

Kurzanalyse

Analyst:

Daniel Großjohann,
+49 69 71 91 838-42
daniel.grossjohann@bankm.de

Bewertungsergebnis

KAUFEN

(vormals: Kaufen)

Fairer Wert

€ 7,30

(vormals: € 6,85)

Find BankM Research on Bloomberg, CapitalIQ, Factset, ResearchPool, Thomson Reuters, vwd and www.BankM.de

Reorganisation zeigt Wirkung, nachhaltige Margenverbesserungen zu erwarten

Mit einem Umsatzanstieg von 9,1% in 2018 hat EASY unsere Erwartung leicht übertroffen, während das EBITDA etwas schwächer ausfiel. Die ergebnisseitige Aussagekraft des vergangenen Jahres ist jedoch ohnehin durch **diverse einmalige Sondereffekte** (die in Summe mit € 2,6 Mio. belasteten) eingeschränkt. Investoren sollten ihr Augenmerk auf den vom Unternehmen unter neuer Führung aufgezeigten Trend bei der Umsatz- und Kostenentwicklung legen. Hier scheinen die eingeleiteten Maßnahmen zu greifen. Bezogen auf EV/Umsatz ist die EASY Software Aktie im Peer-Gruppen-Vergleich weiterhin günstig. Es gilt nun, die **nachhaltige Verbesserung des Margenniveaus** in den kommenden Quartalen zu bestätigen. Gelingt dies, wie von uns erwartet, dürfte der Kapitalmarkt eine Neubewertung der EASY-Aktie vornehmen.

- Starkes Neugeschäft.** Wie berichtet wuchs EASY in Q4 2018 um **rd. 12%**, in Q1 2019 war sogar ein **23%iger Umsatzanstieg** zu verzeichnen (letzterer allerdings gegenüber dem eher schwachen Q1/18). Der Ausblick des Unternehmens, der für 2019 mit einem Umsatzwachstum zwischen 9,4% und 13,7% im Gesamtjahr plant, lässt dennoch Raum für positive Überraschungen – gerade, wenn sich das starke Wachstum im Neugeschäft fortschreiben lässt.
- Wiederkehrende Umsätze/Cloud.** Der hohe Anteil wiederkehrender Umsätze (>50%) verleiht dem Geschäftsmodell Stabilität, während die stark wachsenden Cloud-Umsätze an Bedeutung gewinnen. Der Break-Even bei diesem hochskalierbaren Cloud-Geschäft sollte in 2019 erreicht werden. Über die Haufe/Lexware-Plattform konnten seit dem Start der Partnerschaft 10/2017 bereits 6.500 Abonnenten aus dem Kleinkundenumfeld gewonnen werden. Die zum Jahreswechsel übernommenen Apinauten hatten einen erfolgreichen Start ins Geschäftsjahr 2019 und konnten mehrere größere Aufträge im Volumen von zusammen rd. € 1 Mio. (bestehend aus Implementierung und wiederkehrenden Erlösen) verzeichnen.
- Ausblick 2019:** Für das Geschäftsjahr 2019 plant EASY mit einem Umsatz zwischen € 51 Mio. und € 53 Mio., das EBITDA wird in einer Bandbreite zwischen € 2,8 Mio. und € 3,8 Mio. erwartet. Unsere (nahezu unveränderten) Schätzungen liegen weiterhin innerhalb dieser Bandbreiten.

Ergebniskennzahlen

Jahr	Umsatz (Mio. €)	EBITDA (Mio. €)	EBIT (Mio. €)	EBT (Mio. €)	ber. JÜ (Mio. €)	ber. EPS (€)	DPS (€)	EBITDA-Marge (%)	Netto-Marge (%)
2017	42,7	3,0	0,9	1,6	1,9	0,36	0,00	7,0%	4,5%
2018	46,6	-0,9	-3,6	-2,4	-0,5	-0,10	0,00	-1,9%	-5,0%
2019e	52,5	3,4	0,7	1,8	1,5	0,24	0,00	6,5%	3,0%
2020e	58,3	4,5	1,4	2,5	2,0	0,31	0,00	7,7%	3,4%
2021e	64,1	5,6	2,3	3,4	2,7	0,42	0,00	8,8%	4,2%

