-0,61	-0,16

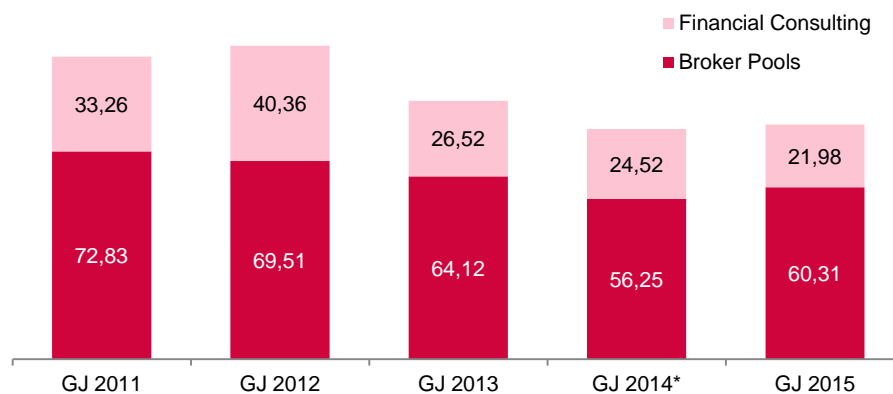
Quelle: JDC Group AG; GBC AG; \*Werte teilweise angepasst

## Umsatzentwicklung 2015

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2015 hat die JDC Group AG den zuvor eingeleiteten Strategiewechsel finalisiert und die Konzentration auf die Bereiche „Advisory“ und „Adviosortech“ umgesetzt. Im Zuge der Neustrukturierung wurden in den Geschäftsjahren 2012 bis 2014 insgesamt vier defizitäre Tochtergesellschaften mit einem Gesamtumsatzvolumen von ca. 50,0 Mio. € veräußert, was zunächst einen entsprechenden Rückgang der Umsatzbasis nach sich gezogen hat.

Die vorwiegend aus Provisionserlösen aus der Vermittlung von Finanzprodukten sowie zunehmend aus Honorarvereinbarungen (provisionsfreie Vermittlung) erwirtschafteten Umsätze konnten jedoch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2015 nun erstmals wieder leicht um +1,1 % auf 75,36 Mio. € (VJ: 74,54 Mio. €) gesteigert werden. Bereinigt um die in 2014 veräußerte compexx Finanz AG (Umsatzbeitrag 2014: 3,97 Mio. €) hat die JDC Group AG mit +6,8 % eine deutlich höhere Wachstumsdynamik erreicht.

## Segmentbezogene Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: JDC Group AG; GBC AG; \*Werte teilweise angepasst

Der Verkauf von Tochtergesellschaften hat insbesondere zu einem Umsatzrückgang im Segment „Financial Consulting“, innerhalb dessen die Vorsorge- und Anlageberatung für Privatkunden gebündelt ist, geführt. In der gegenüber dem Vorjahr rückläufigen Entwicklung auf 21,98 Mio. € (VJ: 24,54 Mio. €) wird der in 2015 fehlende Umsatzbeitrag der compexx Finanz AG (2014: 3,97 Mio. €) sichtbar. Ohne diesen Sondereffekt hätte die JDC-Gruppe sogar ein Umsatzwachstum und damit eine Trendumkehr in diesem Segment erreicht.

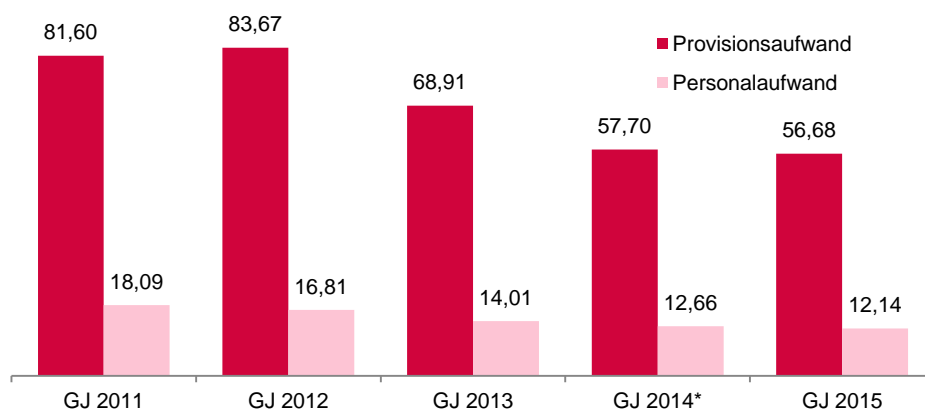
Demzufolge entstammt das Umsatzwachstum ausschließlich aus dem Segment Broker Pools, innerhalb dessen der JDC-Konzern Produkte über freie Finanzvermittler an Endkunden (B2B) vermittelt. Hier profitierte die Gesellschaft von einem weiter zunehmenden Geschäftsvolumen, vor dem Hintergrund einer höheren Anzahl angeschlossener unab-

