

Basisstudie - Aufnahme der Coverage

Bewertungsergebnis

Fairer Wert

Analysten

Daniel Großjohann
Dr. Roger Becker, CEFA
+49 69 71 91 838-42; -46
daniel.grossjohann@bankm.de; roger.becker@bankm.de

KAUFEN € 24,79

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

Mit „Sicherheit“ solides Wachstum

Frequentis ist ein **weltweit führendes Unternehmen** im Bereich der „**Control Center Solutions**“ mit Einsatzfeldern in den Bereichen **Air Traffic Management, Public Safety** und **Public Transport**. Die sicherheitskritischen Zielmärkte, deren solide Wachstumsraten im mittleren einstelligen Prozentbereich liegen, weisen sehr **hohe Markteintrittsbarrieren** (einschlägige, langfristig bestehende Referenzkunden) auf. Frequentis hat über einen Zeitraum von über 30 Jahren **überdurchschnittliche Wachstumsraten** in den Zielmärkten gezeigt, wobei der Wachstumspfad nur durch zwei Extremereignisse (9/11 sowie die Finanzkrise 2008) temporär unterbrochen wurde, das Unternehmen aber immer profitabel blieb. Das Geschäftsjahr 2018 wurde mit einer Gesamtleistung von € 293,9 Mio. (+7% ggü. Vj.) abgeschlossen, das EBIT stieg überproportional auf € 15,6 Mio. (+9%). Nach erfolgreichem IPO (Nettomittelzufluss € 20,2 Mio.) verfügt das Unternehmen über eine hohe Nettoliquidität, die für M&A genutzt werden kann. Den fairen Wert - ermittelt aus DCF- und Peer-Bewertung - sehen wir (ohne Berücksichtigung anorganischer Wachstumsimpulse) bei € 24,79 pro Aktie.

- **Zielmärkte.** Frequentis operiert in Zielmärkten mit hohen Markteintrittsbarrieren. Mit einem adressierbaren Marktvolumen von **rund € 2,2 Mrd.** bieten sich dem Unternehmen genug Möglichkeiten für weiteres Wachstum. Skalierungsmöglichkeiten (Entwicklungsaufwand, Vertriebsnetz) sowie die fortschreitende Konsolidierung unter den lokalen Wettbewerbern könnten sich mittelfristig positiv in den Margenniveaus niederschlagen. Wir sind in Bezug auf diesen Punkt konservativ geblieben.
- **Innovationskraft.** Frequentis hat seit den 1950er Jahren den technologischen Wandel im Bereich der Flugüberwachung mitgestaltet (u.a. bereits 1993 das erste vollständig digitale Voice Communication System eingeführt). Eine F&E-Quote von 12% im langfristigen Durchschnitt (14% in 2018) unterstreicht den Anspruch der Technologieführerschaft.
- Wir gehen für das **Geschäftsjahr 2019** von einem rd. 8%igen Umsatzanstieg aus, bei leichter Verbesserung der EBIT-Marge. Vor dem Hintergrund der Skalierungsmöglichkeiten dürfte sich die Marge in den kommenden Jahren weiter verbessern.

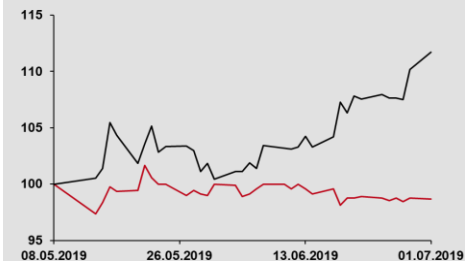
Aus unserer Sicht bietet die Equity Story der Frequentis AG eine ausgewogene Kombination aus innovativer Technologie und solidem Wachstum.

Ergebniskennzahlen

Jahr	Netto-Umsatz	EBITDA	EBIT	EBT	ber. JÜ	ber. EPS (€)	DPS (€)	ber. EBIT-Marge	ber. Netto-Marge
2017a	266,9	20,0	14,3	14,4	9,9	0,82	1,24	5,2%	3,6%
2018a	285,8	21,6	15,6	15,9	11,3	0,94	0,28	5,3%	3,8%
2019e	308,6	23,5	17,2	17,4	13,1	0,99	0,33	5,4%	4,1%
2020e	333,3	26,0	19,2	19,4	14,6	1,10	0,36	5,6%	4,3%
2021e	360,0	28,7	21,3	21,6	16,2	1,23	0,40	5,8%	4,4%
2022e	388,8	31,7	23,7	24,0	18,0	1,36	0,45	6,0%	4,5%

Quelle: BankM Research

Branche	Kommunikation/Software			
WKN	A2PHGS			
ISIN	ATFREQUENT09			
Bloomberg/Reuters	FQT GY / FQT.DE			
Rechnungslegung	IFRS			
Geschäftsjahr	31.12.			
Finanzbericht H1 2019	August 28, 2019			
Marktsegment	Regulierter Markt			
Transparenzlevel	General Standard			
Finanzkennzahlen	2019e	2020e	2021e	2022e
EV/Umsatz	0,6	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	7,6	6,9	6,2	5,6
EV/EBIT	10,4	9,3	8,4	7,5
P/E	18,0	16,1	14,5	13,0
Preis/Buchwert	2,0	1,9	1,7	1,6
Preis/FCF	20,6	18,1	16,2	14,5
ROE (in %)	13,0	12,0	12,3	12,4
ROIC (in %)	11,8	11,1	11,4	11,6
Dividendenrendite (in %)	1,84	2,05	2,28	2,53
Anzahl Aktien (in Mio.)	13,2			
Marktkap. / EV (in € Mio.)	234,4 / 178,2			
Free float (in %)	ca. 23			
Ø tägl. Handelsvol. (3M, in T€)	n.a.			
12M hoch/tief (in €; Schluss)	n.a.			
Kurs 1.7.2019 (in €; Schluss)	17,76			
Performance	1M	6M	12M	
absolut (in %)	-1,3%	n.a.	n.a.	
relativ (in %)	-11,3%	n.a.	n.a.	
Vergleichsindex	Daxsubsector Software			



Frequentis AG (rot/hell) im Vergleich mit DAXsubsector Software Performance (schwarz)

Quelle: Bloomberg

PLEASE CONSIDER IMPORTANT INFORMATION, DISCLOSURES AND THE DISCLAIMER AT THE END OF THIS DOCUMENT!

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. BankM – Repräsentanz der flatex Bank AG war Joint Lead Manager für den IPO, 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.

Inhalt

INVESTMENT CASE	3
SWOT-ANALYSE	4
UNTERNEHMENSPROFIL	5
Vorstand und Eigentümerstruktur	6
Geschäftsmodell	6
Strategie	7
ERTRAGS- UND VERMÖGENSLAGE	9
Gewinn- und Verlustrechnung	9
Kapitalflussrechnung	11
Bilanz	12
BEWERTUNG	13
DCF-Analyse	14
Peer Group-Analyse	15
Bewertungsfazit	16
ANHANG – PROFILE DER VERGLEICHSUNTERNEHMEN	17
FACHBEGRIFFSGLOSSAR	20
RISIKOHINWEISE, RECHTLICHE ANGABEN, HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)	21

Investment Case

Frequentis ist ein Technologiekonzern, dessen **sicherheitskritische Control Center Lösungen** nicht den üblichen konjunkturellen Schwankungen unterliegen. Die Investitionsentscheidungen der Endkunden, wie zivile und militärische Flugsicherung, Blaulichtbehörden (Polizei, Rettungsdienste etc.) Schienen- und Schiffsverkehr, sind vor allem von **Effizienz- und Sicherheitserwägungen geprägt**. Die mitunter mehrjährigen Projektvorlaufzeiten (und die gut gefüllte Pipeline) erlauben eine sehr gute Planbarkeit sowie eine effiziente Risikosteuerung. Die Wettbewerberstruktur ist oligopolistisch geprägt, mit hohen Markteintrittsbarrieren. Frequentis als mit Abstand größter Spezialist nimmt eine Sonderstellung ein, zwischen kleineren (lokalen) Nischenspielern und Großkonzernen aus deren Sicht die Märkte der Frequentis eher Randaktivitäten darstellen.

Die **Stabilität des Marktumfeldes** zeigt sich in der Entwicklung, die das Unternehmen seit den 80er Jahren genommen hat: Unterbrochen nur von 9/11 und der Finanzkrise zeigte das Unternehmen sich unbeirrt auf einem Wachstumspfad.

Frequentis verfügt über eine **globale Vertriebsstruktur** und kann sowohl auf Grund der eigenen Größe als auch der Diversifizierung über die fünf Endmärkte **Entwicklungsaufwendungen** [F&E/Umsatz: langfristiger Durchschnitt 12% (netto)] besser skalieren als der Wettbewerb. Der Markt bietet zudem gute Gelegenheiten für **strategische Zukäufe** kleinerer Wettbewerber. Im Hinblick auf Margenausweitungen im Zuge besserer Skalierungsmöglichkeiten bleiben wir jedoch zunächst vorsichtig, da das Neukundengeschäft Projektcharakter hat. Margenstärker sind Umsätze mit Bestandskunden (z.B. Change Requests).