Quelle: EASY SOFTWARE AG, BankM Research (e)

Branche	Software
WKN	563400
ISIN	DE0005634000
Bloomberg/Reuters	ESY:GR / ESYG.DE
Rechnungslegung	IFRS
Geschäftsjahr	31.12.
H1 2019	August 2019
Marktsegment	Regulierter Markt
Transparenzlevel	General Standard

Finanzkennzahlen	2019e	2020e	2021e
EV/Umsatz	0,80	0,72	0,65
EV/EBITDA	12,2	9,3	7,4
EV/EBIT	61,1	28,9	18,2
P/E bereinigt	23,7	18,4	13,7
Preis/Buchwert	1,3	1,2	1,1
Preis/FCF	-6,1	97,6	0,0
ROE (in %)	6,3	6,9	8,5
Dividendenrendite (in %)	0,0	0,0	0,0

Anzahl ausst. Aktien (in Mio.)	6,44
Marktkap. / EV (in € Mio.)	36,7 / 41,7
Free float (in %)	33,6
Ø tägl. Handelsvol. (3M, in €)	17.450
12M hoch / tief (in €; XETRA-Schluss)	9,11 / 4,44
Kurs 10.05.2019 (in €; XETRA-Schluss)	5,70

Performance	1M	6M	12M
absolut (in %)	2	10	-27
relativ (in %)	5	-10	-36

Vergleichsindex DAXsubsec. Software



EASY SOFTWARE AG (XETRA) rot/hell im Vergleich mit DAXsubsector IT/Services (blau/dunkel)

Quelle: Deutsche Börse AG

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

MiFID II – Hinweis: Diese Studie wurde auf Grundlage einer vertraglichen Vereinbarung im Auftrag des Emittenten erstellt und von diesem begutet. Die Studie wurde gleichzeitig allen Interessenten öffentlich zugänglich gemacht. Der Erhalt dieser Studie gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG. BankM – Repräsentanz der flatex Bank AG ist Designated Sponsor der Aktie und hält in diesem Zusammenhang regelmäßig Wertpapierpositionen in der Aktie des Emittenten. Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden und die Kurse der Wertpapiere können steigen oder fallen. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Anleger handeln auf eigenes Risiko. Das für die Erstellung dieses Dokuments verantwortliche Unternehmen ist die flatex Bank AG, Frankfurt.

**2018 eingeleitete
Reorganisation zeigt
bereits Wirkung**

Durch den in 2017 erfolgten Personalaufbau, dessen Ziel das Ersetzen von eingekauften Drittleistungen war, stieg der Personalstand 2018 um 18,8%. Dieser Anstieg war deutlich überproportional zum erzielten Umsatzwachstum (+9,1%) und bedingte den 19,4%igen Anstieg im **Personalaufwand**. Die Verlagerung von Fremdvergabe hin zur **eigenen Leistungserstellung** gelang indes erst unter dem neuen Management in Q4 2018. Ferner wurde das **Beratungsgeschäft** in Deutschland umstrukturiert und ist nun ebenfalls wieder profitabel. Die **Reorganisation der Landesgesellschaften** in Deutschland, den USA und Großbritannien wurde in Angriff genommen, global wurden Prozesse vereinheitlicht und ebenso die IT-Systeme (u.a. SAP Business-by-Design). Auch dies sollte sich langfristig positiv in der Kostenstruktur niederschlagen.

**Erhebliche
Kosteneinsparung
durch Nearshoring**

Ein **Nearshoring** in der Türkei ermöglicht bei bestimmten Entwicklungsarbeiten eine Kostenverbesserung von 70%. Besondere länderspezifische Risiken ergeben sich für EASY in unseren Augen dadurch nicht: Die Entwicklungsfortschritte sind für EASY immer abrufbar. Durch die langjährige türkische Auslandsgesellschaft existiert ein gutes Verständnis für die lokalen Gegebenheiten (und ein natürliches Hedging von Wechselkursrisiken).