hängiger Makler. Der weitere Ausbau der Vermittlerbasis sowie die erfolgreiche Vermittlung von Versicherungs- und Anlageprodukten in den Vorjahren hat zu einem Anstieg der Bestandsprovision auf 19,66 Mio. € (VJ: 18,66 Mio. €) geführt. Diese wiederkehrenden Erlöse sind ein hoher Stabilitätsfaktor für die Umsatzentwicklung der JDC Group AG.

### Ergebnisentwicklung 2015

Auf EBITDA-Basis war die JDC Group AG nach dem Verkauf der defizitären Tochtergesellschaften in der Lage, mit 1,28 Mio. € (VJ: -1,43 Mio. €), die Gewinnzone wieder zu erreichen. Auf Kostenbasis konnten beide wesentlichen Positionen Provisions- und Personalaufwand jeweils reduziert werden, was auf Grundlage des höheren Umsatzes mit einer jeweils rückläufigen Kostenquote einhergeht:

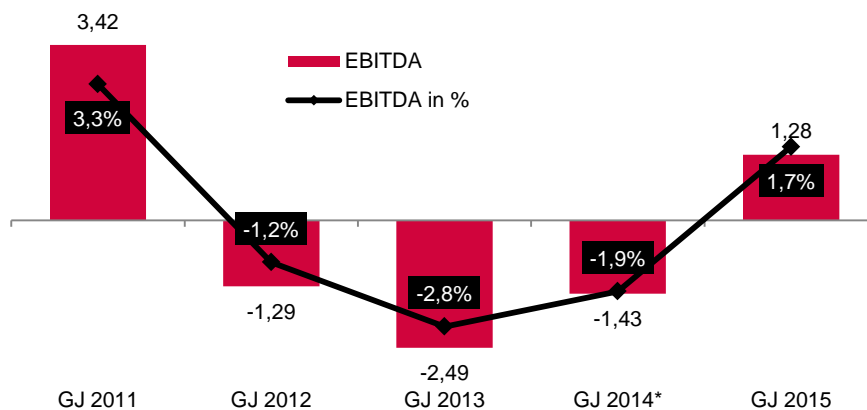
#### Provisions- und Personalaufwand (in Mio. €)



Quelle: JDC Group AG; GBC AG; \*Werte teilweise angepasst

Der niedrige Provisionsaufwand ist in erster Linie eine Folge von leichten Veränderungen beim Produktmix, mit einem rückläufigen Anteil der Erlöse aus der Vermittlung von Versicherungen und Investmentfonds. Beim Personalaufwand profitierte die Gesellschaft von einer mittlerweile schlanken Mitarbeiterstruktur. Innerhalb der vergangenen Geschäftsjahre reduzierte sich der durchschnittliche Personalbestand von 370 Mitarbeitern (GJ 2011) auf 212 Mitarbeiter (GJ 2015).

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



Quelle: JDC Group AG; GBC AG; \*Werte teilweise angepasst

Unter Berücksichtigung von Abschreibungen in Höhe von 1,55 Mio. € (VJ: 1,62 Mio. €) lag das EBIT mit -0,27 Mio. € (VJ: -3,06 Mio. €) noch leicht unterhalb des Break-Even. Die Abschreibungen stehen überwiegend mit den immateriellen Vermögenswerten (Kundenstamm) im Zusammenhang. Auch auf Ebene des Nachsteuerergebnisses hat sich mit einem Anstieg von -6,62 Mio. € (GJ 2014) auf -1,73 Mio. € (GJ 2015) der positive Trend fortgesetzt.

## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2015

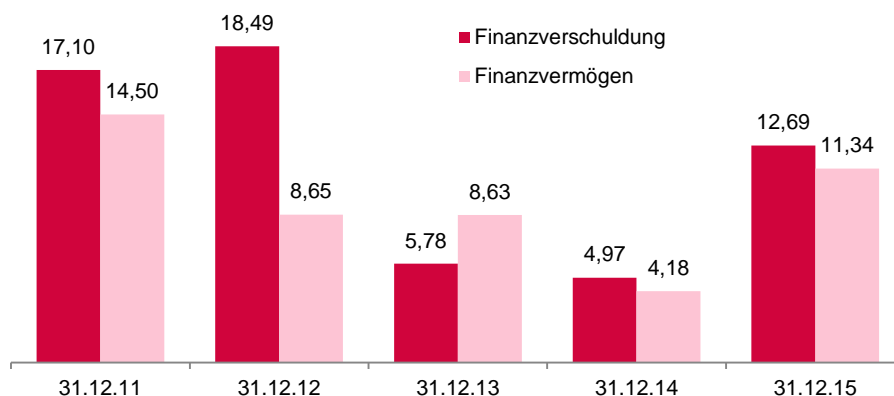
in Mio. €	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Eigenkapital	35,29	34,98	26,41	24,68
EK-Quote	37,5%	44,8%	43,8%	37,5%
Total Debt	18,49	5,78	4,97	12,69
Net Debt	9,85	-2,86	0,79	1,35
Finanzmittel	8,65	8,63	4,18	5,32
Anlagevermögen	40,66	40,49	32,12	31,66
Working Capital	-4,31	-4,43	1,14	7,62
Cashflow – Operativ	-12,78	-5,55	-4,55	-0,65
Cashflow – Investition	10,50	4,10	2,90	-5,23
Cashflow - Finanzierung	-2,83	1,42	-2,47	7,25

Quelle: JDC Group AG; GBC AG

Das negative Nachsteuerergebnis hatte dabei sowohl einen Rückgang des Eigenkapitals auf 24,68 Mio. € (31.12.14: 26,41 Mio. €) als auch bedingt durch eine Bilanzverlängerung eine rückläufige Entwicklung der EK-Quote auf 37,5 % (31.12.14: 43,8 %) zur Folge. Nach wie vor verfügt aber die JDC Group AG über eine im Branchenvergleich sehr solide und deutlich überdurchschnittliche Eigenkapitalausstattung.

Die Bilanzsummenausweitung stammt auf der Passivseite in erster Linie aus der Emission einer fünfjährigen 6,0 %-Unternehmensanleihe (15 Mio. €), für die Finanzierung des weiteren Unternehmenswachstums. Insgesamt erhöhte sich damit die Gesamtverschuldung auf 12,69 Mio. € (31.12.14: 4,97 Mio. €). Trotz der damit deutlich höheren Finanzverschuldung ist die Nettoverschuldung (unter Einbezug des Finanzvermögens) nur leicht auf 1,35 Mio. € (31.12.14: 0,79 Mio. €) angestiegen. Der Emissionserlös aus der Anleihebegebung wurde bis zum Bilanzstichtag 31.12.2015 nur in geringem Umfang für Investitionen verwendet. Insgesamt kletterte dabei das Finanzvermögen unter Einbezug kurzfristiger Geldanlagen auf 11,34 Mio. € (31.12.14: 4,18 Mio. €). Aktivseitig ist dies für den Anstieg der Bilanzsumme verantwortlich.

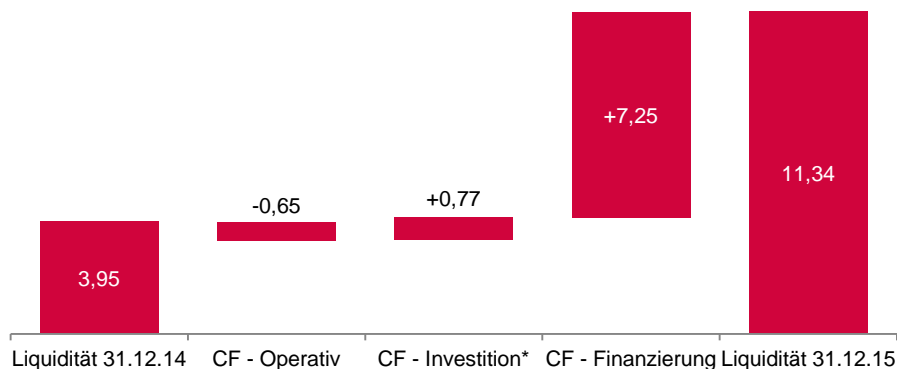
## Finanzverschuldung und Finanzvermögen (in Mio. €)