Im Zuge des IPOs im Mai 2019 sind dem familiengeführten Unternehmen € 20,2 Mio. (netto) zugeflossen. Der Mehrheitseigner Hannes Bardach, der das Unternehmen seit 1983 führte, ist im April 2018 in den Aufsichtsrat gewechselt. Sylvia Bardach ist seit 1989 im Unternehmen und seit 2000 Finanzvorstand der Frequentis. Dieses Amt wird sie auch künftig ausüben. Post-IPO besitzt Familie Bardach rund 67% der Aktienanteile, auch langfristig sollen mindestens 51% der Aktien in den Händen der Familie Bardach verbleiben.

Die Frequentis-Aktie vereint ein Peer-überdurchschnittliches Wachstum (5J.-CAGR₂₀₁₃₋₂₀₁₈: 8,5%) mit einer aktionärsfreundlichen Ausschüttungspolitik (Zielausschüttungsquote: 30%), die uns sehr nachhaltig erscheint angesichts einer Kapitalverzinsung (ROIC) von über 10%.

Unserer Bewertung haben wir eine fundamentale Analyse der Freien Cash Flows sowie eine kapitalmarktorientierte Multiple-Betrachtung zugrunde gelegt. Der so ermittelte Faire Wert liegt bei € 24,79 pro Aktie.

Technologieaktie mit nicht-zyklischen, sicherheitskritischen Endmärkten, ...

... beeindruckendem track-record ...

...und interessanter Unternehmensphase

Auch nach IPO familiengeführt

Fairer Wert: € 24,79

SWOT-Analyse

Stärken

- Starke Marktposition, hohe Markteintrittsbarrieren
- Erstklassige Referenzen im sicherheitskritischen Umfeld
- Planbares Wachstum: Frequentis hat über drei Jahrzehnte hinweg gezeigt, dass nur Extremereignisse (9/11; Finanzkrise 2008) eine kurzzeitige Abkehr vom Wachstumspfad bewirkten und konjunkturelle Einflüsse sich kaum niederschlagen
- Solide Bilanz mit hohem Kassenbestand (EK-Quote 2018: 43,3%)
- Keine bedeutenden Klumpenrisiken durch die breite Projekt-/Kundenbasis. Weder 2018 noch im Vorjahr verantwortete ein Kunde mehr als 10% der externen Umsätze
- Starke Kundenbindung. Wurde eine Control Center-Lösung eingeführt, bestehen für den Kunden wenig Gründe, den Anbieter zu wechseln
- Frequentis gehört zu den Innovationsführern (wie z.B. der Remote Tower unterstreicht)

Schwächen

- Bedingt durch die Endkundenstruktur und den Projektcharakter dürfte die operative EBIT-Marge auch langfristig 10% nicht überschreiten (dies ist auch der Fall bei den meisten Peers)
- Der Spielraum für „financial engineering“ ist eingeschränkt, da Kunden (im Sinne einer langfristigen Geschäftsbeziehung) eine sehr solide Finanzsituation erwarten
- Forschungsförderungen und -prämien prägen die Margensituation zu einem nicht geringen Teil (2% vom Umsatz in 2018)

Chancen

- Sicherheitsbedürfnis als zentraler Wachstumstreiber in den Bereichen Militär, Öffentliche Sicherheit
- Steigender Effizienzdruck als Wachstumstreiber bei ATM (zivil), Maritim und Public Transport
- Die Marktstruktur bietet Potenzial für (preislich attraktive) strategische Übernahmen, wie im Fall der Comsoft
- Die Skalierung der Fixkosten (Vertriebsstruktur, Entwicklungskosten, die in den Standard einfließen) dürfte mit zunehmender Umsatzgröße einhergehen
- Die jüngsten Meldungen um die DFS (Deutsche Flugsicherung) zeigen, dass die Komplexität von softwarezentrierten Lösungen von kleinen Teams/Systemhäusern immer schwerer zu bewältigen ist. Für Frequentis bieten sich hier Möglichkeiten mit den eigenen Lösungen weitere Marktanteile zu erobern.

Risiken

- Haftungsrisiken/Reputationsrisiken könnten sich ergeben, wenn sicherheitskritische Infrastrukturen „gehackt“ werden und die Sicherheitslücke durch Frequentis verschuldet war (wir stufen die Wahrscheinlichkeit hierfür als sehr gering ein)
- Großkonzerne könnten in den Zielmärkten der Frequentis mit niedrigen Margen operieren, um Großprojekte als Generalunternehmer zu gewinnen
- Politische Risiken: Protektionistische Bestrebungen und politische Sanktionen können das operative Geschäft der Frequentis beeinträchtigen

Unternehmensprofil

Die Frequentis AG ist ein **global agierendes Technologieunternehmen** mit dem inhaltlichen Schwerpunkt „**Control Center Solutions**“ für **sicherheitskritische Bereiche** mit den operativen Segmenten ATM (Air Traffic Management) und PST (Public Safety and Transport). Die Segmente zeichnen sich durch **hohe Markteintrittsbarrieren** aus. Bereits 1955 lieferte Frequentis ein erstes Luftfahrtkontrollsystem aus und hat seither die disruptiven technologischen Umbrüche, hin zu **softwarebasierten Lösungen**, in diesem Bereich mitgestaltet. 2018 erzielte die Frequentis AG, mit ihren über 1.760 Mitarbeitern (75%iger Anteil hochqualifizierter Ingenieure/Spezialisten) eine **Gesamtleistung** von € 293,9 Mio.

**Technologie-
unternehmen mit
gesicherter, starker
Marktstellung**

Unternehmenshistorie

Zeit	Ereignis
1947	Gründung der Gesellschaft
1955	Lieferung des ersten Luftfahrtkontrollsystems in Wien/Österreich
1981	Erste vollständig dezentralisiertes Voice Communication System / ATC
1983	Hannes Bardach wird CEO der Frequentis
1993	Erstes vollständig digitalisierte Voice Communication System für ATC
1998	Weltmarktführer bei ATC (mit rd. 30% Weltmarktanteil)
2002	Eintritt in das Eisenbahngeschäft (GB, D), auch zur Umsatzdiversifikation nach 9/11
2003	Ausstattung des FAA Command Center (Herndon/Virginia) als Durchbruch im US-Markt
2005	Größtes europäisches Control and Control Center -Projekt für die "London Metropolitan Police"
2008	Frequentis schließt sich dem EU-Modernisierungsprogramm SESAR an
2009	smartSTRIPS for NATS Electronic Flight Data Display
2010	Größtes maritimes Projekt der Unternehmensgeschichte (Canadian Coast Guard)
2011	EUROCONTROL und DSNA
2015	Die Lösung "3020 LifeX" von Frequentis wird bei der G7 Konferenz in Deutschland genutzt
2016	ATN-Brazil - 1st SDN Air Traffic Management network Übernahme der ATM Assets der insolventen Comsoft GmbH in Deutschland
2017	Remote (Digital) Tower Lösung für die Deutsche Flugsicherung
2018	Norbert Haslacher wird CEO; Johannes Bardach übernimmt Vorsitz des Aufsichtsrats
2019	Vertrag OneSKY Australien; IPO in Frankfurt und Wien

Quelle: Frequentis AG (verkürzte Darstellung)

Langjährig etabliertes, erfolgreiches Vorstandsteam

Vorstand und Eigentümerstruktur

Johannes Bardach, der die Frequentis seit 1983 als CEO führte, wechselte im April 2018 in den Aufsichtsrat. Unter seiner Führung zeigte die Gesellschaft seit 1986 ein weit marktüberdurchschnittliches Wachstum (CAGR 14,6% p.a.). Neuer CEO ist **Norbert Haslacher** (im Unternehmen seit 2015). **Sylvia Bardach** steht der Frequentis AG weiterhin als CFO zur Verfügung. Sie gehört dem Unternehmen seit 1989 an und ist seit 2000 dessen CFO. Komplettiert wird der Vorstand durch **Hermann Mattanovich**, der seit 1988 im Unternehmen ist und in Personalunion die Vorstandsfunktionen des CTO und COO (seit 2009) ausübt. Neben Familie Bardach ist auch Herr Mattanovich direkt am Unternehmen beteiligt.

Nach dem IPO verfügt Familie Bardach über rd. 67% der Aktien, B&D Innovation Investment GmbH hält rund 10% der Anteile. Somit sind ca. 23% dem Free Float zuzurechnen.

Einsatz von eigener Standardsoftware, Weiterentwicklungen im Rahmen von Projekten stärken den Standard

Geschäftsmodell

Frequentis entwickelt und vertreibt Produkte und Lösungen für sicherheitskritische Kontrollzentralen in der Luftfahrt (zivil/militärisch), im Schienen- und Schiffsverkehr, der Landesverteidigung und der öffentlichen Sicherheit. Die **Softwarelösungen** der Frequentis bilden die technische Grundlage aller Projektumsetzungen. Entsprechend den Kundenanforderungen wird die Lösung auf dessen spezifische Anforderungen zugeschnitten. Durch die hohe Komplexität und die oft unterschiedlichen Anforderungen ist der **Anpassungsbedarf** bei der Standardsoftware **typischerweise hoch**. Müssen im Rahmen eines Projektes neue Funktionalitäten entwickelt werden, so wird diese Entwicklungsarbeit einerseits vergütet, andererseits können – sofern nichts anderes mit den Kunden vereinbart wurde – die Entwicklungen auch bei späteren Projekten eingesetzt werden. **Das Lösungsportfolio „lernt“** somit aus den Projekten. Darüber hinaus können Entwicklungskosten über die verschiedenen Endkundensegmente skaliert werden.