**Digitalisierung bleibt
ein Wachstumsmarkt**

Die Digitalisierung bleibt ein Wachstumsmarkt. Das für EASY relevante **Marktumfeld** zeigt aktuell jährliche Wachstumsraten oberhalb von 10%. Auch mittel- bis langfristig bietet der Markt noch viel Potenzial: Über 60% der Unternehmen haben nach einer Erhebung von Forbes Insights noch keine oder nur teilweise digitalisierte Geschäftsprozesse und 60% der Unternehmen wünschen sich einen höheren Grad an Digitalisierung/Automatisierung.

**Bestehendes
Übernahmeangebot**

Weiterhin besteht ein (zunächst) bis zum 13.5.2019 laufendes Übernahmeangebot der **Deutsche Balaton AG** an die Aktionäre der EASY Software AG. Sowohl das ursprüngliche Barangebot von € 4,90 pro Aktie, als auch die gesetzliche Erhöhung auf € 5,15 (ausgelöst durch Parallelerwerb am 18.4.2019) liegen **unterhalb des von uns ermittelten Fairen Wertes**. Vorstand, Aufsichtsrat und Arbeitnehmervertretung der EASY empfehlen den Aktionären die **Nichtannahme des Angebotes**, da es finanziell nicht angemessen sei und seitens der Bieterin keine strategischen Vorteile für Gesellschaft und Aktionäre aufgezeigt würden.

**Gewonnener
Rechtsstreit**

Wie aus einem Urteil des Landesgerichts Duisburg vom 29.4.2019 hervorgeht hat die EASY SOFTWARE AG einen Rechtsstreit gegen **ehemalige Organmitglieder** für sich entscheiden können. Gesamtschuldnerisch wurden der frühere Aufsichtsrat Manfred A. Wagner und der frühere Vorstand Gereon Neuhaus zu einem **Schadenersatz von € 1,022 Mio. (nebst Zinsen)** verurteilt. Herr Neuhaus wurde darüber hinaus zu einer **Schadenersatzzahlung von € 0,414 Mio. (nebst Zinsen)** an EASY verurteilt, seine Widerklage wurde abgewiesen. Unter Berücksichtigung der gerichtsblichen Zinssätze könnten der EASY SOFTWARE AG über € 1,5 Mio. zufließen. Da das Urteil noch nicht rechtskräftig ist, haben wir den möglichen Liquiditätszufluss in unserer nachfolgenden Bewertung aus Gründen der Vorsicht nicht berücksichtigt.

EASY SOFTWARE AG

13. Mai 2019

Tabellenanhang - 3/8 -

Bewertung

Unsere Bewertung – basierend auf DCF-Modell und Peer-Gruppen-Analyse liefert einen Fairen Wert pro Aktie von € 7,30. Während in der DCF-Bewertung (€ 7,02/Aktie) die langfristigen Aussichten der Gesellschaft abgebildet sind, wurde für die Peer-Gruppen-Bewertung (€ 7,57/Aktie, unter Berücksichtigung eines Größenabschlags) nur das Basisjahr 2019e herangezogen. Die nachfolgende Tabelle zeigt die Bewertungsmultiples der EASY-Peers sortiert nach EV/Umsatz, als zusätzliche Information haben wir das erwartete jährliche Wachstum (CAGR 2018a-2021e) ergänzt.

Bewertungskennzahlenübersicht Peer-Gruppe

Unternehmen	Mkap in € Mio. (akt.)	KGV (2019e)	EV/Umsatz (2019e)	EV/EBITDA (2019e)	EV/EBIT (2019e)	Umsatz CAGR 2018-2021 (in %)
Allgeier SE	251	10,7	0,44	6,1	8,0	7,6
CENIT AG	121	14,9	0,57	5,9	8,7	3,3
Easy Software AG	37	23,7	0,80	12,2	61,1	11,2
Axway Software SA	264	15,1	0,95	7,9	9,7	1,4
Box Inc	2.640	112,0	3,52	39,0	80,7	16,0
Open Text Corp	9.680	13,6	4,19	10,8	11,7	2,9
Fabasoft AG	203	44,0	4,22	16,9	22,2	13,9
Appian Corp	2.021	-99,9	7,33	-171,1	-94,7	16,2
Atlassian Corporation PLC	27.656	128,9	19,49	72,0	97,3	30,4