Quelle: JDC Group AG; GBC AG

Der Anstieg des Finanzvermögens findet sich in der Cashflow-Entwicklung wieder. In 2015 weist die JDC Group AG nur noch einen kleinen operativen Liquiditätsabfluss in Höhe von -0,65 Mio. € (VJ: -4,55 Mio. €) auf. Zusammen mit dem deutlich positiven Finanzierungscashflow (Anleiheemission und Kredittilgung) in Höhe von 7,25 Mio. € (VJ: -2,47 Mio. €) sowie dem Investitionscashflow in Höhe von -5,23 Mio. € (VJ: 2,90 Mio. €) konnte die Liquidität entsprechend auf 11,34 Mio. € deutlich ausgebaut werden. Der Investitionscashflow steht dabei maßgeblich im Zusammenhang mit der kurzfristigen Geldanlage überschüssiger Liquidität in Höhe von 6,00 Mio. €. Bereinigt um diesen Posten wäre der Investitionscashflow aufgrund von Einzahlungen im Zusammenhang mit der Veräußerung von Tochtergesellschaften mit 0,77 Mio. € positiv ausgefallen.

#### Liquiditätsbrücke (in Mio. €)



Quelle: JDC Group AG; GBC AG; \*bereinigt um Anlagen in kurzfristiges Geldvermögen

#### Aktuelle Geschäftsentwicklung zum 31.03.2016

GuV (in Mio. €)	Q1 2015	Q1 2016
Umsatzerlöse	17,34	17,30
EBITDA	0,18	0,22
EBIT	-0,19	-0,21
Periodenergebnis	-0,33	-0,23

Quelle: JDC Group AG; GBC AG

Im ersten Quartal 2016 hat sich die JDC Group AG sowohl auf Umsatz- als auch auf Ergebnisebene im Vergleich zum Vorjahr sehr konstant entwickelt. Bei einer nahezu unveränderten Umsatzbasis in Höhe von 17,30 Mio. € (Q1/15: 17,34 Mio. €), der in großen Teilen eine solide Kostenentwicklung gegenübersteht, lag das EBITDA mit 0,22 Mio. € leicht über dem Vorjahreswert (Q1/15: 0,18 Mio. €).

Es gilt hier festzuhalten, dass etwaige positive Effekte aus der Einführung der Endkunden-App „allesmeins“ noch nicht in den ersten drei Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2016 enthalten sind. Diese neue technologische Lösung wurde Ende Februar 2016 eingeführt und wird erst in den kommenden Perioden sichtbare Umsatz- und Ergebnisbeiträge (siehe Prognose und Modellannahmen) liefern.

## PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse	75,36	91,28	106,59	114,33
EBITDA	1,28	4,87	9,15	10,36
EBITDA-Marge	1,7%	5,3%	8,6%	9,1%
EBIT	-0,27	2,52	6,97	8,33
EBIT-Marge	-0,4%	2,8%	6,5%	7,3%
Jahresüberschuss	-1,73	1,44	5,34	6,58

Quelle: GBC AG

Die wesentlichen Eckpfeiler der JDC-Unternehmensstrategie sind der Erwerb relevanter Versicherungsbestände, die Akquisition von Großmaklern sowie der Ausbau der Fintech-Strategie (allesmeins).