Stabiler und planbarer Umsatzmix

Die Umsätze der Frequentis setzen sich aus **Neukundengeschäft** („New Customer Business“), **Bestandskundengeschäft** („Current Customer Business“) und dem Geschäft, das durch die installierte Basis generiert wird („**Installed Base Business**“) zusammen. 40% der Umsätze entfallen auf das Geschäft mit der eigenen installierten Basis, das naturgemäß wenig wettbewerbsintensiv ist und zur Hälfte aus **wiederkehrenden Erlösen** (Wartungs- und Supportaufträge) besteht. Sowohl bei Neukundenprojekten, als auch bei (neuen) Projekten mit Bestandskunden lässt sich das Projekt oft unterteilen in einen (initialen) Basisauftrag und in Umsätze, die im Zuge von Änderungs- und Zusatzaufträgen generiert werden. Letztere gehen i.d.R. **mit höheren Margen** einher.

Hohe Markteintrittsbarrieren, gute Planbarkeit der Umsätze

Die Märkte der Frequentis zeichnen sich durch **hohe Markteintrittsbarrieren** aus. Ohne entsprechende Referenzen ist es nahezu unmöglich, Projekte in sicherheitsrelevanten Bereichen wie bspw. der Flugsicherung zu erhalten. Auftraggeber sind in vielen Geschäftsfeldern oft staatliche Stellen (u.a. Flugsicherung (zivil/militärisch), Polizei, Rettungsdienste, Feuerwehr, aber auch Hafen- und Bahnbetreiber). Die Projektakquirierung kann – auch abhängig von der Projektgröße – mehrere Jahre in Anspruch nehmen. Auch die Abarbeitung der zum Teil sehr umfangreichen Projekte kann in Einzelfällen auf fünf Jahre und länger ausgelegt sein. Die Umsätze in den Projekten sind für Frequentis gut planbar. Abschlagszahlungen und Meilensteinzahlungen verhindern, dass die Gesellschaft zu stark in Vorleistung gehen muss und somit das Umlaufvermögen zu stark belastet wird.

Konjunkturellen Schwankungen scheint das Geschäftsmodell nicht zu unterliegen, in den vergangenen 30 Jahren verließ das Unternehmen nur zweimal den Wachstumspfad. 2001 wurden in Folge von 9/11 Projekte im Bereich der Flugsicherung branchenweit temporär gestoppt – Frequentis stellte sich in Folge breiter auf. Bei der Finanzkrise 2008/09 wiederholte sich die kurzzeitige Unterbrechung des Wachstums – auch hier handelte es sich eher nicht um eine normale konjunkturelle Schwankung. **Historisch hat das Geschäftsmodell gezeigt, dass im Mittel 8%ige Wachstumsraten darstellbar sind – weitestgehend unabhängig von äußeren Faktoren.**

Auch wenn die einzelnen Marktsegmente aus der Sicht großer Konzerne, die mitunter auch Teilbereiche der von Frequentis adressierten Märkte abdecken, wie Nischen/Randaktivitäten wirken: Das durch Frequentis in den beiden Segmenten ATM und PST adressierbare Marktpotenzial wird auf rund € 2,2 Mrd. geschätzt. Die Positionierung der Frequentis ist in Bezug auf Größe und Fokussierung einzigartig. Der Wettbewerb besteht nämlich zum einen aus (kleineren) lokalen Wettbewerbern und Spezialisten mit jährlichen Umsätzen unter € 100 Mio., zum anderen sind Großkonzerne (wie Harris, Saab, Airbus) aktiv, für die das durch Frequentis abgedeckte Marktsegment eher eine Randaktivität darstellt.

Strategie

Strategische Positionierung

In der strategischen Positionierung hat Frequentis eine Sonderstellung geschaffen. Die Gesellschaft ist thematisch deutlich breiter aufgestellt als kleinere Wettbewerber die nur ein Thema (etwa Flugsicherung) bedienen und darüber hinaus global aktiv, während die kleinen Wettbewerber nur auf einigen der regionalen Märkte anzutreffen sind. Bezogen auf Projektrisiken (Diversifizierung) und die Skalierbarkeit von Fixkosten und Entwicklungsaufwand besitzt Frequentis gegenüber diesen Wettbewerbern strategische Vorteile. Im Vergleich mit Großkonzernen die ebenfalls (global) in einigen der von Frequentis adressierten Teilmärkten auftreten - die aus deren Sicht Randaktivitäten sind - kann sich Frequentis als fokussierter Spezialist abgrenzen.

Frequentis bewegt sich in Märkten mit **hohen Eintrittsbarrieren**, die sich u.a. aus dem sicherheitskritischen Charakter ergeben. Der Markteintritt neuer Akteure ist dadurch unwahrscheinlich, während kleinere regionale Wettbewerber aus dem Markt ausscheiden, weil die kritische Größe (Skalierung des Fixkostenblocks) nicht erreicht wird. Auch Zusammenschlüsse und Unternehmensaufkäufe dürften die Anzahl der Wettbewerber in den Zielmärkten mittelfristig weiter reduzieren.

Trotz großer Einzelprojektvolumina gelingt es Frequentis, Klumpenrisiken zu vermeiden. 2017 entfielen rd. 20% der Betriebsleistung auf die fünf größten Kunden. Generell ist die Gesellschaft bestrebt, stets einen **ausgewogenen Mix aus großen, mittleren und kleinen Aufträgen** zu haben, pro Jahr werden rund 400 abgrenzbare Projekte bearbeitet. Eine stets gut gefüllte Pipeline potenzieller/alternativer Projekte reduziert darüber hinaus die Risiken durch Projektverschiebungen oder (die historisch sehr seltenen) Projektstornierungen. So kann die Auslastung des Mitarbeiterpools auf einem hohen Niveau gehalten werden. **Kleineren Wettbewerbern** sind derartige Maßnahmen nicht möglich, das Risiko durch Einzelprojekte ist daher naturgemäß größer – ein Treiber für die weitere Konsolidierung im Markt.

Frequentis ist in wachsenden und durch Markteintrittsbarrieren geschützten Endmärkten aktiv. **Marktüberdurchschnittliches Wachstum** wird das

Geringe konjunkturelle Abhängigkeiten, breitere operative Aufstellung

Genug Platz in der „Nische“ und einzigartige Positionierung

Fokussierter als die Großkonzerne, deutlich größer und breiter aufgestellt als die Nischenspezialisten

Fokussierung auf Märkte mit hohen Eintrittsbarrieren

Vermeidung von Klumpenrisiken, Flexibilitäten durch gut gefüllte Pipeline

Wachstum durch Ausbau des Lösungsportfolios und Marktanteilsgewinne

Unternehmen durch **den Ausbau des Lösungsportfolios und durch Marktanteilsgewinne** erzielen. Die Übernahme (kleinerer) lokaler Wettbewerber ist eine anorganische Wachstumsmöglichkeit – insbesondere, wenn strategische Aspekte (Stärkung der regionalen Präsenz; Ausbau des Lösungsportfolios) zum Tragen kommen.

Bessere Skalierbarkeit von F&E-Kosten...

F&E-Strategie

Als Technologiekonzern weist Frequentis eine F&E-Quote von 12% im langfristigen Durchschnitt auf (die F&E-Kosten werden nicht aktiviert). Ein wesentlicher strategischer Vorteil gegenüber Nischenspielern die nur einen Teilmarkt besetzen ist, dass Frequentis seine Entwicklungskosten besser skalieren kann. Alle Anwendungsbereiche/Einsatzfelder, wie die zivile Luftfahrt, Militär, Öffentliche Sicherheit, Öffentlicher Transport und maritime Anwendungen (Häfen), erfordern sicherheitskritische Lösungen. Bei technologischen Neuerungen gilt es, diese auf ihre Tauglichkeit für den sicherheitskritischen Bereich zu prüfen - der Remote Tower ist hier ein Beispiel, wie eine Technologie in ein sicherheitskritisches Umfeld überführt werden kann. Sprachkommunikationslösungen und Lösungen für das Informationsmanagement finden in allen diesen Feldern Anwendung. Anders als Spezialisten, die nur eines der fünf Felder besetzen, kann Frequentis die eigenentwickelten Lösungen einem breiten Kundenumfeld bereitstellen und so höhere absolute Entwicklungskosten als der Wettbewerb wirtschaftlich rechtfertigen.

...und Forschungsförderung in Österreich und EU

Österreich unterstützt forschende Unternehmen, indem ein Teil der Entwicklungskosten erstattet wird. Wie hoch dieser Anteil ist, hängt vom Einzelfall ab. Die Teilnahme an Entwicklungsförderungsprogrammen - unabhängig von der Höhe der Förderquote - ist aus Sicht der Frequentis nur dann sinnvoll, wenn entsprechende Entwicklungen ohnehin geplant waren. Forschungsprojekte wie SESAR (Single European Sky Air Traffic Management Research) fallen in den Kernkompetenzbereich der Frequentis.

