



## **Researchstudie (Update)**

**Edel SE & Co. KGaA**



**Guidance bestätigt. Das Unternehmen profitiert vom Streaming-Boom.**

-

**Ausbau der Vinylkapazitäten.**

**Kursziel: 9,30 EUR  
(bisher: 9,50 EUR)**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 10

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

## Edel SE & Co. KGaA<sup>\*5a,11</sup>

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 9,30 EUR**  
**(bisher: 9,50 EUR)**

aktueller Kurs: 4,14 €  
29.06.23 10:35 / Xetra

### Stammdaten:

ISIN: DE0005649503  
WKN: 564950  
Börsenkürzel: EDL  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 21,27  
Marketcap<sup>3</sup>: 88,08  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 122,82  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. €

Freefloat: 29,64 %

Marktsegment:  
Scale (Freiverkehr)

Rechnungslegung:  
HGB

Designated Sponsor:  
ODDO BHF Corporates &  
Markets AG

Geschäftsjahr: 30.09.

### Analysten:

Matthias Greiffenberger  
greiffenberger@gbc-ag.de

Marcel Schaffer  
schaffer@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 11

### Unternehmensprofil

Branche: Medien

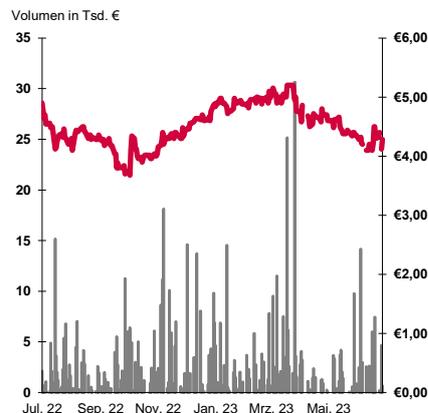
Fokus: Musik, Bücher, Entertainment

Mitarbeiter: 1.071 ø zum 31.03.2023

Gründung: 1986

Firmensitz: Hamburg

Verwaltungsrat: Dr. Jonas Haentjes (CEO, geschäftsführender Direktor), Michael Haentjes (Vorsitzender), Sabine Eckhardt (stellvertretende Vorsitzende)



Edel ist eines der führenden unabhängigen Medienunternehmen Europas mit weiteren Schwerpunkten in den Bereichen Bücher und Home Entertainment. Edel bietet Künstlern, Autoren, Labels, Verlagen und weiteren Rechteinhabern eine einzigartige Produkt- und Dienstleistungsvielfalt an. Hierfür wird die gesamte Wertschöpfungskette von Marketing über digitale und physische Distribution bis hin zur Fertigung von Schallplatten, CDs, DVDs und Blu-rays sowie Büchern angeboten.

GuV in Mio. € \ GJ.-Ende	GJ 20/21	GJ 21/22	GJ 22/23e	GJ 23/24e
Umsatz	251,33	277,02	298,00	316,18
EBITDA	25,94	30,96	29,69	35,92
EBIT	16,93	21,52	19,86	25,68
Jahresüberschuss	7,35	12,38	10,96	14,66

Kennzahlen				
Gewinn je Aktie	0,31	0,54	0,48	0,64
Dividende je Aktie	0,20	0,30	0,30	0,30

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,49	0,44	0,41	0,39
EV/EBITDA	4,74	3,97	4,14	3,42
EV/EBIT	7,26	5,71	6,19	4,78
KGV	11,98	7,12	8,04	6,01
KBV		1,78		

### Finanztermine


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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

04.04.2023: RS / 9,50 EUR / KAUFEN

13.07.2022: RS / 9,10 EUR / 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

## Geschäftsentwicklung 1. Halbjahr 2022/23

GuV (in Mio. €)	1. HJ 2020/21	1. HJ 2021/22	Adj. 1. HJ 2021/22	1. HJ 2022/23	Adj. 1. HJ 2022/23
Umsatzerlöse	123,30	135,24	135,24	150,86	150,86
EBITDA	16,00	17,28	15,8	15,76	17,2
EBITDA-Marge	13,0%	12,8%	11,7%	10,4%	10,5%
EBIT	11,34	12,62	11,2	11,02	12,5
EBIT-Marge	9,2%	9,3%	8,3%	7,3%	8,3%
Nettoergebnis	4,61	7,74	6,7	6,03	7,0
EPS in €	0,19	0,34	0,29	0,27	0,31

