



Researchstudie (Anno)

InterCard AG Informationssysteme



**Cross-Selling-Effekte zeigen positive Wirkung –
Weitere Steigerung der Rentabilität in 2014 und 2015 erwartet**

Kursziel: 5,00 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

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

InterCard AG Informationssysteme *4;5;7

Rating: KAUFEN
Kursziel: 5,00

Aktueller Kurs: 3,92
23.5.2014 / FFM
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0JC0V8
WKN: A0JC0V
Börsenkürzel: I18
Aktienanzahl³: 1,45
Marketcap³: 5,68
Enterprise Value³: 6,41³
in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 72,30 %

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.2014

Analysten:

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Technologie

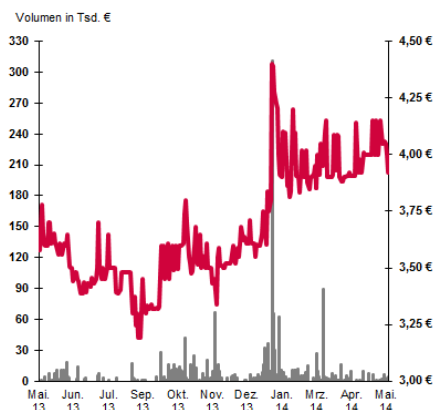
Fokus: Multifunktionale Chipkarten, Zutrittslösungen

Mitarbeiter: 75

Gründung: 1978

Firmensitz: Villingen-Schwenningen

Vorstand: Gerson Riesle



Die InterCard AG Informationssysteme ist gemeinsam mit ihren Tochtergesellschaften InterCard GmbH Kartensysteme und Intrakey technologies GmbH Marktführer im Bereich Multifunktionale Kartensysteme für Universitäten, Hochschulen und andere Bildungseinrichtungen in Deutschland. Mehr als 130 Universitäten, Hochschulen und Studentenwerke alleine in Deutschland vertrauen auf den hohen Sicherheitsstandard und die Zuverlässigkeit der InterCard-Systeme. Mehr als 1 Mio. Studierende nutzen heute schon die Multifunktionskarte 'UniCard' von InterCard als Elektronischen Studierendenausweis. Der Elektronische Studierendenausweis von InterCard ersetzt mit nur einer Karte den bisherigen Papierausweis, den Bibliotheksausweis, die Mensakarte und den Essensbon, die Kopierkarte, den Zugangsschlüssel und den Ausweis für öffentliche Verkehrsmittel. Mit der Tochtergesellschaft MobileServices GmbH ist die InterCard-Gruppe darüber hinaus im Bereich der Apps für Bildungseinrichtungen aktiv und adressiert den stark wachsenden Markt für mobile Anwendungen per Smartphone und Tablet-PC.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e
Umsatz	9,60	10,37	11,25	12,00
EBITDA	1,02	1,06	1,20	1,30
EBIT	0,77	0,80	0,93	1,00
Jahresüberschuss	0,46	0,46	0,57	0,62

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,38	0,32	0,40	0,43
Dividende je Aktie	0,05	0,05	0,07	0,10

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,75	0,62	0,57	0,53
EV/EBITDA	7,02	6,06	5,34	4,93
EV/EBIT	9,39	8,01	6,92	6,41
KGV	12,36	12,38	9,92	9,11
KBV		1,05		

Finanztermine

24.06.2014: Hauptversammlung
September 2014: Veröffentlichung HJ-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
23.09.2013: RS / 5,00 / KAUFEN
17.07.2013: RG / 4,85 / KAUFEN
21.05.2013: RS / 4,85 / KAUFEN
07.03.2013: RS / 5,30 / KAUFEN
12.02.2013: RG / 5,30 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 20