Konsolidierung der Märkte ...

M&A-Strategie

Nischenanbieter, die nur in einem Endmarkt aktiv sind, haben auf Grund ihrer Unternehmensgröße oft nicht den Zugang zu sehr großen Projekten. Auch ist es für diese Unternehmen schwerer, mit der technischen Entwicklung Schritt zu halten, da erforderliche Entwicklungskosten im Rahmen von Projekten nur unzureichend über andere Projekte skaliert werden können. Auch aus diesem Grund dürfte sich die **Konsolidierung unter den Anbietern** fortsetzen.

... als eine strategische Wachstums-Option für Frequentis

Frequentis könnte dieses **Wettbewerbsumfeld nutzen** um (opportunistisch) als Käufer aufzutreten, wenn eine Übernahme strategisch sinnvoll ist. Da aus Perspektive der Großkonzerne die Frequentis-Zielflächen eher Randaktivitäten darstellen, wären diese nur als Käufer größerer Wettbewerber denkbar – insbesondere, wenn diesem Kauf ein strategischer Wert beigemessen werden kann. Bei diesen Zielunternehmen kann Frequentis auf Grund schneller Entscheidungsfindung dennoch zum Zuge kommen (wie im Fall der Comsoft, bei der auch Großkonzerne zum Kreis der Interessenten zählten). Bei kleineren Wettbewerbern (Jahresumsatz < € 10 Mio.) wäre **Frequentis dagegen ein potenzieller Käufer mit strategischem Interesse** und der nötigen Finanzkraft, um die Käuferrolle einzunehmen. Daher ist es nicht unwahrscheinlich, dass kleinere Übernahmen zu attraktiven Preisen möglich sein werden. Wir sehen bei Frequentis zwei zentrale M&A-Motive: Die regionale Expansion/Verstärkung durch die Übernahme lokaler Wettbewerber und die Erweiterung des Produktportfolios.

Ertrags- und Vermögenslage

Gewinn- und Verlustrechnung

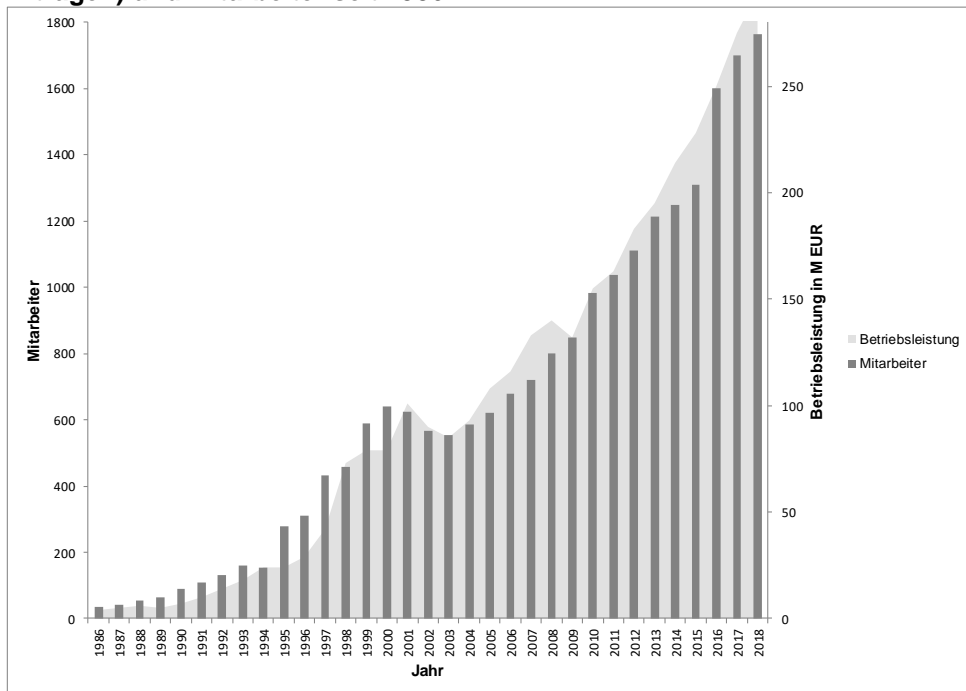
In der gesamten Unternehmenshistorie konnte der Umsatz kontinuierlich gesteigert werden. Zwei Jahre bilden hier die Ausnahme aufgrund exogener „Schocks“ mit weltwirtschaftlicher Tragweite: die Anschläge vom 11. September 2001 sowie die Finanzkrise 2008. Die Umsätze generieren sich aus den zwei Segmenten mit ihren insgesamt fünf Geschäftsbereichen.

Es ist zu beachten, dass die Vertriebszyklen - insbesondere bei Großprojekten mehrere Jahre betragen. Zur Risikominimierung verfolgt das Unternehmen eine Pipeline-Strategie, die mehrere Projekte beinhaltet und genügend Fallback-Projekte enthält, für den Fall, dass ein Projekt ausfällt.

In den Jahren 2013 - 2018 wuchs die jährliche Betriebsleistung mit 8,5% (CAGR). Das Geschäftsmodell der Frequentis verhält sich insgesamt und aufgrund seiner Diversifikation recht stabil gegenüber marktüblichen Konjunkturschwankungen; für die kommenden Jahre rechnen wir mit stabil hohen einstelligen Wachstumsraten.

Umsatzerlöse – Rückblick und Ausblick

Entwicklung der Betriebsleistung (Summe aus Umsatz und sonstigen betr. Erträgen) und Mitarbeiter seit 1986



Quelle: Frequentis AG

Die sonstigen betrieblichen Erträge (€ 7,4 Mio.) bestanden im GJ 2018 zu einem wesentlichen Teil aus Forschungsprämien (in Summe € 1,7 Mio.) und Forschungsförderung (€ 3,8 Mio.). Über die reine Mittelzuwendung hinaus sind die ausgeschriebenen Forschungsprogramme auch dahingehend von großer Bedeutung, da sie die Möglichkeit bieten, aktiv künftige Standards mitzugestalten.

Sonstige betriebliche Erträge / F&E

Gewinn- und Verlustrechnung

Geschäftsjahr 31.12 (IFRS) in T€	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e	2022e	5y - CAGR (%) 2016 -2021
Umsatzerlöse (netto)	266.927	285.764	308.625	333.315	359.980	388.778	7,8
<i>Wachstumsrate in %</i>	10,7	7,1	8,0	8,0	8,0	8,0	
Bestandsveränderungen	0	679	0	0	0	0	
Aktiviere Eigenleistungen	65	21	0	0	0	0	
Sonst. betr. Erträge	7.553	7.421	7.569	7.721	7.875	8.033	
Gesamtleistung	274.545	293.884	316.194	341.036	367.855	396.811	7,6
Materialaufwand	75.510	76.814	82.645	89.138	96.148	103.716	
<i>% von der Gesamtleistung</i>	27,5	26,1	26,1	26,1	26,1	26,1	
Rohergebnis	199.035	217.070	233.549	251.898	271.707	293.095	8,0
Personalaufwand	134.509	142.946	153.521	164.922	177.217	190.475	
<i>% von der Gesamtleistung</i>	49,0	48,6	48,6	48,4	48,2	48,0	
Sonstige betr. Aufwand.	44.503	52.534	56.522	60.962	65.756	70.932	
<i>% von der Gesamtleistung</i>	16,2	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9	
EBITDA	20.023	21.591	23.507	26.013	28.734	31.687	9,6
Abschreibungen	5.702	5.988	6.349	6.856	7.405	7.997	
<i>% von der Gesamtleistung</i>	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	
EBIT	14.321	15.603	17.158	19.157	21.329	23.690	10,6
Zinsen und ähnl. Erträge	465	503	500	500	500	500	
Zinsen und ähnl. Aufwendungen	578	437	500	500	500	500	
Beteiligungserg. assoziierte Unternehmen	177	244	248	253	258	264	
EBT	14.385	15.912	17.407	19.410	21.587	23.954	10,7
Ertragssteuern (Aufwand +/Ertrag -)	3.689	4.081	4.352	4.852	5.397	5.988	
<i>davon lfd. Ertragssteuer</i>	2.885	2.259	4.352	4.852	5.397	5.988	
<i>davon latente Steuer</i>	803	1.822	0	0	0	0	
Konzernergebnis	10.696	11.831	13.055	14.557	16.191	17.965	10,9
Minderheiten	844	566	0	0	0	0	
Bereinigtes Konzernergebnis	9.852	11.265	13.055	14.557	16.191	17.965	12,8
Anzahl Aktien	12.000	12.000	13.200	13.200	13.200	13.200	
Ergebnis / Aktie (EPS)	0,89	0,99	0,99	1,10	1,23	1,36	
Bereinigtes Ergebnis / Aktie (ber. EPS)	0,82	0,94	0,99	1,10	1,23	1,36	