Quelle: Bloomberg (Peer-Schätzungen), BankM

Die wichtigen Erkenntnisse für den Investor sind, dass bei EASY ein deutlich stärkeres Wachstum erwartet werden darf, als bei den übrigen Peers mit einem EV/Umsatz-Multiple von unter 1 (Allgeier, CENIT, Axway). (Rein) **Cloud-basierte Geschäftsansätze** (wie bei Box, Appian und Atlassian), bei denen digitale Prozesse im Zentrum stehen, sind dagegen auf Grund der oft zweistelligen Wachstumsraten und dem **hohen Skalierungspotenzial** deutlich teurer. EV/Umsatz-Multiples beginnen hier erst bei rd. 3,5x Umsatz. Die nicht profitable Appian wird mit über 7x Umsatz gehandelt und ist als Low-Code-Plattform vergleichbar mit den Apinauten.

**Kapitalmarkt honoriert
Wachstum und hohe
Skalierbarkeit des
Geschäftsmodells**

Tabellenanhang

GuV (in EURm)	2017	2018	2019e	2020e	2020e
Umsatzerlöse	42,744	46,647	52,478	58,250	64,075
Aktivierete Eigenleistungen	0,895	0,348	0,392	0,735	1,108
Sonstige betriebliche Erträge	0,648	0,255	0,287	0,318	0,350
Materialaufwand	-10,690	-11,100	-11,523	-12,552	-13,565
Rohergebnis	33,597	36,150	41,634	46,751	51,969
Personalaufwand	-21,438	-25,604	-26,682	-29,760	-32,880
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-9,185	-11,452	-11,542	-12,518	-13,470
EBITDA	2,974	-0,906	3,411	4,474	5,619
Abschreibungen/Amortisation	-2,122	-2,665	-2,728	-3,027	-3,329
EBIT	0,852	-3,571	0,683	1,446	2,290
Finanzergebnis	0,773	1,144	1,113	1,090	1,098
A.o. Ertrag/Aufwand vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Vorsteuerergebnis	1,625	-2,427	1,795	2,536	3,388
Steuern	0,234	0,135	-0,215	-0,507	-0,678
Jahresüberschuss vor Anteile Dritter	1,859	-2,292	1,580	2,029	2,710
Anteile Dritter	0,074	-0,030	-0,030	-0,030	-0,030
Jahresüberschuss vor Anteile Dritter	1,933	-2,322	1,550	1,999	2,680
Bereinigungen	0,000	1,800	0,000	0,000	0,000
Bereinigter Jahresüberschuss	1,933	-0,522	1,550	1,999	2,680
Anzahl Aktien	5,40	5,40	6,44	6,44	6,44
EPS	0,36	-0,43	0,24	0,31	0,42
EPS, bereinigt	0,36	-0,10	0,24	0,31	0,42
EPS, verwässert	0,36	-0,43	0,24	0,31	0,42
EPS, verwässert und bereinigt	0,36	-0,10	0,24	0,31	0,42
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Quelle: EASY SOFTWARE AG, BankM Research (e)

Kapitalflussrechnung	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Mittelfluss aus operativer Geschäftstätigkeit	2,008	-0,120	3,308	4,067	5,042
Mittelfluss aus Investitionstätigkeit	-2,401	-1,039	-10,341	-4,666	-2,492
Mittelfluss aus der Finanzierungstätigkeit	0,301	0,888	7,034	0,000	0,000
Veränderung der Zahlungsmittel	-0,092	-0,271	0,000	-0,599	2,549
Flüssige Mittel am Ende der Periode	1,742	1,661	1,661	1,062	3,611

Quelle: EASY SOFTWARE AG, BankM Research (e)

