

## Basisstudien-Update

### Analysten:

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

### Bewertungsergebnis

# HALTEN

(vormals: Halten)

### Fairer Wert

# € 32,60

(vormals: € 30,47)

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

## Rekordauftragsbestand, Frequentis bleibt 2023 auf Wachstumskurs – trotz Makrounsicherheiten

Die Frequentis AG hat mit dem 15,7%igen Anstieg im Umsatz (auf € 386 Mio.), die starke Wachstumsrate aus H1 2022 beibehalten können. Das **organische Wachstum** lag bei **12,7%** und wurde von beiden Segmenten getragen. Auch der **Auftragsbestand** (€ 522 Mio.; +11,6% ggü. Vorjahr) und der **Auftragseingang** 2022 (€ 404,8 Mio.; +21,5%) deuten auf **weiteres Wachstum** hin. Auch ergebnisseitig hat das Unternehmen unsere Erwartungen übertroffen, da die Kostenbasis 2022 gegenüber den Corona-Jahren (keine/kaum Firmenreisen, Messen etc.) weniger stark gewachsen ist als von uns erwartet. Spezifische Treiber ermöglichen Frequentis ein mittelfristig marktüberdurchschnittliches Wachstum, die Stabilität des Geschäftsmodells rechtfertigt ein 23er KGV um 22.

- **Über die Hälfte des Auftragsbestandes** - ungefähr also € 276 Mio. - **wird in 2023 fakturiert werden** und bildet damit ein **solides Fundament** für die geplante Steigerung des Umsatzes. Wir trauen Frequentis ein rd. 5%iges Wachstum zu, ausgehend vom hohen 2022er Niveau. Zahlreiche Faktoren [regionaler Fokus USA gestärkt; innovative Felder frühzeitig besetzt; (vertriebliche) Synergien aus Übernahmen] tragen dazu bei, dass Frequentis ein **marktüberdurchschnittliches Wachstum** vorweisen kann.
- **Operative Margen.** Der Wegfall der Coronarestriktionen führte im Laufe des Jahres 2022 zu höheren sonstigen betrieblichen Aufwendungen (Reisen, Messen). Die Tendenz dürfte sich 2023 zunächst fortsetzen, hinzu kommen Inflation und deutlich über den langjährigen Durchschnitt liegende Lohnsteigerungen. Die Weitergabe höherer Kosten an die durch langfristige Verträge gebundenen Kunden erfolgt typischerweise mit zeitlicher Verzögerung. Wir gehen daher für 2023 von leicht geringeren operativen Margen im Vorjahresvergleich aus.
- Die **Unsicherheiten** sind 2023 nicht weniger geworden, Ukrainekrieg, Inflation, geopolitische Spannungen (u.a. Taiwan) erschweren Unternehmen gegenwärtig die Planungen – kosten- und umsatzseitig. Durch den hohen Umsatzanteil der **öffentlichen Hand** befindet sich Frequentis in einer vergleichsweise komfortablen Position, was die Umsatzplanung angeht.

**Ausblick:** 2023 sollen Umsatz und Auftragseingang gegenüber den Vorjahreswerten von € 386 Mio. bzw. € 405 Mio. jeweils gesteigert werden. Die EBIT-Marge soll zwischen 6% und 8% liegen (2022 wurden knapp 6,5% erreicht). Der F&E-Aufwand wird den 2022er Wert übersteigen, die CapEx bei € 8 Mio. liegen.

### Ergebniskennzahlen (in € Mio.)

Jahr	Netto-Umsatz	EBITDA	EBIT	adj. EBT	adj. JÜ	adj. EPS (€)	DPS (€)	EBIT-Marge	adj. Netto-Marge
2021a	333,5	46,5	29,0	27,9	20,0	1,50	0,20	8,7%	6,0%
2022a	386,0	45,6	25,0	24,7	18,7	1,41	0,22	6,5%	4,9%
2023e	407,2	46,6	25,3	25,1	18,8	1,41	0,25	6,2%	4,6%
2024e	427,6	48,6	26,7	26,5	20,0	1,50	0,30	6,3%	4,7%
2025e	448,9	50,7	28,2	27,9	21,0	1,58	0,32	6,3%	4,7%
2026e	471,4	52,9	29,7	29,5	22,0	1,65	0,33	6,3%	4,7%

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

Branche	Kommunikation/Software
WKN	A2PHG5
ISIN	ATFREQUENT09
Bloomberg/Reuters	FQT GY / FQT.DE
Rechnungslegung	IFRS
Geschäftsjahr	31.12.
Halbjahresbericht	16. August 2023
Marktsegment	Regulierter Markt
Transparenzlevel	General Standard