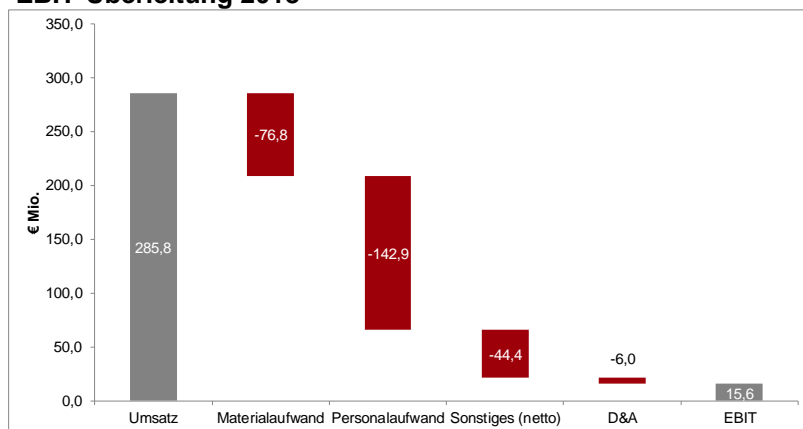
Quelle: Frequentis AG (a), BankM Research (e)

GuV-Margen

Margen in % vom Umsatz	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e	2022e
Rohertragsmarge	72,5	73,9	73,9	73,9	73,9	73,9
EBITDA-Marge	7,3	7,3	7,4	7,6	7,8	8,0
EBIT-Marge	5,2	5,3	5,4	5,6	5,8	6,0
EBT-Marge	5,2	5,4	5,5	5,7	5,9	6,0
Nettogewinnmarge (bereinigt)	3,6	3,8	4,1	4,3	4,4	4,5

Quelle: Frequentis AG (a), BankM Research (e)

EBIT-Überleitung 2018



Quelle: Frequentis AG, BankM Research

Kapitalflussrechnung

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 reduzierte sich der operative Cash-Flow deutlich. Grund hierfür ist die Veränderung des Nettoumlaufvermögens (Aufbau von Termingeldern), sowie die Änderung des Bilanzierungsstandards IFRS 15 (Erlöse aus Verträgen mit Kunden/Umsatzrealisierung).

Das Unternehmen verfolgt eine nachhaltige, ertragsorientierte Dividendenpolitik und wird die Aktionäre auch zukünftig am Unternehmenserfolg beteiligen. In unserer Prognose gehen wir von einer Ausschüttungsquote von 30% auf Basis des Konzernergebnisses aus.

Nachhaltige Dividendenpolitik

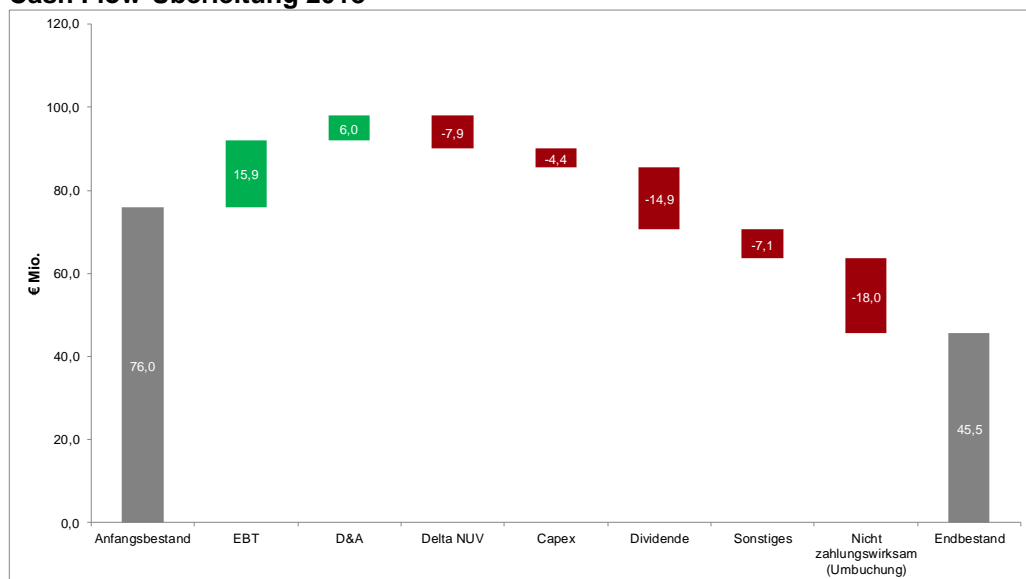
Durch den Börsengang im Mai 2019 flossen dem Unternehmen liquide Mittel i.H.v. € 20,2 Mio. zu (netto).

Kapitalflussrechnung

Geschäftsjahr 31.12 (IFRS) in T€	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e	2022e
Vorsteuerergebnis	14.385	15.912	17.407	19.410	21.587	23.954
+ Abschreibung & Wertminderungen	5.789	5.994	6.349	6.856	7.405	7.997
+ Veränd. der Rückstellungen	624	-5.553	0	0	0	0
= Cash Earnings	20.798	16.353	23.755	26.266	28.992	31.951
- Veränderungen Nettoumlaufvermögen	-1.684	7.941	4.245	4.584	4.951	5.347
+ Finanzergebnis	0	0	-248	-253	-258	-264
- Steuern	4.896	3.938	4.414	4.727	5.261	5.841
+ Sonstiges	-894	85	0	0	0	0
= Operativer Cash Flow	16.692	4.559	14.849	16.702	18.522	20.500
- Investitionen in Anlagevermögen	4.417	4.439	3.447	3.723	4.020	4.342
= Freier Cash Flow	12.275	120	11.402	12.979	14.502	16.158
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals	0	0	20.200	0	0	0
+ Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-1.931	697	0	0	0	0
- Dividende	2.421	14.930	3.379	3.916	4.367	4.857
+ Sonstiges	700	11	248	253	258	264
Zufluss Barmittel (+)/Abfluss Barmittel (-)	8.624	-14.103	28.471	9.316	10.393	11.564

Quelle: Frequentis AG (a), BankM Research (e)

Cash Flow-Überleitung 2018



Quelle: Frequentis AG, BankM Research

Bilanz

Hohe Liquidität

Die Bilanz ist geprägt von einer hohen Liquidität, die der Frequentis ausreichend Spielraum für die Rolle eines aktiven Konsolidierers ermöglicht. Durch den Nettozufluss im Zuge des IPO i.H.v. € 20,2 Mio. wurde die Liquidität zusätzlich gestärkt.

Der Forderungsbestand aus Lieferungen und Leistung reflektiert die Tatsache, dass die Gesellschaft typischerweise ein starkes Jahresendgeschäft aufweist und entsprechende Zahlungen im Folgejahr erfolgen. Nach unserem Modell pendelt sich die Debitorenlaufzeit auf 54 Tage ein.

Bilanz

Geschäftsjahr 31.12 (IFRS) in T€	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e	2022e
Aktiva						
Anlagevermögen	22.351	28.787	25.885	22.751	19.366	15.711
Sachanlagen	8.699	9.131	7.680	6.113	4.421	2.594
Anteile an assoziierten Unternehmen	591	665	665	665	665	665
Immaterielle Vermögenswerte	8.047	6.499	5.048	3.481	1.789	-39
Firmenwert	2.228	2.228	2.228	2.228	2.228	2.228
Wertpapiere	884	575	575	575	575	575
Sonstige Vermögenswerte	163	8.191	8.191	8.191	8.191	8.191
Latente Steuern	1.739	1.497	1.497	1.497	1.497	1.497
Umlaufvermögen	172.253	169.174	206.736	225.870	246.866	269.882
Vorräte	10.213	13.114	14.163	15.296	16.520	17.842
Forderungen und sonst. Vermögenswerte	84.307	100.520	108.562	117.247	126.626	136.757
Wertpapiere	1.700	0	0	0	0	0
Barmittel	76.034	45.543	74.014	83.330	93.723	105.287
Sonstiges Umlaufvermögen	0	9.997	9.997	9.997	9.997	9.997
Bilanzsumme	194.605	197.961	232.621	248.621	266.233	285.594
Passiva						
Eigenkapital	90.095	85.634	115.509	126.150	137.973	151.081
Gezeichnetes Kapital	12.000	12.000	13.200	13.200	13.200	13.200
Kapitalrücklagen (inkl. Optionen)	1.774	1.774	20.774	20.774	20.774	20.774
Gewinnrücklagen u. andere Rücklagen	75.067	70.519	80.195	90.835	102.659	115.767
Minderheiten	1.254	1.341	1.341	1.341	1.341	1.341
Langfristige Verbindlichkeiten	28.762	29.968	29.968	29.968	29.968	29.968
Rückstellungen	14.834	14.191	14.191	14.191	14.191	14.191
<i>dav. Pensionsrückstellungen</i>	<i>648</i>	<i>648</i>	<i>648</i>	<i>648</i>	<i>648</i>	<i>648</i>
Langfristige Darlehen	7.500	6.500	6.500	6.500	6.500	6.500
Latente Steuern	2.860	3.964	3.964	3.964	3.964	3.964
andere langfristige Verbindl.	3.568	5.313	5.313	5.313	5.313	5.313
Kurzfristige Verbindlichkeiten	75.748	82.359	87.144	92.503	98.291	104.544
Vblk. aus L&L + Vorrauszahl.	48.841	60.577	65.423	70.657	76.310	82.415
Bankverbindlichkeiten	204	1.651	1.651	1.651	1.651	1.651
Rückstellungen	14.191	9.933	9.933	9.933	9.933	9.933
Steuerschulden	550	1.150	1.088	1.213	1.349	1.497
andere kurzfristige Verbindl.	11.962	9.048	9.048	9.048	9.048	9.048
Bilanzsumme	194.605	197.961	232.621	248.621	266.233	285.594