EXECUTIVE SUMMARY

- Das Geschäftsjahr 2013 ist für die InterCard AG erfolgreich verlaufen. Die erreichten Zahlen konnten unsere Erwartungen übererfüllen. Während die Umsatzerlöse nahezu auf dem von uns prognostizierten Niveau ausfielen, lagen die Ergebniskennzahlen deutlich über unseren Prognosen.
- Auf der Umsatzseite überzeugte insbesondere die Tochtergesellschaft IntraKey, die ein Wachstum von 20,2 % aufwies und damit deutlich zeigt, dass zwischen der InterCard GmbH und IntraKey GmbH Cross-Selling-Effekte erzielt werden können.
- Aber auch die InterCard GmbH konnte im Hochschulbereich neue Kunden gewinnen, was nicht nur die Marktführerschaft untermauert, sondern auch die wiederkehrenden Umsatzerlöse in den kommenden Jahren weiter erhöht.
- Mit einem erzielten EBIT in Höhe von 0,80 Mio. € konnten unsere Erwartungen deutlich übertroffen werden. Wir waren nur von einem EBIT von 0,67 Mio. € ausgegangen. Dieser gute Wert, der sogar das Vorjahresniveau übertraf, konnte trotz Investitionen im Personal- und Entwicklungsbereich erreicht werden.
- Bilanziell konnte die InterCard AG ebenfalls weitere Verbesserungen erreichen. Die Eigenkapitalquote stieg vor dem Hintergrund des guten Ergebnisses und zweier durchgeführter Kapitalerhöhungen auf 70 %. Die Finanzverbindlichkeiten wurden zudem auf 1,43 Mio. € reduziert und in Folge der verbesserten Bonität zu deutlich günstigeren Konditionen umfinanziert, was sich bereits in sinkenden Finanzaufwendungen niederschlug.
- Für das GJ 2014 sind wir zuversichtlich, dass ein erneut starkes Wachstum um 8,5 % auf 11,25 Mio. € erreicht werden kann. Erneut gehen wir davon aus, dass Kunden aus dem außerhochschulischen Bereich einen wesentlichen Wachstumsbeitrag leisten werden.
- Ergebnisseitig erwarten wir weitere Skaleneffekte auf Grund der unterproportional steigenden Aufwendungen, insbesondere im Personalbereich. In der Folge erwarten wir ein EBIT in Höhe von 0,93 Mio. €, was einer EBIT-Marge von 8,2 % entspricht. In 2015 sollte diese dann sogar einen Wert von 8,3 % erreichen. Auf der Nettoebene sollten die Zuwächse auf Grund des verbesserten Finanzergebnisses sowie entfallender Minderheitenanteile noch deutlicher ausfallen.
- Die InterCard AG ist mit einem KBV von 1,1 und einem 2014er KGV von rund 10 noch immer sehr günstig bewertet, wenngleich die Aktie seit Aufnahme unseres Coverage im Dezember 2012 bereits um 45 % an Wert zulegen konnte, die Verwässerung durch die Kapitalerhöhungen berücksichtigt.
- Auf Basis unserer Prognosen haben wir für die Aktien der InterCard AG ein Kursziel von 5,00 € ermittelt. Trotz der Verwässerung durch die Kapitalerhöhung im November 2013 bestätigen wir damit das bisherige Kursziel. Das Rating KAUFEN belassen wir auf Grund des noch immer hohen Kurspotenzials von über 20 % unverändert.

INHALTSVERZEICHNIS

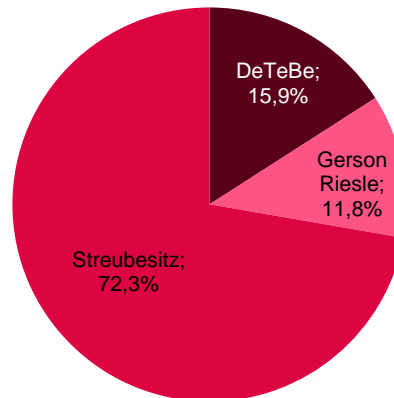
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Unternehmensstruktur	4
Referenzkunden (Auszug)	4
Markt und Marktumfeld	5
Der deutsche Hochschulmarkt	5
Der Markt für Zutrittskontrollsysteme	6
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	7
Kennzahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2013	8
Differenzanalyse.....	8
Umsatzentwicklung	8
Ergebnisentwicklung	10
Bilanzielle und finanzielle Situation	12
SWOT-Analyse	13
Prognose und Modellannahmen	14
Umsatzprognosen	14
Ergebnisprognosen	15
Bewertung	17
Modellannahmen	17
Bestimmung der Kapitalkosten	17
Bewertungsergebnis	17
DCF-Modell.....	18
Anhang	19

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Aktionär	Anteil
DeTeBe AG	15,9 %
Gerson Riesle	11,8 %
Streubesitz	72,3 %
Summe	100,0 %

Quelle: DeTeBe AG, Deutsche Börse

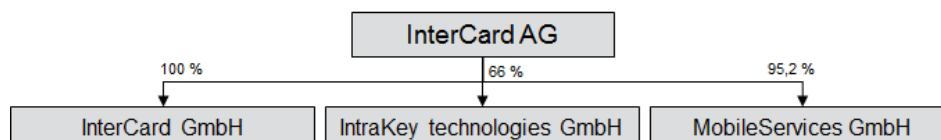


Unternehmensstruktur

Die InterCard AG Informationssysteme fungiert als nicht-operative Holdinggesellschaft der InterCard-Gruppe. Dabei hält die InterCard AG Beteiligungen an drei vollkonsolidierten operativen Tochtergesellschaften.

Die InterCard GmbH, an welcher die InterCard AG 100 % der Anteile hält, ist im Bereich der multifunktionalen Kartensysteme für Hochschulen, Universitäten und andere Bildungseinrichtungen aktiv, dem größten Geschäftsbereich der InterCard-Gruppe.

Während die 66 %ige Beteiligung IntraKey technologies GmbH darüber hinaus den Geschäftsbereich Gebäudesicherheit, Zutrittskontrolle und Zeiterfassung abdeckt, ist die MobileServices GmbH, eine 95,2 %ige Tochtergesellschaft, im Bereich der mobilen Dienstleistungen für Bildungseinrichtungen aktiv und adressiert den stark wachsenden Markt für mobile Anwendungen per Smartphone und Tablet-PC.