EASY SOFTWARE AG

13. Mai 2019

Tabellenanhang - 5/8 -

Bilanz (in EURm)	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Anlagevermögen	21,024	21,528	29,141	30,780	29,943
Imm. Vermögenswerte	13,550	13,830	21,443	23,082	22,245
Sachanlagen	1,285	1,204	1,204	1,204	1,204
Finanzanlagen	6,189	6,494	6,494	6,494	6,494
Umlaufvermögen	11,265	11,492	12,721	13,339	17,115
Vorräte	0,251	0,033	0,037	0,041	0,045
Forderungen aus LuL	8,173	8,706	9,794	10,872	11,959
Sonstige Forderungen	1,099	1,092	1,229	1,364	1,500
Kasse und Wertpapiere	1,742	1,661	1,661	1,062	3,611
Sonstiges Aktiva	3,382	3,113	3,113	3,113	3,113
Summe Aktiva	35,671	36,133	44,975	47,231	50,172
Eigenkapital	24,443	22,056	28,436	30,465	33,175
Rücklagen	24,412	22,005	28,355	30,354	33,034
Anteile Dritter	0,031	0,051	0,081	0,111	0,141
Rückstellungen	0,301	0,315	0,330	0,346	0,363
Verbindlichkeiten	6,678	8,089	10,536	10,748	10,961
Zinstragende Verbindlichkeiten	5,194	6,380	8,614	8,614	8,614
Verbindlichkeiten aus LuL	1,345	1,591	1,790	1,987	2,185
Sonstige nichtzinstragende Verbindlichkeiten	0,139	0,118	0,133	0,147	0,162
Sonst. Verbindlichkeiten	4,249	5,673	5,673	5,673	5,673
Summe Passiva	35,671	36,133	44,975	47,231	50,172

Quelle: EASY SOFTWARE AG, BankM Research (e)

Kennzahlen	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Bewertungskennzahlen					
EV/Umsatz	0,83	0,91	0,80	0,72	0,65
EV/EBITDA	11,96	n.m.	12,23	9,33	7,43
EV/EBIT	41,76	n.m.	61,13	28,85	18,22
KGV bereinigt	16,62	n.m.	23,69	18,36	13,70
KGV verwässert und bereinigt	15,92	n.m.	23,69	18,36	13,70
PCPS	8,07	100,07	8,55	7,28	6,09
Preis/Buchwert	1,32	1,70	1,29	1,21	1,11
Rentabilitätskennzahlen in %					
Bruttomarge	78,6%	77,5%	79,3%	80,3%	81,1%
EBITDA-Marge	7,0%	-1,9%	6,5%	7,7%	8,8%
EBIT-Marge	2,0%	-7,7%	1,3%	2,5%	3,6%
Vorsteuermarge	3,8%	-5,2%	3,4%	4,4%	5,3%
Nettomarge	4,5%	-5,0%	3,0%	3,4%	4,2%
ROE	7,9%	-9,9%	6,3%	6,9%	8,5%
ROCE	9,3%	-2,4%	9,1%	10,4%	12,5%
Produktivitätskennzahlen					
Umsatz/Mitarbeiter (in tausend €)	144,9	142,7	139,6	151,3	162,6
Nettoerg./Mitarbeiter (in tausend €)	6,6	-7,1	4,1	5,2	6,8
Anzahl Mitarbeiter	295	327	376	385	394
Finanzkennzahlen					
Eigenkapitalquote	68,5%	61,0%	63,2%	64,5%	66,1%
Net debt inkl. Pensionsrückstellungen	3,75	5,03	7,28	7,90	5,36
Gearing inkl. Pensionsrückstellungen	0,46	0,64	0,58	0,55	0,51
Ausschüttungsquote	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cash-Flow-Kennzahlen					
Cash Earnings pro Aktie	0,74	0,07	0,67	0,78	0,78
Operativer Cash Flow pro Aktie	0,37	-0,02	0,51	0,63	0,78
Free-Cash-Flow per Aktie	0,28	-0,31	-0,94	0,06	0,55
Sonstige Kennzahlen					
Working capital/Umsatz	19%	17%	17%	17%	17%
Abschreibungen/Umsatz	5%	6%	5%	5%	5%
Steuerrate	-14%	6%	12%	20%	20%