Finanzkennzahlen	2023e	2024e	2025e	2026e
EV/Umsatz	0,89	0,85	0,81	0,77
EV/EBITDA	7,78	7,46	7,15	6,85
EV/EBIT	14,31	13,56	12,86	12,20
P/E	21,56	20,27	19,33	18,44
Preis/Buchwert	2,48	2,24	2,05	1,87
Preis/FCF	21,26	12,65	14,86	14,33
ROE (in %)	12,09	11,62	11,07	0,00
ROIC (in %)	12,40	11,98	11,48	11,05
Dividendenrendite (in %)	0,82	0,99	1,03	1,08

Anzahl Aktien (in Mio.)	13,28
Marktkap. / EV (in € Mio.)	405 / 362,7
Free float (in %)	22
Ø tägl. Handelsvol. (3M, in T€)	28,01
12M hoch/tief (in €; XETRA Schluss)	33,40 / 22,60
Kurs 28.4.2023 (in €; Schluss)	30,50

Performance	1M	6M	12M
absolut (in %)	-2,6%	12,5%	3,7%
relativ (in %)	-10,8%	-11,2%	-15,9%

Vergleichsindex: Daxsubsector Software



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

Quelle: Bloomberg

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 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 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 BankM AG, Frankfurt.

## Übernahmen sind und bleiben zentraler Strategiebaustein

Übernahmen sind ein zentraler Baustein der Wachstumsstrategie von Frequentis. Die Zukäufe sind oft technologiegetrieben und ergänzen oder erweitern das bestehende Produktportfolio. Die Zielkriterien sind: Zugang zu neuen Märkten, profitables Geschäftsmodell, kompatible Firmenkultur, Management bleibt an Bord und ein vernünftiger/attraktiver Übernahmepreis. 2022 und 2023 erfolgten insgesamt **drei Akquisitionen** (acht seit dem IPO). Im Januar 2022 wurde eine 51%ige Beteiligung an der italienischen **Regola** eingegangen, einem Anbieter von Command and Control (CAD)-Lösungen, die das **PST-Portfolio** der Frequentis stärken. Kernprodukt ist die UNIQUE CAD-Linie, die durch SaaS-Angebote ergänzt wird. Motivation der Übernahme war die stärkere Internationalisierung der Umsätze. Im September 2022 ging Frequentis eine 25%ige Beteiligung an der **Aviamaps Oy** (Finnland) ein, mit der bereits zuvor eine Zusammenarbeit in Forschungsprojekten (Segment ATM) bestand. Das Softwareunternehmen Aviamaps ist auf Lösungen rund um Drohnenflüge spezialisiert – im Laufe des Jahres 2023 wird die Software als Teil der Frequentis-Lösung bei der automatischen Freigabe von Drohnenflügen in Österreich zum Einsatz kommen. Die im April 2023 erfolgte Übernahme der 2010 gegründeten **FRAFOS**, einem führenden Anbieter von BSI-zertifizierten IT-Sicherheitslösungen für VoIP-Kommunikation, ist dem PST-Segment zuzuordnen. Hier stand vor allem die Technologie im Fokus („make-or-buy“-Entscheidung), die den Frequentis-Kunden künftig zugutekommen soll.

## F&E-Budget steigt im Jahr 2023 weiter – Innovationen sind Strategiebestandteil

Die Aktivitäten im F&E-Bereich lassen sich grob in direkt vom Kunden beauftragte (spezifische) Projekte und eigenbetriebene F&E untergliedern. Letztere wird ausgewiesen (2022: € 26,8 Mio.; 2021: € 15,0 Mio.) und soll **2023 weiter ansteigen**. Ein an Bedeutung gewinnendes F&E-Thema ist Cyber Security (hier hat sich Frequentis u.a. mit der FRAFOS-Übernahme verstärkt). Bei den **Innovationen**, die Frequentis für seine Kunden in sicherheitskritischen Bereichen vorantreibt, sind die Felder Digital (Remote) Tower, Drohnenmanagement und 5G/LTE-Nutzung zu nennen. Mitunter werden Förderprojekte zu Zukunftsthemen bspw. durch die EU gefördert, so konnten im Jahr 2022 Erträge (F&E-Fördererlöse + Forschungsprämien) i.H.v. € 6,9 Mio. (Vj.: € 5,7 Mio.) erzielt werden.

## Beide Segmente wuchsen zweistellig

...