Gemäß Unternehmensmeldung vom 25.05.2016 hat die Jung, DMS & Cie. AG, im Rahmen eines Asset-Deals, einen umfangreichen Versicherungsbestand von bis zu 195.000 Kunden erworben. Die Netto-Jahresprämie beläuft sich auf etwa 27 Mio. €, mit jährlichen Courtageeinnahmen von etwa 5 Mio. €. Der jährliche EBITDA-Beitrag liegt bei bis zu 4 Mio. € (EBITDA-Marge: 80 %). Bei den Kundenverträgen handelt es sich um langlaufende Versicherungen, welche im Anschluss der Finalisierung dieser Transaktion sukzessive auf die Jung, DMS & Cie. AG übertragen werden. Die Finanzierung der Transaktion erfolgt über die im Jahr 2015 platzierte Unternehmensanleihe. Damit ist ein wichtiger Bestandteil der Wachstumsstrategie bereits abgedeckt. Darüber hinaus hat die JDC Group AG von der Unister-Gruppe das Portal „Geld.de“ erworben, eine der größten Online-Vergleichsplattformen. Endkunden können über diese Plattform alle wichtigen Versicherungs- und Finanzierungsprodukte miteinander vergleichen und online abschließen. Einerseits verfügt die JDC Group AG damit über eine weitere Plattform für die Neukundengewinnung sowie im Anschluss daran für die Realisierung von Cross-Selling-Potenzialen. Seit der Gründung der Plattform konnten etwa 200.000 Kunden gewonnen werden. Neben diesem Asset-Deal haben die Unister-Gruppe und die JDC Group AG eine Vertriebskooperation vereinbart. Hierbei soll die Unister-Gruppe „allesmeins“ seinen Online-Kunden anbieten, was für zusätzlichen Wachstumsschub bei dieser von der JDC entwickelten Anwendung führen dürfte.

Zusätzlich hierzu wurden rund 20.000 Verträge von Aon Deutschland übernommen. Bei diesen Verträgen mit einer Jahres-Nettoprämie in Höhe von rund 8,5 Mio. € handelt es sich um langlaufende Verträge aus den Sparten Rechtsschutz-, Haftpflicht-, Wohngebäude- und Hausratsversicherungen. Die jährlichen Courtageeinnahmen belaufen sich auf rund 1,5 Mio. € und der EBITDA-Beitrag dürfte im eingeschwungenen Zustand bei mindestens 1,2 Mio. € p.a. liegen. Zugleich wurde eine strategische Partnerschaft mit Aon in Teilbereichen des Privatkundengeschäftes vereinbart.

Insgesamt profitiert die Gesellschaft damit von einer höheren Kundenbasis für die zum Jahresanfang 2016 auf den Markt gebrachte Fintech-Lösung „allesmeins“. Die hier möglichen Cross-Selling-Potenziale basieren auf der Erwartung eines Anstiegs der Vertragsdichte bei den neuen Kunden. Beim Einsatz der „allesmeins“-App besteht die Möglichkeit auch Fremdverträge auf die JDC Group AG zu übertragen und damit zusätzliche Provisionserträge zu generieren.

Ohnehin profitiert die Gesellschaft beim Einsatz der neuen Fintech-Lösung vom bereits bestehenden umfangreichen Kundenbestand von etwa 930.000 Kunden (vor aktueller Transaktion), was einen entsprechend schnellen und kostengünstigen Roll-Out der Technologie ermöglicht. Gemäß Unternehmensangaben haben sich innerhalb kurzer Zeit nach Veröffentlichung bereits 300 Makler für die „allesmeins“-App registriert. Bei

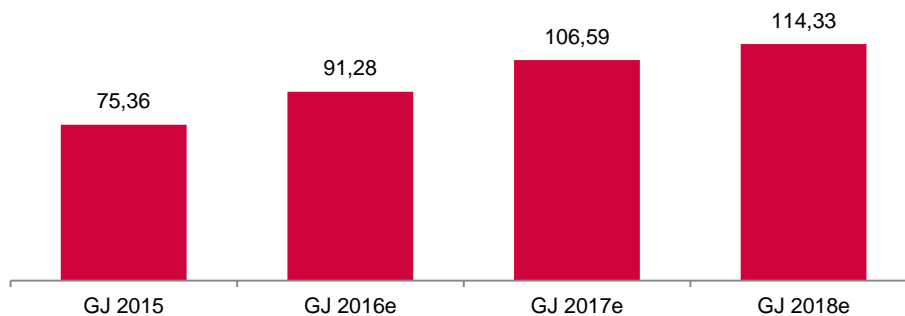
durchschnittlich 200 Kunden je Berater können zeitnah rund 60.000 Endkunden angesprochen werden.