Quelle: EASY SOFTWARE AG, BankM Research (e)

Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

MiFID II – Hinweis: Diese Studie wurde auf Grundlage einer vertraglichen Vereinbarung im Auftrag des Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Die Studie wurde gleichzeitig allen Interessenten öffentlich zugänglich gemacht. Der Erhalt dieser Studie gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

A. Allgemeine Risikohinweise

Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann bei dieser Anlageform nicht ausgeschlossen werden. Potenzielle Anleger sollten sich darüber bewusst sein, dass die Kurse von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und Einnahmen aus Wertpapierinvestments teils erheblichen Schwankungen unterliegen können. In Bezug auf die zukünftige Wertentwicklung der genannten Wertpapiere und die erzielbare Anlagerendite können daher keine Zusicherungen oder Gewährleistungen gegeben werden.

B. Angaben gemäß § 85 WpHG und EU-Verordnung Nr. 596/2014 (MAR) sowie der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 958/2016 und der Deligierten Verordnung (EU) Nr. 565/2017

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: flatex Bank AG (flatex Bank), Frankfurt.

Verfasser der vorliegenden Basisstudie: Daniel Grossjohann, Analyst

Die flatex Bank unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt am Main.

Emittent des analysierten Finanzinstruments ist EASY SOFTWARE AG

Hinweis über vorausgegangene Veröffentlichungen über den Emittenten mind. in den letzten zwölf Monaten:

Analyst	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
Großjohann, Daniel	09.05.2018	Kaufen	€ 9,45
Großjohann, Daniel	10.09.2018	Kaufen	€ 7,20
Großjohann, Daniel	12.10.2018	Kaufen	€ 6,90
Großjohann, Daniel	19.01.2019	Kaufen	€ 6,70
Großjohann, Daniel	11.04.2019	Kaufen	€ 6,85

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z. B. Reuters, VWD, Bloomberg, dpa-AFX u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit Personen des Managements des Emittenten geführt. Die Analyse wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung zum Zweck eines Tatsachenabgleichs gemäß DVFA-Kodex zugänglich gemacht. Aus diesem Tatsachenabgleich resultierten keine inhaltliche Änderungen

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und – methoden:

Die BankM – Repräsentanz der flatex Bank AG (BankM) verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf das ermittelte Bewertungsergebnis und einen Zeithorizont des ermittelten Fairen Werts von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mindestens +15 % über dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

HALTEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt zwischen -15% und +15 % des Kursniveaus zur Zeit des Datums der Studie.

VERKAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mehr als -15 % unter dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value- und Sum-of-the-Parts-Ansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder eine Kombination verschiedener Methoden. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Bewertungsergebnisse und faire Werte entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

13.05.2019

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

Schlusskurse vom 10.05.2019

5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Die Analyse und die darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen geben nur die an dem auf der ersten Seite der Analyse genannten Datum vertretene Sichtweise wieder. Die BankM behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse oder der darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen unangekündigt vorzunehmen. Die Entscheidung, ob und wann eine Aktualisierung stattfindet, liegt alleine im Ermessen der BankM.

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

1. Der Geschäftserfolg von der BankM basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen des Emittenten im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen. Die BankM hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung dieses Dokuments getroffen.

Die BankM (und verbundene Unternehmen) sowie im Zusammenhang mit der Tätigkeit der BankM gebundene Vermittler der flatex Bank, die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen oder mit Ihnen verbundene Unternehmen

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung (über 5%) an dem Emittenten,
- waren innerhalb der vergangenen 12 Monate nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,
- waren innerhalb der vergangenen 12 Monate weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

2. Die BankM betreut den Emittenten als Designated Sponsor durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt für die Finanzinstrumente, die Gegenstand dieses Dokuments sind und hält bzw. wird Wertpapiere, die Gegenstand dieses Dokuments sind, im Handelsbestand halten.