Das Wachstum bei Frequentis wird von beiden Segmenten getragen: So legte der Umsatz im **Air Traffic Management (ATM)** um **17,3%** auf € 257,8 Mio. zu, im Segment **Public Safety & Transport (PST)** war ein **12,4%**iger Anstieg auf € 127,7 Mio. zu verzeichnen. Der regionale Umsatzmix zeigte gegenüber Vorjahr nur leichte Veränderungen – mit Ausnahme von Afrika konnten alle Regionen absolut ihren Umsatz ausbauen, Europa als Heimatregion (Umsatzanteil 65,5% nach zuvor 67,8%) hat etwas an Gewicht verloren, während Asien mit 12% (auf 45 Mio.) die wachstumsstärkste Region bildete.

## ... breite Basis an Neukundenprojekten

Die Internationalisierung schreitet weiter voran, dies belegen auch die in H2 2022 und 2023 akquirierten **Neuprojekte**: Im März 2023 wurde vermeldet, dass die **niederländische Flugsicherung LVNL** (Bestandskunde) künftig auch auf die einheitliche Datenaustausch-Plattform (**MosaiX**) der Frequentis setzt. Ein **weiteres ATM-Projekt** ist der im Februar vermeldete Test der **Digital-Tower-Technologie** für das **US-Verteidigungsministerium** auf der Air Force Base in Georgia. Ein Remote Digital Tower-Auftrag konnte auch in Frankreich akquiriert werden. Im Dezember 2022 wurde ein Vertrag mit der **ASECNA** (Aerial Navigation Safety in Africa and Madagascar) zur Einführung eines **aviation message handling systems (AMHS)** geschlossen, April 2023 wurde ein AMHS-Auftrag aus **Südkorea** vermeldet, der zusammen mit der koreanischen „IB Leaders“ umgesetzt wurde. Im Bereich PST wurden u.a die Verlängerung einer

Partnerschaft mit Australasiens führendem Anbieter maritimer Sicherheitssysteme, Kordia, vermeldet. Die Kommunikationslösung für Rettungsleitstellen ASGARD wird künftig vom Zweckverband für Rettungsdienst und Feuerwehralarmierung Saar (ZRF Saar) eingesetzt.

Die Eigenkapitalquote lag bei soliden 43,3% und damit 2,2%-Punkte über dem Vorjahreswert. Die Nettoliquidität lag trotz M&A-Aktivitäten bei € 91 Mio. (-10% ggü. Vj.). Während wir die Vorräte 2023 gegenüber 2022 kaum verändert erwarten, ermöglicht der sich vermindernde Lieferkettenstress 2024 eine von uns antizipierte Reduktion der Vorräte (auf ca. € 18 Mio.) – was die Kapitalbindung reduziert und die (Netto-)Liquidität weiter verbessert. Die **Dividende** für 2022 wird um 10% auf € 0,22 pro Aktie erhöht, obwohl im Jahr 2022 ein leichter Rückgang im Konzernergebnis zu beobachten war. Dies zeigt u.E. die Zuversicht des Unternehmens in seine weitere Expansion und ist - vor dem Hintergrund weiterer geplanter Akquisitionen - gleichzeitig Ausdruck einer starken Bilanz und einer aktionärsfreundlichen Firmenpolitik.