Quelle: Frequentis AG (a), BankM Research (e)

Bilanzrelationen

in % der Bilanzsumme	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e	2022e
Anlagevermögen	11,49	14,54	11,13	9,15	7,27	5,50
Umlaufvermögen	88,51	85,46	88,87	90,85	92,73	94,50
Vorräte	5,25	6,62	6,09	6,15	6,21	6,25
Forderungen	43,32	50,78	46,67	47,16	47,56	47,89
Liquide Mittel	39,07	23,01	31,82	33,52	35,20	36,87
Eigenkapital	46,30	43,26	49,66	50,74	51,82	52,90
Langfristige Verbindlichkeiten	14,78	15,14	12,88	12,05	11,26	10,49
kurzfristige Verbindlichkeiten	38,92	41,60	37,46	37,21	36,92	36,61
ges. Verbindlichkeiten	53,70	56,74	50,34	49,26	48,18	47,10

Quelle: Frequentis AG (a), BankM Research (e)

Bewertung

Zur Analyse der Freien Cash Flows wenden wir ein 3-Phasen Modell an:

Phase I	2019 – 2022 (kurzfristiger Planungshorizont)
Phase II	2023 – 2026 (mittelfristige Prognose)
Phase III	Terminal Value

Zur Schätzung der zukünftigen Cash-Flows bedienen wir uns folgender Quellen:

- Diskussionen mit dem Vorstand und dem Management
- Geschäftsbericht 2017 und 2018; Wertpapierprospekt
- Besuch des Unternehmens vor Ort

Diskussion zur Ermittlung der gewichteten Kapitalkosten:

Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten orientieren wir uns an der 20-jährigen Rendite für deutsche Bundesanleihen. Die erwartete Marktrendite repräsentieren wir näherungsweise über empirische Werte von europäischen und internationalen, breit gestreuten Indizes. Zur Annäherung an ein Beta haben wir die wöchentlichen Renditen sowohl der Vergleichsunternehmen unserer Peer-Group als auch des Daxsubsektors „Software“ gegen den MSCI World über den zurückliegenden 2-Jahreszeitraum regressiert. Die so erhaltenen levered Betas haben wir mit der jeweiligen Kapitalstruktur de-levered und die Mediane verwendet. Die unlevered Betas wurden mit der von uns ermittelten optimalen Kapitalstruktur der Frequentis AG re-levered. Zur iterativen Ermittlung dieser Kapitalstruktur haben wir eine Sensitivitätsanalyse der Unternehmenswerte für verschiedene Fremdkapitalquoten durchgeführt und diejenige Quote als optimal erachtet, die den Unternehmenswert maximiert. Die Tatsache, dass sowohl Fremdkapital-, als auch Eigenkapitalkosten mit dem Verschuldungsgrad steigen haben wir mit Hilfe einer empirischen Analyse modelliert. Für die angestrebte Kapitalstruktur setzen wir Fremdkapitalkosten von 3,0% an, was wir angesichts der soliden Bilanz für angebracht halten.

Ermittlung der gewichteten Kapitalkosten

Prognoseannahmen:

Angesichts des historischen Wachstums (5J.-CAGR: 8,5%) sehen wir ein Wachstum der Umsätze von 8% p.a. als realistisch an. Bis zum Ende der Phase 2 senken wir das Wachstum bis auf 5% ab, im Terminal Value beträgt das Wachstum 1%.

Die operative Marge lassen wir in Phase 1, ausgehend vom Mittelwert der letzten drei Jahre von 5,2%, jedes Jahr um 0,2%-Punkte ansteigen und berücksichtigen damit Skalierungsmöglichkeiten in der Kostenstruktur. In der Phase 2 behalten wir den letzten Margenwert aus Phase 1 bei und senken ihn im Terminal Value aus Vorsichtsgründen auf 5% ab.

Prognosen

DCF-Analyse

DCF-Modell

in T€	2018a	Phase I				Phase II				Terminal Value
		2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
	Basis	1	2	3	4	5	6	7	8	
Wachstum		8%	8%	8%	8%	8%	6%	5%	5%	1%
Gesamtleistung	293.884	316.194	341.036	367.855	396.811	428.074	453.431	475.851	499.388	504.382
EBIT	15.603	17.158	19.157	21.329	23.690	25.556	27.070	28.409	29.814	25.219
- adaptierte Steuern auf EBIT	3.938	4.290	4.789	5.332	5.922	6.389	6.768	7.102	7.453	6.305
+ Abschreibungen	5.994	6.349	6.856	7.405	7.997	8.637	9.155	9.613	10.094	5.633
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	-5.553	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Veränd. Nettoumlaufvermögen	-1.684	4.245	4.584	4.951	5.347	4.626	3.747	3.310	3.475	730
+ andere Positionen	-974	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Investitionen in Anlagevermögen	4.439	3.447	3.723	4.020	4.342	4.689	4.971	5.219	5.480	5.633
= Freier Cash Flow	8.376	11.526	12.917	14.430	16.076	18.489	20.740	22.391	23.499	18.185
Terminal Value										274.532
Diskontierungsfaktor	n.a.	0,93	0,87	0,81	0,76	0,71	0,66	0,62	0,58	0,58
Nettobarwert der Freien Cash Flows	n.a.	10.761	11.260	11.745	12.216	13.117	13.738	13.847	13.568	
Nettobarwert des Terminal Values										158.517
Bewertung		Proportion of EV								
Ergebnis Phase I u. II	100.252	39%								
+ Ergebnis aus dem Terminal Value	158.517	61%								
= Unternehmenswert	258.769									
- Nettoverschuldung (31.12.2018, inkl. KE)	-74.939									
- Minderheiten (31.12.2018)	1.341									
= Wert des Eigenkapitals	332.367									
Anzahl ausstehende Aktien (in Tsd.)	13.200									
Fairer Wert pro Aktie	25,18									

Quelle: BankM Research

Modellannahmen

	Source
Risikofreier Zins*	0,04% <i>Bloomberg</i>
Erw. Marktrendite - MSCI World 10 J.	8,00% <i>Bloomberg/ KPMG</i>
Marktrisikoprämie	7,97%
Levered Beta	0,93 <i>Bloomberg/ BankM</i>
<i>Beta im Terminal Value = 1</i>	
Eigenkapitalkosten	7,45%
<i>Zielgewichtung (opt. Kapitalstruktur)</i>	93%
Fremdkapitalkosten	3,00%
<i>Zielgewichtung (opt. Kapitalstruktur)</i>	7%
Tax Shield	25%
WACC Phase I und II	7,11%
WACC TV	7,62%
Wachstumsrate im Terminal Value	1,00%

Quelle: BankM Research

Sensitivitätsanalyse

		WACC in Terminal Value						
		5,0%	6,0%	7,0%	7,6%	8,0%	9,0%	10,0%
Growth rate Terminal Value	0,0%	28,92	26,29	24,42	23,50	23,01	21,92	21,04
	0,5%	30,76	27,56	25,35	24,28	23,72	22,48	21,50
	1,0%	33,06	29,08	26,43	25,18	24,53	23,11	22,01
	1,5%	36,01	30,94	27,71	26,23	25,47	23,83	22,58
	2,0%	39,96	33,26	29,24	27,46	26,56	24,65	23,22

		EBIT margin in Terminal Value						
		3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%
Growth rate Terminal Value	0,0%	20,27	21,35	22,42	23,50	24,57	25,65	26,72
	0,5%	20,81	21,97	23,12	24,28	25,43	26,59	27,75
	1,0%	21,43	22,68	23,93	25,18	26,43	27,68	28,93
	1,5%	22,15	23,51	24,87	26,23	27,58	28,94	30,30
	2,0%	23,00	24,49	25,97	27,46	28,95	30,43	31,92

Quelle: BankM Research

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

Peer Group-Analyse

Als Vergleichsunternehmen ziehen wir solche heran, die uns hinsichtlich Umsatzgröße und Geschäftsmodell geeignet erscheinen. In nachfolgender „Ähnlichkeitstabelle“ fassen wir diesen Vergleich zusammen (im Anhang haben wir für jedes der Vergleichsunternehmen ein kurzes Profil erstellt):

Vergleich geschäftsmodelltypischer Parameter Frequentis / Peer Gruppenunternehmen

	Saab AB	Ceotronics AG	Kudelski SA	PSI AG	Kapsch TrafficCom AG	Secunet Security Networks AG	GFT Technologies SE	IVU Traffic Technologies	Init Innovation in Traffic Systems SE	Adacel Techn. Ltd.	Amper SA	S&T AG	SRT Marine Systems plc	Zenitel NV	CS Communication & Systemes	Rosenbauer Intern.
Geschäftsmodell basierend u.a. auf Projektgeschäft	(✓)	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	(✓)	✓	✓	✓	✓
"Großkundengeschäft"	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	(✓)	✓	(✓)	✓	(✓)
Gibt es Sektorschwerpunkte?	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	-	✓	✓	✓	✓
In den Ziel-/Kundenmärkten der Frequentis aktiv	✓	✓	(✓)	-	(✓)	(✓)	-	(✓)	(✓)	✓	✓	-	(✓)	(✓)	(✓)	(✓)
Umsatzkategorie € 100 Mio. - 1 Mrd.	-	-	(✓)	✓	✓	✓	✓	-	✓	-	✓	✓	-	-	✓	✓