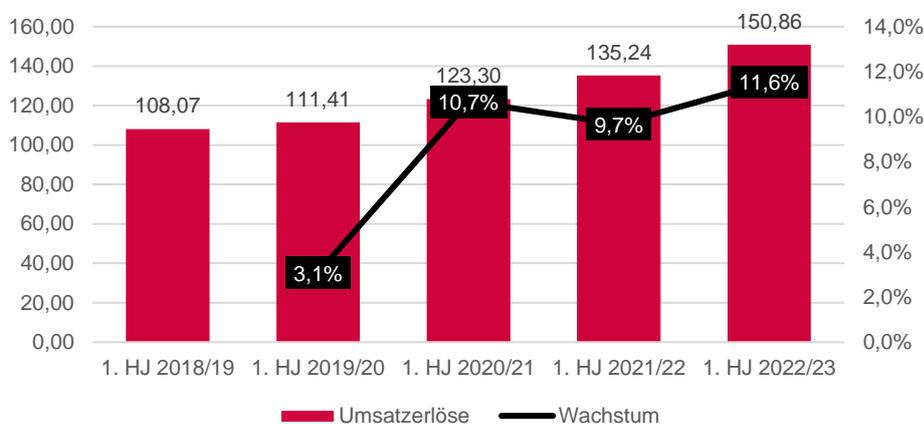
Quelle: Edel SE & Co. KGaA, GBC AG

Im ersten Halbjahr 2022/23 hat die Edel SE & Co. KGaA Honorar- und Lizenzaufwendungen in Höhe von 1,43 Mio. € aus sonstigen Rückstellungen aufgrund fehlerhaft gebuchter digitaler Lizenzträge erfasst, die das erste Halbjahr 2021/22 betreffen. Der Halbjahresabschluss 2022/23 wurde nicht geändert. Wenn diese Lizenzaufwendungen im ersten Halbjahr 2021/22 berücksichtigt worden wären, hätte sich anstelle des ausgewiesenen Konzernhalbjahresüberschusses von 6,0 Mio. € ein Überschuss von 7,0 Mio. € ergeben. Der normalisierte Konzernhalbjahresüberschuss 2022/23 wäre in diesem Fall um 0,3 Mio. € höher als im Vorjahr.

### Umsatzentwicklung

Die Edel SE & Co. KGaA verzeichnete im Vergleich zum ersten Halbjahr 2021/22 erneut einen deutlichen Umsatzanstieg. Die Umsätze des Unternehmens stiegen um 11,6% von 135,24 Mio. € auf 150,86 Mio. €.

### Entwicklung der Umsatzerlöse in Mio. €



Quelle: Edel SE & Co. KGaA, GBC AG

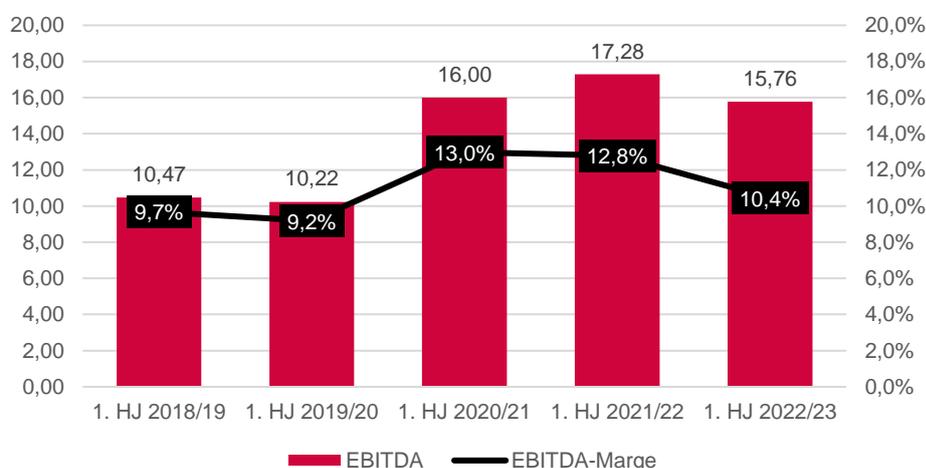
Die 100%ige Tochtergesellschaft optimal media GmbH, einer der weltweit größten Hersteller von Vinylschallplatten, profitierte von der anhaltend hohen Nachfrage nach diesem Tonträgerformat. Sichtbar wird dies anhand des 18,3 %igen Umsatzanstiegs im Geschäftsfeld Manufacturing & Distribution, welches abermals das dynamischste Edel-Segment war. Neben der anhaltend hohen Nachfrage ist das Umsatzwachstum auch durch Preiserhöhungen erzielt worden, um die gestiegenen Material- und Energiekosten auszugleichen. Parallel dazu verzeichneten die digitalen Umsätze in den Content-Abteilungen des Geschäftsfelds Music & Entertainment ein Wachstum. Insgesamt stiegen die Digitalumsätze um 14,7 % im Vergleich zum Vorjahreszeitraum. Lediglich im Umsatzkanal „Physisch“ reduzierten sich die Umsätze um 18,8 %. Der Grund für die Reduktion ist, dass