**Solide Bilanz -  
Dividende wird  
angehoben**

## Bewertung

### DCF-Modell

in T€	2022a	Phase I				Phase II				Terminal Value
		2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	
	<b>Basis</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	
	Wachstum	4,7%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	1%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>399.080</b>	<b>417.923</b>	<b>438.497</b>	<b>460.094</b>	<b>482.764</b>	<b>506.560</b>	<b>531.540</b>	<b>557.762</b>	<b>585.288</b>	<b>591.141</b>
<b>EBIT</b>	<b>24.991</b>	<b>25.340</b>	<b>26.738</b>	<b>28.200</b>	<b>29.729</b>	<b>33.108</b>	<b>36.748</b>	<b>40.667</b>	<b>44.885</b>	<b>47.566</b>
- adaptierte Steuern auf EBIT (2023ff.)	5.400	6.082	6.150	6.486	6.838	7.615	8.452	9.353	10.323	10.940
+ Abschreibungen	20.641	21.278	21.888	22.529	23.202	23.909	24.651	25.431	26.249	26.421
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	-2.151	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Veränd. Nettoumlaufvermögen	23.561	3.942	-2.286	3.667	3.850	4.043	4.245	4.457	4.680	5.505
+ andere Positionen	25	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Investitionen in Anlagevermögen (ohne RoU)	20.143	12.212	12.822	13.463	14.136	14.843	15.585	16.365	17.183	17.355
- Investition in Nutzungsrechte	8.686	9.066	9.066	9.066	9.066	9.066	9.066	9.066	9.066	9.066
<b>= Freier Cash Flow</b>	<b>-14.284</b>	<b>15.316</b>	<b>22.874</b>	<b>18.047</b>	<b>19.041</b>	<b>21.450</b>	<b>24.051</b>	<b>26.857</b>	<b>29.881</b>	<b>31.120</b>
Terminal Value										453.658
Diskontierungsfaktor	n.a.	0,93	0,86	0,80	0,74	0,69	0,64	0,59	0,55	0,55
<b>Nettoabwert der Freien Cash Flows</b>	<b>n.a.</b>	<b>14.217</b>	<b>19.711</b>	<b>14.436</b>	<b>14.138</b>	<b>14.785</b>	<b>15.388</b>	<b>15.951</b>	<b>16.474</b>	
<b>Nettoabwert des Terminal Values</b>										<b>250.112</b>
<b>Bewertung</b>		<b>Proportion of Enterprise Value</b>								
Ergebnis Phase I u. II	125.100	<b>33%</b>								
+ Ergebnis aus dem Terminal Value	250.112	<b>67%</b>								
<b>= Unternehmenswert</b>	<b>375.212</b>									
+ Nettoliquidität (31.12.2022)	61.746	(Cash - langfr. und kurzfr. Finanzschulden - Pensionsverbindlichkeiten)								
- Minderheiten (31.12.2022)	2.224									
<b>= Wert des Eigenkapitals</b>	<b>434.734</b>									
Anzahl ausstehende Aktien (in Tsd.)	13.280									
<b>Fairer Wert pro Aktie</b>	<b>32,74</b>									

### Modellannahmen

	Source
Risikofreier Zins*	2,47% <i>Bloomberg</i>
Erw. Marktrendite	9,19% <i>Bloomberg / KPMG</i>
Marktrisikoprämie	6,72%
Levered Beta	0,98
<i>Beta im Terminal Value = 1</i>	
<b>Eigenkapitalkosten</b>	<b>9,03%</b>
<i>Zielgew. (Mittelwert der Peer Group)</i>	81%
<b>Fremdkapitalkosten</b>	<b>3,00%</b>
<i>Zielgew. (Mittelwert der Peer Group)</i>	19%
Tax Shield	25%
<b>WACC Phase I und II</b>	<b>7,73%</b>
<b>WACC TV</b>	<b>7,86%</b>
<b>Wachstumsrate im Terminal Value</b>	<b>1,00%</b>

\*Spotrate Deutsche Staatsanleihe mit Laufzeit 20 Jahre

### Sensitivitätsanalyse

Growth rate Terminal Value	WACC in Terminal Value							
	6,5%	7,0%	7,5%	<b>7,9%</b>	8,5%	9,0%	9,5%	
0,0%	33,55	32,14	30,93	30,15	28,92	28,09	27,34	
0,5%	35,31	33,66	32,25	31,35	29,96	29,01	28,17	
<b>1,0%</b>	37,39	35,44	33,78	<b>32,74</b>	31,13	30,05	29,10	
1,5%	39,89	37,53	35,56	34,33	32,47	31,23	30,15	
2,0%	42,95	40,04	37,67	36,21	34,01	32,57	31,33	

Growth rate Terminal Value	EBIT margin in Terminal Value							
	6,5%	7,0%	7,5%	<b>8,0%</b>	8,5%	9,0%	9,5%	
0,0%	26,47	27,66	28,85	30,15	31,23	32,42	33,61	
0,5%	27,40	28,68	29,96	31,35	32,51	33,79	35,07	
<b>1,0%</b>	28,48	29,85	31,23	<b>32,74</b>	33,99	35,36	36,74	
1,5%	29,72	31,21	32,70	34,33	35,69	37,18	38,68	
2,0%	31,17	32,80	34,43	36,21	37,68	39,31	40,94	