Quelle: BankM Research

Peer Group-Analyse

Peer Group	Mkt Cap*	EV*	EV/Umsatz		EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E	
	Vortag	Vortag	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e
in € mln										
Saab AB	3,919	4,140	1.2	1.1	10.4	9.0	14.2	12.0	19.6	16.0
Ceotronics AG	13	20	-	-	-	-	-	-	-	-
Kudelski SA	327	691	0.8	0.8	11.3	8.3	29.9	15.2	29.0	9.8
PSI AG für Produkte und System	279	258	1.2	1.1	10.7	9.6	14.7	12.7	22.4	16.4
Kapsch TrafficCom AG	424	468	0.6	0.6	7.2	6.6	9.3	8.3	8.9	11.1
Secunet Security Networks AG	735	678	3.6	3.3	20.3	18.1	22.3	19.8	35.5	24.4
GFT Technologies SE	185	299	0.7	0.7	7.3	6.5	13.3	10.6	12.5	9.1
Traffic Systems SE	153	176	1.2	1.2	13.8	12.1	22.3	17.3	36.5	25.5
IVU Traffic Technologies AG	157	139	1.6	1.5	13.9	12.6	17.4	15.5	22.4	12.8
Adacel Technologies Ltd	19	17	0.5	0.5	4.0	3.1	4.4	3.4	6.2	7.8
Amper SA	277	285	-	-	-	-	-	-	-	-
S&T AG	1,358	1,352	1.2	1.1	13.0	10.8	19.1	15.0	23.9	14.2
SRT Marine Systems PLC	58	60	2.5	1.7	10.3	9.2	14.8	12.9	18.6	13.7
Zenitel	52	34	-	-	-	-	-	-	-	-
CS Communication & Systemes SA	118	170	0.7	0.7	7.3	6.8	10.1	9.4	11.1	8.2
Rosenbauer International AG	284	608	0.6	0.6	8.7	8.0	11.5	10.4	11.1	7.9
Median	231.2	271.4	1.2	1.1	10.4	9.0	14.7	12.7	19.6	12.8
<i>Mittelwert (nachrichtlich)</i>	<i>522.4</i>	<i>587.2</i>	<i>1.3</i>	<i>1.2</i>	<i>10.6</i>	<i>9.3</i>	<i>15.6</i>	<i>12.5</i>	<i>19.8</i>	<i>13.6</i>
Frequentis AG op. Kennzahlen			308.62	333.31	23.51	26.01	17.16	19.16	13.05	14.56

*Schlusskurse vom Vortag; falls nicht vorhanden: aktuelle Kurse

Unternehmenswert	363.02	355.40	244.44	232.96	252.85	243.88
- Nettoverschuldung zum 31.12.2018	-74.94	-74.94	-74.94	-74.94	-74.94	-74.94
Minderheiten zum 31.12.2018	1.34	1.34	1.34	1.34	1.34	1.34
Wert des Eigenkapitals	436.61	428.99	318.04	306.56	326.45	317.48
					255.68	186.46

Jahr	2019e	2020e
Impliziter Preis pro Aktie	25.32	23.48

Herleitung des Werts des Eigenkapitals	2019e	2020e
- basierend auf EV/Umsatz (€ Mio.)	436.61	428.99
- basierend auf EV/EBITDA (€ Mio.)	318.04	306.56
- basierend auf EV/EBIT (€ Mio.)	326.45	317.48
- basierend auf P/E (€ Mio.)	255.68	186.46
Mittelwert	334.20	309.87
Anzahl Aktien (in Tsd.)	13,200	13,200
Price/share (€)	25.32	23.48

Quelle: Bloomberg, BankM Research

Bewertungsfazit

Fairer Wert pro Aktie:
€ 24,79

Zur Ermittlung eines Fairen Werts haben wir eine fundamentale sowie eine kapitalmarktorientierte Bewertung durchgeführt. Aus der DCF-Analyse ergibt sich ein Wert von **€ 25,18 pro Aktie**. Aus der Peer Group-Betrachtung ergeben sich Werte pro Aktie von € 25,32 (Basisjahr 2019) bzw. € 23,48 (Basisjahr 2020) also im Mittel **€ 24,40**. Insgesamt ergibt sich - bei gleicher Gewichtung beider Bewertungsmethoden - ein **Fairer Wert pro Aktie von € 24,79**.

Anhang – Profile der Vergleichsunternehmen

Beschreibung und vergleichende Gegenüberstellung der Peer Group-Unternehmen

CeoTronics AG (CEK:GY), Rödermark, Deutschland

Die CeoTronics AG entwickelt elektronische Kommunikationssysteme für die einwandfreie Verständigung unter erschwerten Bedingungen. Das Spektrum der Einsatzbereiche reicht von Flughäfen über Kraftwerke bis hin zur Luft- und Raumfahrtindustrie. CeoTronics' Produktfeld unterteilt sich in die Bereiche Audio Kommunikation, Data Kommunikation und Video Kommunikation. Produkte aus der Audio Kommunikation finden überall dort Anwendung, wo bei hohem oder wechselndem Lärmaufkommen gearbeitet und kommuniziert wird. Das Geschäftsfeld Data Kommunikation bietet für die Überwachung und Sicherung von gefährlichen Einzelarbeitsplätzen vielfältig programmierbare Alarmgeber, während der Bereich Video Kommunikation auf die Entwicklung von Systemen zur drahtlosen Video- und Data-Übertragung spezialisiert ist. Des Weiteren bietet CeoTronics einen Nachverkaufsservice ihrer Produkte an.

Kudelski S.A. (KUD:SW), Cheseaux-sur-Lausanne, Schweiz

Kudelski S.A. ist ein auf digitale Sicherheitssysteme spezialisiertes Unternehmen. Die von Kudelski entwickelten Technologien finden Anwendung im Bereich der Informationsübertragung, dem Schutz von Inhalten im Digitalfernsehen und der Zutrittskontrolle von Personen und Fahrzeugen. Kudelski ist Marktführer im Bereich der Zugangssysteme zur Überwachung der Eingänge bei Großveranstaltungen und Konzerten. Das Unternehmen hat Sitz in Cheseaux-sur-Lausanne und wird auf dem SIX Swiss Exchange notiert.

PSI Software AG (PSAN:GR), Berlin, Deutschland

Die PSI Software AG entwickelt auf der Basis eigener Software individuelle Lösungen für das Energiemanagement, unternehmensübergreifendes Produktionsmanagement sowie Infrastrukturmanagement. PSI bietet Softwareprodukte und Individuallösungen für die Führung & Steuerung großer Netzinfrastrukturen und komplexer Produktions- und Logistikprozesse. Zum Produktportfolio gehören Leitsysteme für Energieversorger, Produktionsmanagement- und Logistiklösungen für internationale Konzerne und große mittelständische Unternehmen, leittechnische Anwendungen für Verkehrssysteme und Betriebe sowie Leitsysteme für Katastrophenschutz und die öffentliche Sicherheit. Im Bereich Infrastrukturmanagement bietet die PSI Software AG Lösungen für Mobilität und Sicherheit, welche für die optimierte Prozesssteuerung bei Unternehmen und Organisationen aus den Bereichen Verkehr und Sicherheit sorgen. Das Unternehmen beschäftigt rund 1.650 Mitarbeiter.

Kapsch TrafficCom AG (KTCG:AV), Wien, Österreich

Die Kapsch Gruppe ist ein österreichisches Unternehmen, welches sich auf die Entwicklung von Straßentelematik spezialisiert hat. Kapsch TrafficCom deckt mit durchgängigen Lösungen die gesamte Wertschöpfungskette ihrer Kunden aus einer Hand ab: von Komponenten über Design bis zur Errichtung und dem Betrieb von Systemen. Die Kernkompetenz liegt bei elektronischen Mautlösungen, wo von Autobahn- und Bereichsmaut über konventionelle

Mautstationen bis zu Spurenmautsystemen ein breites Spektrum angeboten wird. Eine Vielzahl von erfolgreichen Projekten in mehr als 50 Ländern rund um den Globus hat Kapsch TrafficCom zu einem international anerkannten Anbieter intelligenter Verkehrssysteme gemacht.

GFT Technologies SE (GFT:GY), Frankfurt, Deutschland

Die GFT Technologies AG ist eines der führenden Technologie-Unternehmen für integrierte e-Business-Lösungen in Europa. Die Gesellschaft implementiert intelligente Geschäftsmodelle und innovative Lösungen entlang der gesamten Wertschöpfungskette, angefangen bei der Planung bis hin zum Application Management. GFT konzipiert und realisiert IT-Lösungen mit Fokus auf die Bereiche Finanzdienstleistungen und Logistik.