der Markt für physische Datenträger, insbesondere digitale Datenträger, seit dem Aufkommen des Streaming-Booms stark abgenommen hat.

### Ergebnisentwicklung

Trotz der gestiegenen Umsatzerlöse verzeichnete das Unternehmen im ersten Halbjahr 2022/23 einen Rückgang des EBITDA auf 15,76 Mio. € (VJ: 17,28 Mio. €). Damit reduzierte sich die EBITDA-Marge auf 10,4% (VJ: 12,8%). Dies liegt einerseits an den Rückstellungen für fehlerhaft gebuchte digitale Lizenzträge und andererseits an dem Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 20,1% auf 23,55 Mio. € (VJ: 19,61 Mio. €). Der Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen ist hauptsächlich auf gestiegene Energiekosten sowie höhere Fracht- und Transportkosten zurückzuführen, sowie auf erhöhte Ausgaben für die Umsetzung zentraler und unternehmenskritischer IT-Projekte.

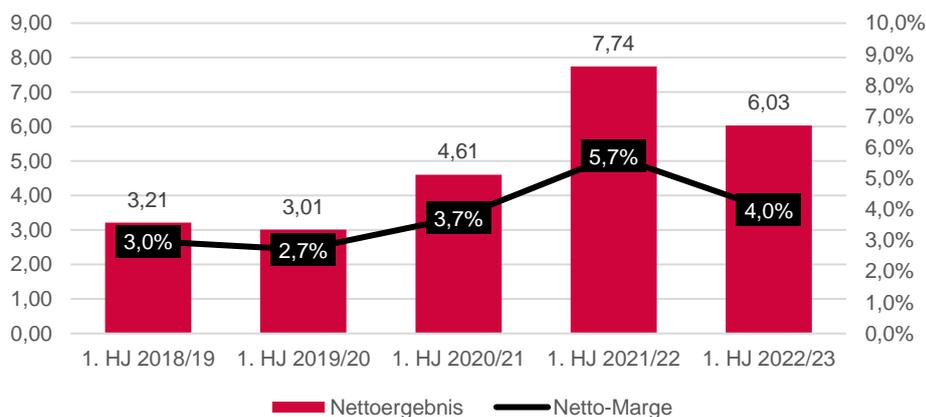
#### Entwicklung des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: Edel SE & Co. KGaA, GBC AG

Wie erwartet, führten die Investitionen in die Logistik der optimal media GmbH zu leicht höheren Abschreibungen. Die Abschreibungen stiegen auf 4,74 Mio. € (VJ: 4,67 Mio. €). Darüber hinaus erhöhten sich die Zinsaufwendungen aufgrund der Bindung an EURIBOR und ESTR sowie der höheren Darlehenssumme auf 1,05 Mio. € (VJ: 0,73 Mio. €). Insgesamt führte dies zu einer Reduzierung des Nettoergebnisses auf 6,03 Mio. € (VJ: 7,74 Mio. €) und zu einem Rückgang der Netto-Marge auf 4,0% (VJ: 5,7%).