Am 23.06.2016 hat die JDC Group AG zudem die erfolgreiche Durchführung einer 10%igen Kapitalerhöhung bekanntgegeben. Im Rahmen einer Privatplatzierung wurden insgesamt 1,08 Mio. Aktien zu einem Platzierungspreis von 6,00 € je Aktie ausgegeben, wodurch sich ein Bruttoemissionserlös in Höhe von 6,51 Mio. € ergibt. Damit hat die JDC Group AG die finanzielle Basis für mögliches weiteres anorganisches Wachstum gestärkt. Gemäß Unternehmensangaben steht dabei insbesondere die Finanzierung weiterer Maklerbestände im Vordergrund.

## Umsatzprognosen 2016 - 2018

Gegenüber unserer bisherigen Researchstudie (siehe Initial Coverage vom 15.12.2015) hat die JDC Group AG mit der Einführung der „allesmeins“-App sowie mit dem nun gemeldeten Erwerb des Kundenbestands bereits zwei wichtige Punkte der Wachstumsstrategie umgesetzt. Im laufenden Geschäftsjahr sollte die JDC Group AG durch die Anbindung neuer Makler, durch das Ausrollen der Fintech-Strategie sowie durch den anorganischen Kundenausbau in der Lage sein, die Umsatzerlöse auf 91,28 Mio. € zu steigern.

### Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

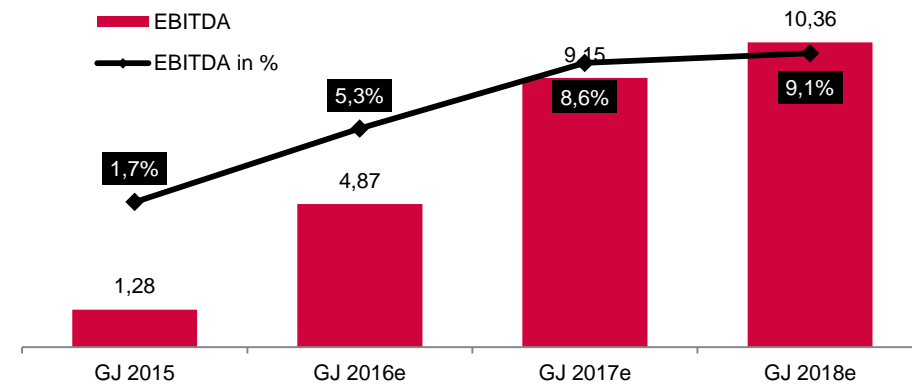
In den kommenden Geschäftsjahren sollten sich diese Effekte ganzjährig auswirken, weswegen wir, ausgehend von der aktuell erreichten Kundenbasis von einer Fortsetzung des Wachstumskurses ausgehen. Bereits in 2017 könnte beim Umsatz die 100,0 Mio. €-Marke übertroffen werden:

## Ergebnisprognosen 2016 – 2018

Das Kosten- und damit das Ergebnisbild der JDC Group AG werden weiterhin von den variablen, umsatzabhängigen Provisionsaufwendungen sowie von den vergleichsweise fixen Overhead-Kosten geprägt. Bei den Provisionsaufwendungen sollten der zunehmende Anteil des margenstarken Advisortech-Bereiches für einen überproportionalen Anstieg der Rohertrages sorgen. Darüber hinaus dürfte die JDC Group AG bei den Overheadkosten von Skaleneffekten profitieren, so dass wir, vor dem Hintergrund der erwarteten höheren Umsatzbasis, mit einem Anstieg der EBITDA-Marge rechnen. Dies bildet die Basis für unser DCF-Bewertungsmodell, im Rahmen dessen, wir bei weiter steigenden Advisortech-Umsätzen, mittelfristig eine EBITDA-Marge von über 9,0 % annehmen.



**EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)**



Quelle: GBC AG

## Bewertung

### *Modellannahmen*

Die JDC Group AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2016 - 2018 in Phase 1, erfolgt von 2019 - 2023 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 9,5 % (bisher: 7,2 %) angenommen. Die Steuerquote haben wir zunächst aufgrund angelaufener Verlustvorträge (27,14 Mio. €) mit 12,0 % 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 JDC 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: 1,50 %).**

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 1,41.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,87% (bisher: 9,28 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,88 % (bisher: 8,28 %).