Quelle: BankM Research

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

# Frequentis AG

2. Mai 2023

Bewertung - 5/10 -

## Peer Group-Analyse

Peer Group	Mkt Cap*		EV/Umsatz			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	Vortag	Vortag	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
in € mln														
Saab AB	6.917	6.421	1,5	1,4	1,3	11,5	10,3	9,0	17,9	15,3	13,2	26,8	22,3	18,9
CeoTronics AG	27	34	1,2	1,0	0,9	7,1	5,9	5,6	10,1	8,1	7,7	11,9	9,5	9,0
Kudelski SA	103	355	0,5	0,5	0,5	7,0	6,2	5,9	19,7	13,6	10,2	-	21,2	10,9
PSI Software AG	462	441	1,6	1,5	1,3	11,4	9,5	8,3	17,8	13,6	11,3	24,9	19,4	15,9
Kapsch TrafficCom AG	161	345	-	-	-	-	-	-	-	-	-	neg.	-	-
Secunet Security Networks AG	1.300	1.297	3,5	3,0	2,7	19,1	16,4	14,1	25,8	21,4	17,9	38,0	31,6	26,5
GFT Technologies SE	941	950	1,1	1,0	0,9	9,9	8,7	7,9	13,0	10,9	9,8	18,6	15,4	13,9
Traffic Systems SE	321	344	1,6	1,3	1,2	10,0	8,1	6,9	13,9	10,6	8,9	18,3	14,6	12,3
IVU Traffic Technologies AG	303	290	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Adacel Technologies Ltd	30	32	1,5	1,4	1,1	11,3	9,1	7,3	16,3	12,5	9,9	19,3	14,8	10,4
Amper SA	171	198	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kontron AG	1.115	917	0,8	0,7	0,6	7,1	5,9	5,0	10,7	8,8	7,3	16,0	13,3	10,9
SRT Marine Systems PLC	87	94	2,8	-	-	33,2	-	-	neg.	-	-	neg.	-	-
CS Group SA	283	343	1,0	1,0	0,9	10,9	8,9	7,3	17,4	12,6	10,2	23,2	16,2	12,4
Rosenbauer International AG	217	539	0,5	0,5	0,5	8,3	6,2	5,8	15,3	9,6	8,7	12,4	6,5	5,9
<b>Median**</b>	<b>282,5</b>	<b>344,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>10,4</b>	<b>8,7</b>	<b>7,3</b>	<b>15,1</b>	<b>12,5</b>	<b>9,9</b>	<b>22,6</b>	<b>15,4</b>	<b>12,3</b>
Mittelwert (nachrichtlich)	829,1	840,0	1,5	1,2	1,1	12,2	8,6	7,5	16,2	12,5	10,5	20,9	16,8	13,4
<b>Frequentis AG op. Kennzahlen</b>	<b>405,04</b>	<b>#N/A N/A</b>	<b>407,20</b>	<b>427,56</b>	<b>448,94</b>	<b>46,62</b>	<b>48,63</b>	<b>50,73</b>	<b>25,34</b>	<b>26,74</b>	<b>28,20</b>	<b>18,79</b>	<b>19,98</b>	<b>20,95</b>
*Schlusskurse vom Vortag; falls nicht vorhanden: aktuelle Kurse														
** Alle Werte, auch negative, wurden in der Ermittlung des Medians berücksichtigt, wobei negativen Werten der höchste Rang zugeordnet wurde.														
<b>Unternehmenswert</b>			<b>531,08</b>	<b>423,30</b>	<b>421,71</b>	<b>485,60</b>	<b>421,42</b>	<b>368,14</b>	<b>381,82</b>	<b>335,36</b>	<b>278,31</b>			
+ Nettoliquidität zum 31.12.2022			<b>61,75</b>	<b>61,75</b>	<b>61,75</b>	<b>61,75</b>	<b>61,75</b>	<b>61,75</b>	<b>61,75</b>	<b>61,75</b>	<b>61,75</b>			
- Minderheiten zum 31.12.2022			<b>2,22</b>	<b>2,22</b>	<b>2,22</b>	<b>2,22</b>	<b>2,22</b>	<b>2,22</b>	<b>2,22</b>	<b>2,22</b>	<b>2,22</b>			
<b>Wert des Eigenkapitals</b>			<b>590,60</b>	<b>482,82</b>	<b>481,23</b>	<b>545,12</b>	<b>480,94</b>	<b>427,66</b>	<b>441,34</b>	<b>394,88</b>	<b>337,84</b>	<b>424,17</b>	<b>308,26</b>	<b>257,92</b>

Jahr	2023	2024	2025
Impliziter Preis pro Aktie	37,67	31,38	28,33

Wert des Eigenkapitals (in € Mio.)	2023	2024	2025
- Basis EV/Umsatz	590,60	482,82	481,23
- Basis EV/EBITDA	545,12	480,94	427,66
- Basis EV/EBIT	441,34	394,88	337,84
- Basis P/E	424,17	308,26	257,92
<b>Mittelwert</b>	<b>500,31</b>	<b>416,72</b>	<b>376,16</b>
Anzahl Aktien (in Tsd.)	13.280	13.280	13.280
Preis pro Aktie (€)	37,67	31,38	28,33

Quelle: Bloomberg, BankM

## Bewertungsfazit

Unsere **DCF-Analyse** ergibt einen Wert pro Aktie von € 32,74 und die **Peer Group-Betrachtung** auf Basis 2023, 2024 und 2025 im Mittel einen Wert pro Aktie von € 32,46. Bei gleicher Gewichtung beider Ansätze liegt der **Faire Wert pro Frequentis-Aktie bei € 32,60**. Unser Fairer Wert liegt damit 6,9% über dem aktuellen Kurs und führt aufgrund unseres Ratingsystems zum Anlageurteil „Halten“.