#### Entwicklung des Nettoergebnisses (in Mio. €) und der Netto-Marge (in %)



Quelle: Edel SE & Co. KGaA, GBC AG

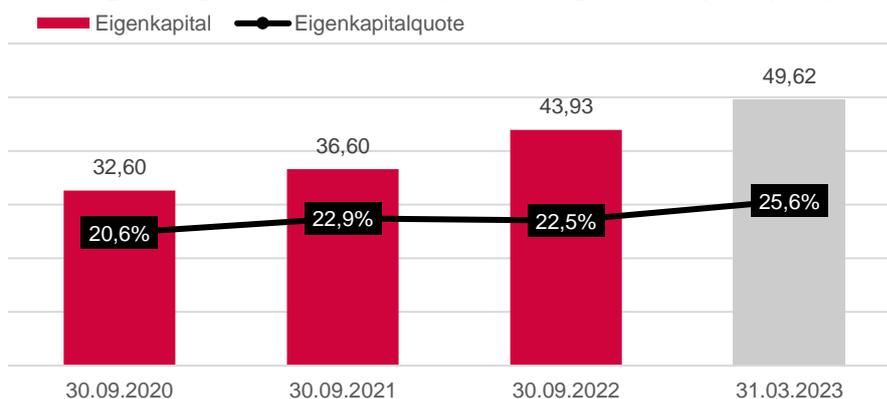
## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	30.09.2020	30.09.2021	30.09.2022	31.03.2023
Eigenkapital	32,60	36,60	43,93	49,62
EK-Quote (in %)	20,6%	22,9%	22,5%	25,6%
Operatives Anlagevermögen	65,03	67,38	76,88	77,71
Working Capital	40,62	48,35	55,81	56,97
Net debt	39,32	32,71	40,71	34,75
Cashflow - operativ	23,69	23,77	16,59	13,54
Cashflow - Investition	-7,03	-11,26	-20,25	-6,30
Cashflow - Finanzierung	-13,57	-6,74	-3,05	-5,54

Quelle: Edel SE & Co. KGaA; GBC AG

Zum 31.03.2023 erhöhte sich das Eigenkapital der Gesellschaft aufgrund des positiven Nettoergebnisses von 43,93 Mio. € (30.09.2022) auf 49,62 Mio. €. Weiterhin konnten die Bankverbindlichkeiten auf 54,89 Mio. € (30.09.2022: 58,45 Mio. €) reduziert werden und damit stieg die Eigenkapitalquote im gleichen Zeitraum von 22,5% auf 25,6%. Insgesamt ist das Unternehmen bilanziell sehr gut aufgestellt.

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



Quelle: Edel SE & Co. KGaA, GBC AG

Der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit belief sich im ersten Halbjahr 2022/23 auf 13,54 Mio. € (31.03.2022: 7,50 Mio. Euro). Damit wurde zum Halbjahr 2022/23 bereits 81,6% des gesamten Vorjahres-Cashflows erreicht. Der Cashflow aus Investitionstätigkeit reduzierte sich auf -6,30 Mio. € (31.03.2022: -9,22 Mio. €), da im letzten Geschäftsjahr noch umfangreichere Investitionen in die Logistik der optimal media GmbH geflossen sind. Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit betrug -5,54 Mio. € (31.03.2022: -0,50 Mio. €). Der Abfluss von liquiden Mitteln im Finanzierungscashflow resultierte hauptsächlich aus der Rückzahlung von Darlehensverbindlichkeiten sowie höheren Zinskosten für in Anspruch genommene Betriebsmittellinien.

Die liquiden Mittel stiegen auf 18,05 Mio. € (30.09.2022: 15,65 Mio. €).

## PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2021/22	Neu GJ 2022/23e	Alt GJ 2022/23e	Neu GJ 2023/24e	Alt GJ 2023/24e
Umsatzerlöse	277,02	298,00	298,00	316,18	316,18
EBITDA	30,96	29,69	33,79	35,92	36,39
EBITDA-Marge	11,2%	10,0%	11,3%	11,4%	11,5%
EBIT	21,52	19,86	23,96	25,68	26,15
EBIT-Marge	7,8%	6,7%	8,0%	8,1%	8,3%
Jahresüberschuss	12,38	10,96	14,12	14,66	15,71