### *Bewertungsergebnis*

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,88 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2017 entspricht als Kursziel 9,00 € (bisher: 6,80 €). Die Kurszielanhebung erfolgt vor dem Hintergrund einer Anhebung der Ergebnismargen, als Folge des Erwerbs von Maklerbeständen, welche mit hohen Ergebnismargen einhergehen. Die zunehmende Bedeutung des margenträchtigen Advisortech-Segments ist hier ebenfalls berücksichtigt. Weitere modellimplizierte kurzzielerhöhende Effekte sind die Reduktion des risikolosen Zinssatzes sowie die erstmalige Berücksichtigung der höheren 2018er Prognosen, als Grundlage für die Stetigkeitsphase des DCF-Bewertungsmodells. Ebenfalls ist die jüngst erfolgreich platzierte 10%ige Kapitalerhöhung in unserem DCF-Modell berücksichtigt.

## DCF-Modell

### JDC Group - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	9,5%	ewige EBITA - Marge	8,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,6%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	3,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	91,28	106,59	114,33	117,76	121,30	124,94	128,68	132,54	
US Veränderung	21,1%	16,8%	7,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,09	2,54	2,86	3,01	3,16	3,32	3,49	3,67	
EBITDA	4,87	9,15	10,36	11,19	11,52	11,87	12,22	12,59	
EBITDA-Marge	5,3%	8,6%	9,1%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	
EBITA	2,52	6,97	8,33	9,34	9,72	10,10	10,49	10,89	
EBITA-Marge	2,8%	6,5%	7,3%	7,9%	8,0%	8,1%	8,2%	8,2%	8,2%
Steuern auf EBITA	-0,25	-0,89	-1,00	-1,12	-1,17	-3,03	-3,15	-3,27	
zu EBITA	10,1%	12,8%	12,0%	12,0%	12,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	2,27	6,08	7,33	8,22	8,55	7,07	7,34	7,63	
Kapitalrendite	5,7%	13,0%	16,5%	19,0%	20,0%	16,8%	17,8%	18,7%	19,4%
Working Capital (WC)	3,20	2,50	3,20	3,53	3,64	3,75	3,86	3,98	
WC zu Umsatz	3,5%	2,3%	2,8%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Investitionen in WC	4,42	0,70	-0,70	-0,33	-0,11	-0,11	-0,11	-0,12	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	43,60	41,93	40,00	39,16	38,35	37,58	36,85	36,15	
AFA auf OAV	-2,35	-2,18	-2,03	-1,84	-1,81	-1,77	-1,73	-1,70	
AFA zu OAV	5,4%	5,2%	5,1%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	
Investitionen in OAV	-13,50	-0,50	-0,10	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investiertes Kapital	46,80	44,43	43,20	42,69	41,99	41,33	40,71	40,13	
EBITDA	4,87	9,15	10,36	11,19	11,52	11,87	12,22	12,59	
Steuern auf EBITA	-0,25	-0,89	-1,00	-1,12	-1,17	-3,03	-3,15	-3,27	
Investitionen gesamt	-9,08	0,20	-0,80	-1,33	-1,11	-1,11	-1,11	-1,12	
Investitionen in OAV	-13,50	-0,50	-0,10	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investitionen in WC	4,42	0,70	-0,70	-0,33	-0,11	-0,11	-0,11	-0,12	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-4,46	8,45	8,56	8,73	9,25	7,73	7,96	8,21	118,51

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	113,84	114,36
Barwert expliziter FCFs	44,15	39,17
Barwert des Continuing Value	69,69	75,19
Nettoschulden (Net debt)	14,55	6,94
Wert des Eigenkapitals	99,29	107,41
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	99,29	107,41
Ausstehende Aktien in Mio.	11,93	11,93
Fairer Wert der Aktie in EUR	8,32	<b>9,00</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,41
Eigenkapitalkosten	8,8%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	6,0%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	28,7%
WACC	<b>7,9%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	6,9%	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%
16,4%	9,34	8,56	7,91	7,37	6,91
17,9%	10,03	9,17	8,46	7,86	7,35
19,4%	10,73	9,78	<b>9,00</b>	8,35	7,79
20,9%	11,42	10,39	9,54	8,84	8,23
22,4%	12,11	11,00	10,09	9,32	8,67

## 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,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](mailto: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**

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, 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<sup>®</sup>**  
**- 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)