Secunet Security Networks AG (YSN:GR), Essen, Deutschland

Die Secunet AG ist in der IT-Security für den öffentlichen Sektor und Hochsicherheitsbereiche (Geheimdienst) tätig und deckt mit ihrem Angebot die gesamte Wertschöpfungskette dieses Bereichs ab. Das Dienstleistungsspektrum reicht von der Sicherheitsanalyse, Beratung und Implementierung bis hin zu Wartung und Schulung. Es sind somit Sicherheitsberatung, Systemadministration und Programmierfähigkeit unter einem Firmendach vereint, um den Kunden dadurch ganzheitliche Dienstleistungen anzubieten. Seit 2004 ist die Secunet AG Sicherheitspartner der Bundesrepublik Deutschland.

SAAB AB (SAABB:SS), Stockholm, Schweden

SAAB AB ein Technologie-Unternehmen, das hochentwickelte Produkte für den Verteidigungsmarkt herstellt. SAAB AB beschäftigt ca. 15.000 Mitarbeiter und ist dabei auf jedem Kontinent tätig. Die Geschäftssegmente verteilen über Aeronautik, Dynamik, Überwachung, Support & Service, Industrielle Produkte & Dienstleistungen sowie Saab Kockums (Naval Solutions). Im Segment „Surveillance“ bietet SAAB AB effiziente Lösungen bezüglich Schutz & Sicherheit, Überwachung & Entscheidungshilfe sowie die Erkennung von Bedrohungen. Dieses Segment generiert 25,8% des Umsatzes. Das Segment „Support & Service“ bietet zuverlässige, kosten-effiziente Dienstleistungen und Unterstützung für den kompletten Markt der SAAB AB. Dies beinhaltet Support-Lösungen, technische Wartung und Logistik sowie Produkte, Lösungen und Dienstleistungen für militärische und zivile Missionen. In diesem Segment werden 17,0% des Gesamtumsatzes der SAAB AB erwirtschaftet.

IVU Traffic Technologies (IVU:GR), Berlin, Deutschland

Die IVU Traffic Technologies AG (IVU) entwickelt IT-Anwendungen zur Steuerung und Optimierung logistischer Prozesse. Die Systemlösungen von IVU sind in der Lage, alle Informationsströme eines Unternehmens zu erfassen und in ein logistisches Gesamtkonzept zu integrieren, sowohl für die Mobilität von Personen als auch den Transport von Gütern. Diese integrierten Standardprodukte planen, optimieren und steuern den Einsatz von Bussen und Bahnen, informieren Fahrgäste in Echtzeit, erstellen Routen für die Paketzustellung und unterstützen Filialisten bei der Standortwahl.

Init Innovation in Traffic Systems SE (IXX:GY), Karlsruhe, Deutschland

Die Init Innovation in Traffic Systems SE ist eines der weltweit führenden Unternehmen im Bereich Verkehrstelematik. Init produziert und vertreibt Telematikkomponenten, Telematiksysteme und elektronische Zahlungssysteme für Busse und Bahnen. Des Weiteren führt sie die Installationen ihrer Telematiklösungen durch und passt diese an die Bedürfnisse ihrer Kunden an. Init deckt die Wertschöpfungskette von der Planung über die Entwicklung, die Produktion, die Installation/Integration bis zur Wartung der Systeme ab. Das Unternehmen ist weltweit der einzige Anbieter, der alle betrieblichen Aufgabenstellungen der Verkehrsunternehmen abdeckt.

Adacel Technologies Limited (ADA:AU), Hampton East, Australien

Adacel Technologies Limited entwickelt und vertreibt Simulations- und Softwareanwendungen und Dienstleistungen für die zivile und militärische Luftfahrt in den USA, Kanada und Australien. Darüber hinaus bietet es Air Traffic Control in a Box (ATCiB), eine simulierte ATC-Umgebung für Flugsimulations-Trainingsgeräte, die die Flugsimulations-Erfahrung vervollständigt, indem realistischer virtueller Verkehr und synthetische Fluglotsen zu einer Trainingsumgebung hinzugefügt werden, sowie die simulierten Fluglotsen von ATCiB zum Management des virtuellen Flugverkehrs; Fahrlösungen für Flughäfen; und VAST-Sicherheitsanlagen-Simulator, um eine Umgebung zu schaffen, die eine Sicherheitskontrollraum-Betriebszentrale nachahmt, um Sicherheitspersonal auszubilden, und Simulatortrainingsdienste sowie Supportdienste. Das Unternehmen wurde 1987 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Hampton East, Australien.

Amper SA (AMP:SM), Madrid, Spanien

Amper, S.A. beschäftigt sich mit der Forschung, Entwicklung, Herstellung, Vermarktung, Konstruktion, Installation und Wartung von Telekommunikations- und elektronischen Systemen und Geräten sowie verwandten Komponenten in Spanien und international. Darüber hinaus ist sie in den Bereichen Erwerb, Halten, Verwaltung, Vermittlung, Belastung oder Veräußerung von beweglichen und unbeweglichen Gütern, Aktien, Eigenkapitalinstrumenten und Wertpapieren, integrierte Telekommunikations- und Leitsystemtechnik sowie Finanzintermediation tätig. Darüber hinaus bietet das Unternehmen Infrastrukturtechnik sowie Netzwerk- und Systemschulungen an, importiert und vermarktet Datenverarbeitungsgeräte und bietet Netzwerk- und Systemtechnik sowie Integrationsdienstleistungen an. Amper, S.A. wurde 1956 gegründet und hat seinen Sitz in Madrid, Spanien.

S&T AG (SANT:GR), Linz, Österreich

Die S&T AG entwickelt, implementiert und vermarktet IT-Hardware, -Lösungen und -Services vorwiegend in Deutschland, Österreich, der Schweiz, Osteuropa und Nordamerika. Sie ist in drei Segmenten tätig: IT-Services, IoT Solutions und Embedded Systems. Die S&T AG wurde 1990 gegründet und hat ihren Hauptsitz in Linz, Österreich.

SRT Marine Systems PLC (SRT:LN), Bath, Großbritannien

SRT Marine Systems PLC entwickelt und liefert auf AIS (Automatic Identification System) basierende Technologien, derivative Produkte und Systeme in Nordamerika, Großbritannien, dem Mittleren Osten, dem Rest Europas. Die

Lösungen des Unternehmens werden in einer Reihe von maritimen Anwendungen eingesetzt, von der Sicherheit über das Fischereimanagement bis hin zum Umweltschutz. SRT Marine Systems PLC wurde 1987 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Bath, Großbritannien.

Zenitel NV (ZENT:BB), Zellik, Belgien

Zenitel NV bietet Kommunikations- und Sicherheitslösungen auf der ganzen Welt an. Sie bietet Lösungen und Systeme für den Offshore- und Onshore-Kommunikationsmarkt, einschließlich Gebäudesicherheit und öffentliche Sicherheit, Transport, Industrie, Öl und Gas und Seefahrt, hauptsächlich unter dem Markennamen Vingtor-Stentofon. Das Unternehmen wurde 1901 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Zellik, Belgien.

CS Communication & Systemes (SX:FP), Paris, Frankreich

CS Communication & Systemes SA entwickelt, integriert und betreibt weltweit unternehmenskritische Systeme. Das Unternehmen ist in den Bereichen Beratung, Design, Entwicklung, Integration, Wartung und Betriebsunterstützung von Lösungen für Infrastruktursicherheit tätig. Es dient der Verteidigung und Sicherheit, der Raumfahrt, der Luft- und Raumfahrt, der nuklearen Sicherheit, der Wasserversorgung und der Fahrgastinformation. Der Hauptsitz des Unternehmens befindet sich in Le Plessis-Robinson, Frankreich.

Rosenbauer International AG (ROS:AV), Leonding, Österreich

Die Rosenbauer International AG beschäftigt sich mit der Herstellung und dem Vertrieb von Systemen zur Brandbekämpfung und zum Katastrophenschutz. Sie entwickelt und produziert Fahrzeuge, Feuerlöschanlagen, Geräte und Telematiklösungen für Profis, Industrie und Anlagen sowie freiwillige Feuerwehren und Systeme zur vorbeugenden Brandbekämpfung. Darüber hinaus bietet sie über ihr Servicenetz in rund 100 Ländern Wartung, Kundendienst und Instandsetzung an. Das Unternehmen wurde 1866 gegründet und hat seinen Sitz in Leonding, Österreich.

Fachbegriffsglossar

ATM	= Air Traffic Management (Segment)
CRC	= Control and Reporting Center (Luftraumüberwachungszentrale)
DFS	= Deutsche Flugsicherung
GSM – R	= GSM-Rail (Bahnfunk); Mobilfunkstandard, der seit 1992 vom Eisenbahnverband betreut und weiterentwickelt wird.
VCS	= Voice Communication System
VCX – IP	= Für Sprachkommunikation in sicherheitskritischen Systemen
PST	= Public Safety and Transport (Segment)

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 Delegierten Verordnung (EU) Nr. 565/2017

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

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

Verfasser der vorliegenden Studie: Daniel Großjohann und Dr. Roger Becker, CEFA, Analysten.

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 Frequentis AG.

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

Analysten	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
Daniel Großjohann, Dr. Roger Becker, CEFA	9. April 2019	Keine Bewertung / IPO	€ 292,1 – 304,8 Mio. (EK)

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 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:

3.7.2019

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

Schlusskurse 1.7.2019

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 an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind,
- sind an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, und erhalten aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen,
- 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 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 AG 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, D-60327 Frankfurt. Alle Rechte vorbehalten.

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