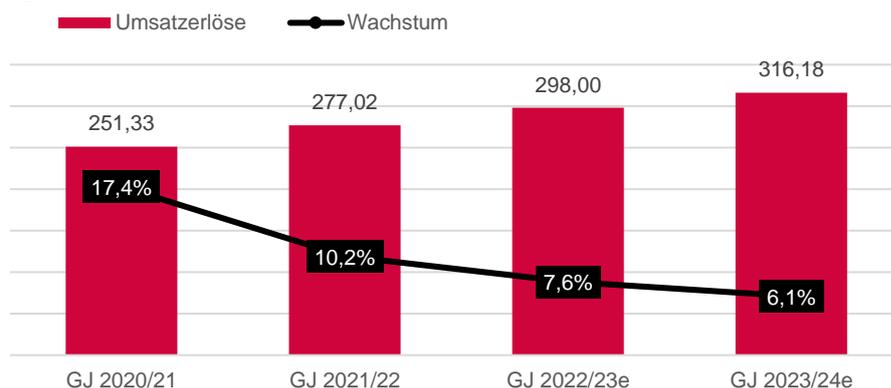
Quelle: GBC AG

### Umsatzprognose

Die Edel SE & Co. KGaA hat die Guidance des Konzernjahresabschluss 2021/22 bestätigt und erwartet für das laufende Geschäftsjahr 2022/23 weiterhin einen Umsatz zwischen 280 und 300 Mio. €. Das Unternehmen konzentriert sich weiterhin auf seine Kernkompetenzen als Dienstleister und Content-Vermarkter. Das wachsende Digitalgeschäft, angetrieben durch die starke Nutzung von Streamingangeboten, gewinnt zunehmend an Bedeutung. Hingegen sind physische Medienformate insgesamt rückläufig, insbesondere in Bezug auf die Herstellung digitaler Datenträger.

Der Fokus liegt auf dem Ausbau der Vinylkapazitäten und Logistikdienstleistungen der optimal media GmbH, der Stärkung des Digitalgeschäfts und der Umsetzung der Portfoliooptimierung im Buchbereich. Die Abwicklung des Liefer- und Dienstleistungsvertrags mit Universal, insbesondere im erweiterten Logistikgeschäft, erfordert zusätzliche Lager- und Logistikkapazitäten. Die Investitionen in diese neuen Kapazitäten schaffen auch Spielraum für die Geschäftserweiterung in den kommenden Jahren und sind Teil einer langfristigen Strategie zur Sicherung des Geschäfts der optimal media GmbH. Zudem werden regelmäßig Akquisitionen in den Geschäftsfeldern Musik und Film/TV geprüft, um Synergien zu nutzen, die durch die hohe Wertschöpfungstiefe innerhalb der Unternehmensgruppe entstehen können.

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



Quelle: GBC AG

Wir teilen die Einschätzung des Unternehmens bezüglich der Guidance und unsere Umsatzprognose liegt mit 298,00 Mio. € am oberen Ende der angegebenen Umsatzspanne. Für das folgende Geschäftsjahr 2023/24 erwarten wir eine weitere Umsatzsteigerung auf 316,18 Mio. €.

Die Gesellschaft profitiert von einer steigende Nachfrage nach Vinyl-Schallplatten. Vinyl-Schallplatten erfreuen sich wachsender Beliebtheit aufgrund ihres einzigartigen Klangs und des haptischen Erlebnisses, was bei Musikliebhabern immer mehr Anklang findet. Das Wiederaufleben von Vinyl kann auch auf die Pandemie zurückgeführt werden, da

Menschen nach Möglichkeiten suchen, Musik zu Hause zu genießen. Wir gehen davon aus, dass dieser Trend während der Pandemie verstärkt wurde und auch nach der Pandemie anhalten wird.

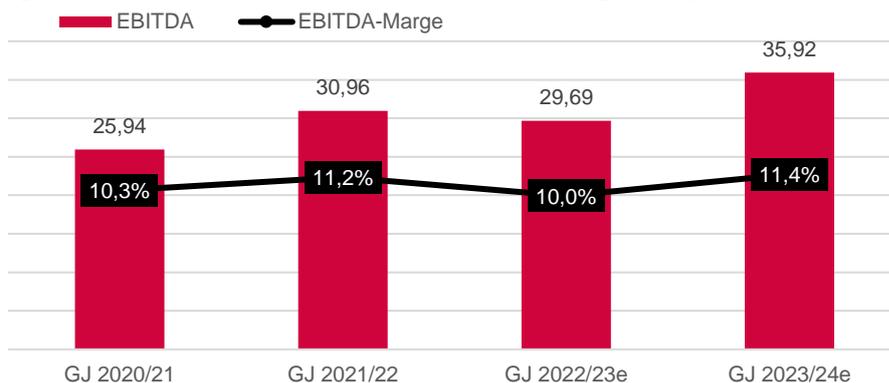
Darüber hinaus hat der digitale Musiksektor stark zugenommen, was auf die steigende Verfügbarkeit von Streaming-Diensten und die Verbreitung von Mobiltelefonen und Tablets zurückzuführen ist, die es den Menschen ermöglichen, jederzeit und überall Musik zu hören.