**Fairer Wert pro Aktie: € 32,60**

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

## Tabellenanhang

### Gewinn- und Verlustrechnung

Geschäftsjahr 31.12 (IFRS) in T€	2021a	2022a	2023e	2024e	2025e	2026e	5y - CAGR (%) 2021 -2026
<b>Umsatzerlöse (netto)</b>	<b>333.526</b>	<b>385.970</b>	<b>407.198</b>	<b>427.558</b>	<b>448.936</b>	<b>471.383</b>	7,2
Wachstumsrate in %	11,4	15,7	5,5	5,0	5,0	5,0	
Bestandsveränderungen	-202	22	0	0	0	0	
Aktivierete Eigenleistungen	92	2.574	0	0	0	0	
Sonst. betr. Erträge	9.451	10.514	10.724	10.939	11.158	11.381	
Gewinn aus Unternehmenserwerb	1.951	0	0	0			
<b>Gesamtleistung</b>	<b>344.818</b>	<b>399.080</b>	<b>417.923</b>	<b>438.497</b>	<b>460.094</b>	<b>482.764</b>	7,0
Materialaufwand	75.696	99.250	104.709	109.944	115.441	121.213	
% vom Umsatz	22,7	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7	
<b>Rohergebnis</b>	<b>269.122</b>	<b>299.830</b>	<b>313.214</b>	<b>328.553</b>	<b>344.652</b>	<b>361.550</b>	6,1
Personalaufwand	182.137	203.872	213.502	224.178	235.386	247.156	
% vom Umsatz	54,6	52,8	52,4	52,4	52,4	52,4	
Sonstige betr. Aufwend.	40.479	50.326	53.094	55.749	58.536	61.463	
% vom Umsatz	12,1	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	
<b>EBITDA</b>	<b>46.506</b>	<b>45.632</b>	<b>46.617</b>	<b>48.627</b>	<b>50.730</b>	<b>52.932</b>	2,6
Abschreibungen	17.538	20.641	21.278	21.888	22.529	23.202	
% vom Umsatz	5,3	5,3	5,2	5,1	5,0	4,9	
<b>EBIT</b>	<b>28.968</b>	<b>24.991</b>	<b>25.340</b>	<b>26.738</b>	<b>28.200</b>	<b>29.729</b>	0,5
Zinsen und ähnl. Erträge	79	209	209	209	209	209	
Zinsen und ähnl. Aufwendungen	607	738	738	738	738	738	
Beteiligungserg. assoziierte Unternehmen	342	275	275	275	275	275	
Übriges Finanzergebnis	-857	0	0	0	0	0	
<b>EBT</b>	<b>27.925</b>	<b>24.737</b>	<b>25.086</b>	<b>26.484</b>	<b>27.946</b>	<b>29.475</b>	1,1
Ertragssteuern (Aufwand +/-Ertrag -)	7.158	5.859	6.021	6.091	6.428	6.779	
<b>Konzernergebnis vor Minderheiten</b>	<b>20.767</b>	<b>18.878</b>	<b>19.065</b>	<b>20.393</b>	<b>21.519</b>	<b>22.696</b>	1,8
Minderheiten	797	155	280	416	566	731	
<b>Konzernergebnis nach Minderheiten</b>	<b>19.970</b>	<b>18.723</b>	<b>18.786</b>	<b>19.977</b>	<b>20.953</b>	<b>21.965</b>	1,9
Anzahl Aktien	13.280	13.280	13.280	13.280	13.280	13.280	
Ergebnis / Aktie (EPS)	1,50	1,41	1,41	1,50	1,58	1,65	
Bereinigtes Ergebnis / Aktie (ber. EPS)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,65	

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

### GuV-Margen

Margen in % vom Umsatz	2021a	2022a	2023e	2024e	2025e	2026e
Rohertragsmarge	80,7	77,7	76,9	76,8	76,8	76,7
EBITDA-Marge	13,9	11,8	11,4	11,4	11,3	11,2
EBIT-Marge	8,7	6,5	6,2	6,3	6,3	6,3
EBT-Marge	8,4	6,4	6,2	6,2	6,2	6,3
Adj. EBT-Marge	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6,3
Nettogewinnmarge	6,0	4,9	4,6	4,7	4,7	4,7
Adj. Nettogewinnmarge	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,7