3. Die BankM hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden bzw. angemessen zu behandeln. Insbesondere wurden institutsinterne Informationsschranken geschaffen, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenskonflikte für die Bank begründen könnten. Insidergeschäfte gemäß § 12 WpHG i.V.m. Art. 14 Verordnung (EU) 596/2014 sind grundsätzlich nicht erlaubt. Sämtliche Mitarbeiter der flatex Bank und BankM mit Zugang zu Insiderinformationen haben grundsätzlich alle Geschäfte in Wertpapieren der internen Compliance-Stelle offenzulegen. Ferner wird eine laufende Überwachung der Einhaltung weiterer gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle der flatex Bank durchgeführt und sich in diesem Zusammenhang eine Beschränkung von Mitarbeitergeschäften in Wertpapieren vorbehalten.

4. Die Vergütung der Analysten dieses Dokuments ist nicht von Investmentbanking-Geschäften des eigenen oder mit diesem verbundener Unternehmen abhängig. Die Analysten haben zu keinem Zeitpunkt Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind erhalten oder erworben. Die auf der Titelseite dieses Dokuments aufgeführten Analysten erklären, dass die dargestellten Meinungen und Aussagen ihre eigene persönliche Einschätzung bezüglich der analysierten Finanzinstrumente des Emittenten widerspiegeln und ihre Vergütung weder direkt noch indirekt von ihren Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten des Emittenten abhängen.

5. Aktuelle Angaben gemäß Deligierte Verordnung (EU) Nr. 958/2016 Art. 6 Abs. 3 sind im Internet unter http://www.bankm.de/webdyn/138_cs_Gesetzliche+Angaben.html erhältlich.

C. Haftungsausschluss (Disclaimer)

Dieses Dokument wurde von der BankM ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der BankM zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch die BankM erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrung mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des "financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)" in der jeweils gültigen Fassung fallen; oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden.

In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und diese zu beachten.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot oder noch eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potenzielle Anleger sollten sich vor Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

Dieses von der BankM erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von der BankM verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung gibt die BankM keine Garantie und Zusicherung für die Vollständigkeit und Richtigkeit des erstellten Dokuments ab und übernimmt auch keine Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist ausgeschlossen, sofern seitens der BankM kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt.

Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von der BankM bzw. der Verfasser und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von der BankM berichtigt werden, ohne dass die BankM für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte, es sei denn, dass die irrtumsbedingten Fehler auf grob fahrlässiges Verhalten der BankM zurückzuführen sind.

Die BankM übernimmt keine Haftung für Vermögensschäden, soweit diese nicht auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruhen. Mit der Annahme dieses Dokuments erklärt sich der Leser bzw. Nutzer dieses Dokuments mit den dargestellten Risikohinweisen, rechtliche Angaben und dem Haftungsausschluss (Disclaimer) einverstanden und an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein sowie die in dieser Analyse enthaltenen Informationen ausschließlich Berechtigten zugänglich zu machen.

Der Nutzer dieses Dokuments ist gegenüber der BankM zu Schadensersatz für sämtliche Schäden, Forderungen, Verluste und Nachteile aufgrund von oder in Verbindung mit der unautorisierten Nutzung dieses Dokuments verpflichtet.

Die Erstellung dieses Dokuments unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für alle Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland).

Sollte eine Bestimmung dieses Disclaimers unwirksam sein oder werden, bleiben die übrigen Bestimmungen dieses Disclaimers hiervon unberührt.

This document is not intended for use by persons resident in any jurisdiction that regulates access to such documents by applicable laws. Investment decisions must not be based on any statement in this report. Persons in possession of this document should inform themselves about possible legal restrictions and observe them accordingly. In case of uncertainty persons should not access and consider this document. This document is not intended for use by persons that are classified as US-persons under the United States Securities Act.

© 2019 BankM - Repräsentanz der flatex Bank AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt.

flatex Bank AG, Rotfeder-Ring 7, 60327 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.