## Ergebnisprognose

Aufgrund des Ergebnisses des ersten Halbjahres 2022/23 und der höheren Ergebnisbelastung durch die fehlerhaft gebuchten Lizenzerträge haben wir unsere Ergebnisprognose leicht angepasst. Wir gehen davon aus, dass die meisten Kostensteigerungen größtenteils weitergegeben werden können und sich die Margen mittelfristig leicht verbessern werden.

Für das laufende Geschäftsjahr 2022/23 prognostizieren wir einen leichten Rückgang des EBITDA auf 29,69 Mio. € (VJ: 30,96 Mio. €), gefolgt von 35,92 Mio. € im Jahr 2023/24.

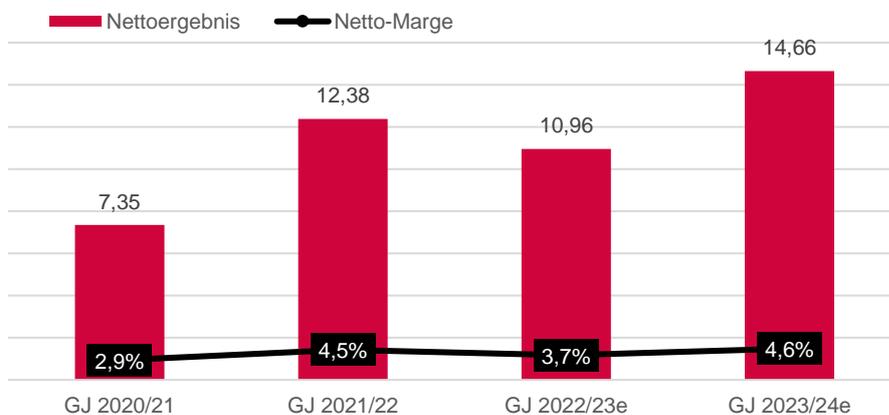
### Prognose des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Die Abschreibungen sollten aufgrund der Investitionen in die optimal media GmbH leicht ansteigen. Obwohl die Zinslast im Vorjahr auf 1,50 Mio. € gesunken ist, erwarten wir im laufenden Geschäftsjahr 2022/23 eine Zunahme der Zinsaufwendungen auf 2,09 Mio. € aufgrund der Bindung an EURIBOR und ESTR sowie der höheren Darlehenssumme.

### Prognose des Nettoergebnisses (in Mio. €) und der Netto-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Gemäß der Ergebnis-Guidance wird ein Konzernjahresüberschuss von 10,0 bis 15,0 Mio. € erwartet. Wir gehen davon aus, dass im laufenden Geschäftsjahr 2022/23 ein Nettoergebnis von 10,96 Mio. € erzielt wird. Für das Geschäftsjahr 2023/24 erwarten wir eine Steigerung auf 14,66 Mio. €.

## **Bewertung**

### ***Modellannahmen***

Die Edel SE & Co. KGaA wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2022/23 – 2023/24 in Phase 1, erfolgt von 2024/25 bis 2029/30 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 12,8 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 35,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

### ***Bestimmung der Kapitalkosten***

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Edel SE & Co. KGaA 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.

**Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 2,00% (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 1,58.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,68% (bisher: 10,18%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 85 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,42% (bisher: 8,99%).

### ***Bewertungsergebnis***

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells reduzieren wir unser Kursziel auf 9,30 € (bisher: 9,50 €) und vergeben das Rating Kaufen. Die Kurzielanpassung ist vornehmlich auf die gestiegenen risikolosen Zinsen und die angepassten Prognosen zurückzuführen. Die gestiegenen risikolosen Zinsen führten zu einer Erhöhung der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC), jedoch wurde dieser Effekt größtenteils durch den Roll-over-Effekt ausgeglichen.