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

## Kapitalflussrechnung

Geschäftsjahr 31.12 (IFRS) in T€	2021a	2022a	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Vorsteuerergebnis</b>	<b>27.925</b>	<b>24.737</b>	<b>25.086</b>	<b>26.484</b>	<b>27.946</b>	<b>29.475</b>
+ Abschreibung & Wertminderungen	18.401	20.641	21.278	21.888	22.529	23.202
+ Veränd. der Rückstellungen	3.860	-2.151	0	0	0	0
<b>= Cash Earnings</b>	<b>50.186</b>	<b>43.227</b>	<b>46.363</b>	<b>48.373</b>	<b>50.476</b>	<b>52.678</b>
- Veränderungen Nettoumlaufvermögen	-4.810	23.561	3.942	-2.286	3.667	3.850
+ Finanzergebnis	199	107	254	254	254	254
- Steuern	3.584	5.400	11.411	6.074	6.344	6.691
+ Sonstiges	-2.858	-150	0	0	0	0
<b>= Operativer Cash Flow</b>	<b>48.753</b>	<b>14.223</b>	<b>31.264</b>	<b>44.839</b>	<b>40.719</b>	<b>42.390</b>
- Investitionen in Anlagevermögen	24.613	20.143	12.212	12.822	13.463	14.136
<b>= Freier Cash Flow</b>	<b>24.140</b>	<b>-5.920</b>	<b>19.052</b>	<b>32.017</b>	<b>27.256</b>	<b>28.253</b>
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals (Netto)	0	0	0	0	0	0
- Erwerb von eigenen Aktien	384	0	0	0	0	0
+ Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-1.400	-4.201	0	0	0	0
- Tilgung Leasing	8.228	8.686	9.066	9.066	9.066	9.066
- Dividende	2.593	3.607	2.922	3.320	3.995	4.191
+ Finanzergebnis	0	0	-254	-254	-254	-254
+ Sonstiges	0	0	0	0	0	0
<b>Zufluss Barmittel (+)/Abfluss Barmittel (-)</b>	<b>11.535</b>	<b>-22.414</b>	<b>6.810</b>	<b>19.377</b>	<b>13.941</b>	<b>14.743</b>

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



## Bilanz

Geschäftsjahr 31.12 (IFRS) in T€	2021a	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Aktiva</b>						
<b>Anlagevermögen</b>	<b>72.613</b>	<b>80.435</b>	<b>80.435</b>	<b>80.435</b>	<b>80.435</b>	<b>80.435</b>
Sachanlagen	47.717	53.298	53.298	53.298	53.298	53.298
<i>Normale Sachanlagen</i>	9.053	13.260	13.260	13.260	13.260	13.260
<i>Leasing</i>	38.664	40.038	40.038	40.038	40.038	40.038
Immaterielle Vermögenswerte	17.717	14.501	14.501	14.501	14.501	14.501
Firmenwert	3.433	5.834	5.834	5.834	5.834	5.834
Anteile an assoziierten Unternehmen	1.656	2.097	2.097	2.097	2.097	2.097
Beteiligungen	0	0	0	0	0	0
Sonstige Vermögenswerte	241	920	920	920	920	920
Latente Steuern	1.849	3.785	3.785	3.785	3.785	3.785
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>243.083</b>	<b>259.840</b>	<b>275.229</b>	<b>296.766</b>	<b>319.042</b>	<b>342.538</b>
Vorräte	17.077	21.726	22.921	18.000	18.900	19.845
Forderungen und sonst. Vermögenswerte	112.172	134.248	141.632	148.713	156.149	163.956
Wertpapiere	2.199	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
Barmittel	103.798	81.380	88.190	107.567	121.507	136.250
Sonstiges Umlaufvermögen	7.837	12.486	12.486	12.486	12.486	12.486
<b>Bilanzsumme</b>	<b>315.696</b>	<b>340.275</b>	<b>355.664</b>	<b>377.201</b>	<b>399.477</b>	<b>422.973</b>
<b>Passiva</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>129.850</b>	<b>147.279</b>	<b>163.423</b>	<b>180.496</b>	<b>198.019</b>	<b>216.524</b>
Gezeichnetes Kapital	13.280	13.280	13.280	13.280	13.280	13.280
Kapitalrücklagen (inkl. Optionen)	21.138	21.138	21.138	21.138	21.138	21.138
Gewinnrücklagen u. andere Rücklagen	92.380	110.858	126.722	143.379	160.336	178.111
Eigene Aktien	-384	-221	-221	-221	-221	-221
Minderheiten	3.436	2.224	2.504	2.920	3.486	4.217
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>60.621</b>	<b>61.924</b>	<b>61.924</b>	<b>61.924</b>	<b>61.924</b>	<b>61.924</b>
Rückstellungen	19.992	17.263	17.263	17.263	17.263	17.263
Langfristige Darlehen	3.820	218	218	218	218	218
Leasingverbindlichkeiten	29.785	30.763	30.763	30.763	30.763	30.763
Latente Steuern	6.166	9.441	9.441	9.441	9.441	9.441
andere langfristige Verbindl.	858	4.239	4.239	4.239	4.239	4.239
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>125.225</b>	<b>131.072</b>	<b>130.317</b>	<b>134.781</b>	<b>139.534</b>	<b>144.524</b>
Vblk. aus L&L + Vorrauszahl.	78.810	84.293	88.929	93.376	98.044	102.947
Bankverbindlichkeiten	1.085	199	199	199	199	199
Leasingverbindlichkeiten	7.794	8.422	8.422	8.422	8.422	8.422
Rückstellungen	17.415	14.914	14.914	14.914	14.914	14.914
Steuerschulden	4.992	6.896	1.505	1.523	1.607	1.695
andere kurzfristige Verbindl.	15.129	16.348	16.348	16.348	16.348	16.348
<b>Bilanzsumme</b>	<b>315.696</b>	<b>340.275</b>	<b>355.664</b>	<b>377.201</b>	<b>399.477</b>	<b>422.973</b>