Aufgrund der eingeschränkten Vergleichbarkeit gelisteter Referenzunternehmen entfällt der Peer-Group-Vergleich.

## Edel SE & Co. KGaA - 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	12,8%	ewige EBITA - Marge	9,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	13,2%	effektive Steuerquote im Endwert	35,0%
Working Capital zu Umsatz	20,4%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 22/23e	GJ 23/24e	GJ 24/25e	GJ 25/26e	GJ 26/27e	GJ 27/28e	GJ 28/29e	GJ 29/30e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	298,00	316,18	325,66	335,43	345,50	355,86	366,54	377,53	
US Veränderung	7,6%	6,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	3,92	4,30	4,29	4,29	4,29	4,29	4,29	4,29	
EBITDA	29,69	35,92	41,82	43,07	44,36	45,69	47,06	48,48	
EBITDA-Marge	10,0%	11,4%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	
EBITA	19,86	25,68	32,10	33,05	34,04	35,06	36,11	37,20	
EBITA-Marge	6,7%	8,1%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
Steuern auf EBITA	-7,60	-9,79	-11,24	-11,57	-11,91	-12,27	-12,64	-13,02	
zu EBITA	38,3%	38,1%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
EBI (NOPLAT)	12,25	15,89	20,87	21,48	22,13	22,79	23,47	24,18	
Kapitalrendite	9,2%	11,7%	15,3%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	14,9%
Working Capital (WC)	59,44	62,65	66,44	68,43	70,48	72,60	74,77	77,02	
WC zu Umsatz	19,9%	19,8%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	
Investitionen in WC	-3,63	-3,21	-3,79	-1,99	-2,05	-2,11	-2,18	-2,24	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	75,98	73,60	75,91	78,18	80,53	82,94	85,43	88,00	
AFA auf OAV	-9,84	-10,24	-9,71	-10,02	-10,32	-10,63	-10,95	-11,28	
AFA zu OAV	12,9%	13,9%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	
Investitionen in OAV	-8,93	-7,86	-12,02	-12,30	-12,67	-13,05	-13,44	-13,84	
Investiertes Kapital	135,42	136,25	142,34	146,61	151,01	155,54	160,21	165,01	
EBITDA	29,69	35,92	41,82	43,07	44,36	45,69	47,06	48,48	
Steuern auf EBITA	-7,60	-9,79	-11,24	-11,57	-11,91	-12,27	-12,64	-13,02	
Investitionen gesamt	-12,56	-11,06	-15,81	-14,29	-14,72	-15,16	-15,61	-16,08	
Investitionen in OAV	-8,93	-7,86	-12,02	-12,30	-12,67	-13,05	-13,44	-13,84	
Investitionen in WC	-3,63	-3,21	-3,79	-1,99	-2,05	-2,11	-2,18	-2,24	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	9,53	15,07	14,77	17,21	17,73	18,26	18,81	19,37	288,00

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	237,93	245,26
Barwert expliziter FCFs	84,54	77,43
Barwert des Continuing Value	153,39	167,83
Nettoschulden (Net debt)	40,09	33,85
Wert des Eigenkapitals	197,83	211,42
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	197,83	211,42
Ausstehende Aktien in Mio.	22,73	22,73
Fairer Wert der Aktie in EUR	8,70	<b>9,30</b>

### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,58
Eigenkapitalkosten	10,7%
Zielgewichtung	85,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	15,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>9,4%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	7,4%	8,4%	9,4%	10,4%	11,4%
12,9%	11,46	9,54	8,16	7,13	6,33
13,9%	12,34	10,24	8,73	7,60	6,73
14,9%	13,21	10,93	<b>9,30</b>	8,08	7,13
15,9%	14,08	11,63	9,87	8,55	7,54
16,9%	14,95	12,33	10,44	9,03	7,94

## ANHANG

### I.

#### **Research unter MiFID II**

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

### II.

#### **§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss**

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

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

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

#### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

#### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

#### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

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

#### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

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

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,11)**

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

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

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Karin Jägg, E-Mail: jaegg@gbc-ag.de

### **§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst**

**Marcel Schaffer, Finanzanalyst**

### **§ 3 Urheberrechte**

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

GBC AG

Halderstraße 27

D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0

Fax.: 0821/24 11 33-30

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

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG®**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

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