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

## Bilanzrelationen

in % der Bilanzsumme	2021a	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Anlagevermögen	23,00	23,64	22,62	21,32	20,14	19,02
Umlaufvermögen	77,00	76,36	77,38	78,68	79,86	80,98
Vorräte	5,41	6,38	6,44	4,77	4,73	4,69
Forderungen	35,53	39,45	39,82	39,43	39,09	38,76
Liquide Mittel	32,88	23,92	24,80	28,52	30,42	32,21
Eigenkapital	41,13	43,28	45,95	47,85	49,57	51,19
Langfristige Verbindlichkeiten	19,20	18,20	17,41	16,42	15,50	14,64
kurzfristige Verbindlichkeiten	39,67	38,52	36,64	35,73	34,93	34,17
ges. Verbindlichkeiten	58,87	56,72	54,05	52,15	50,43	48,81

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

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



## 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:** BankM AG, Frankfurt am Main („BankM“).

**Verfasser der vorliegenden Finanzanalyse:** Daniel Grossjohann und Dr. Roger Becker (CEFA), Analysten. Wir bedanken uns bei Jan Kaden für seine qualifizierte Unterstützung im Rahmen seines Dualen Studiums.

Die BankM unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 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)	24. August 2020	Kaufen	€ 25,00
Daniel Großjohann, Dr. Roger Becker (CEFA)	14. April 2021	Kaufen	€ 25,93
Daniel Großjohann, Dr. Roger Becker (CEFA)	20. August 2021	Halten	€ 28,07
Daniel Großjohann, Dr. Roger Becker (CEFA)	11. Februar 2022	Halten	€ 30,46
Daniel Großjohann, Dr. Roger Becker (CEFA)	12. April 2022	Kaufen	€ 34,21
Daniel Großjohann, Dr. Roger Becker (CEFA)	24. August 2022	Halten	€ 30,47

### 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 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 und Uhrzeit des Abschlusses der Erstellung:

**2.5.2023, 10:30 (MESZ)**

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

**Schlusskurse vom 28.4.2023, 17:30 (MESZ)**

#### 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, 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 eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,
- waren innerhalb der vergangenen 12 Monate nicht an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden und haben aus solchen Vereinbarungen keine 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 Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen so weit 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 Interessenkonflikte für die Bank begründen könnten. Insidergeschäfte gemäß Art. 14 Verordnung (EU) 596/2014 sind grundsätzlich nicht erlaubt. Sämtliche Mitarbeiter der 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 BankM 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 Delegierte Verordnung (EU) Nr. 958/2016 Art. 6 Abs. 3 sind im Internet unter [http://www.bankm.de/webdyn/138\\_cs\\_Gesetzliche+Angaben.html](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.**

© 2023 BankM AG, Baseler Straße 10, D-60329 Frankfurt. Alle Rechte vorbehalten.

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