Quelle: InterCard, GBC

Referenzkunden (Auszug)

Universitäten	Hochschulen/FHs	Studentenwerke	Berufsakademien
- Bayreuth	- HS Bielefeld	- Bielefeld	- BA Dresden
- Duisburg-Essen	- HS Bochum	- Bonn	- BA Eisenach
- Frankfurt/Main	- HFBK Dresden	- Bremen	- BA Gera
- Frankfurt/Oder	- Heilbronn BS	- Essen-Duisburg	- BA Heidenheim
- Hohenheim	- SpoHo Köln	- Freiburg	- DHBW Lörrach
- TU Ilmenau	- PH Ludwigsburg	- Greifswald	- DHBW Mosbach
- Jena	- Luzern FHZ (CH)	- Halle	- DHBW Ravensburg
- Leipzig	- HS Magdeburg	- Koblenz	- DHBW Schwenningen
- München TU	- HS Mannheim	- Konstanz	- DHBW Stuttgart
- Osnabrück Uni	- HS Osnabrück	- Leipzig	
- Stuttgart	- HS Pforzheim	- Rostock	
- Tübingen	- HS Reutlingen	- Stuttgart	
- Winterthur (CH)	- HfM Saarbrücken	- Tier	
- Würzburg	- HS Wiesbaden	- Ulm	

Quelle: InterCard, GBC

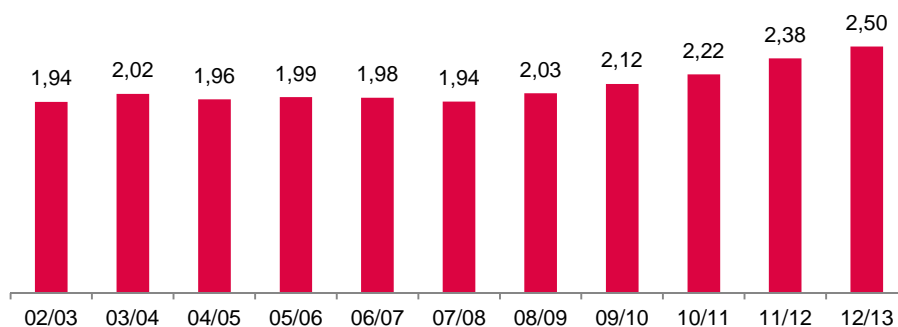
MARKT UND MARKTUMFELD

Der deutsche Hochschulmarkt

Über 70 % der Umsatzerlöse erzielt die InterCard AG mit Hochschulen und Studentenwerken. Dabei hält das Unternehmen einen Marktanteil von rund 80 %, gemessen an allen deutschen Hochschulen, welche ein Chipkartensystem installiert haben. Insofern sollte InterCard einen bedeutenden Anteil an der weiteren Marktdurchdringung von Chipkartensystemen an Hochschulen erhalten.

Die Umfeldbedingungen für weitere Investitionen in Chipkartensysteme seitens der Hochschulen sind dabei gut. Immerhin konnte erst zum Wintersemester 12/13 mit 2,50 Mio. Studierenden ein neuer Rekord bei der Studentenzahl in Deutschland registriert werden. Bis zum Jahr 2020 wird erwartet, dass sich diese Zahl auf 2,55 Mio. erhöht.

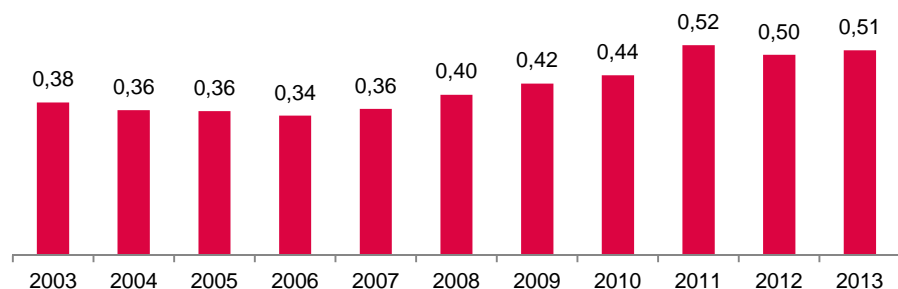
Anzahl Studenten an deutschen Hochschulen (in Mio.)



Quelle: Statistisches Bundesamt

Auch die Zahl der Studienanfänger hält sich auf einem hohen Niveau. In 2013 wurden in Deutschland zuletzt 0,51 Mio. Erstsemester-Studenten gezählt. Wenngleich die Zahl bis zum Jahr 2020 wieder etwas rückläufig erwartet wird, wird der Förderung der Hochschulen und der Bildungsqualität politisch ein hoher Stellenwert eingeräumt.

Anzahl Studienanfänger im ersten Semester in Deutschland (in Mio.)

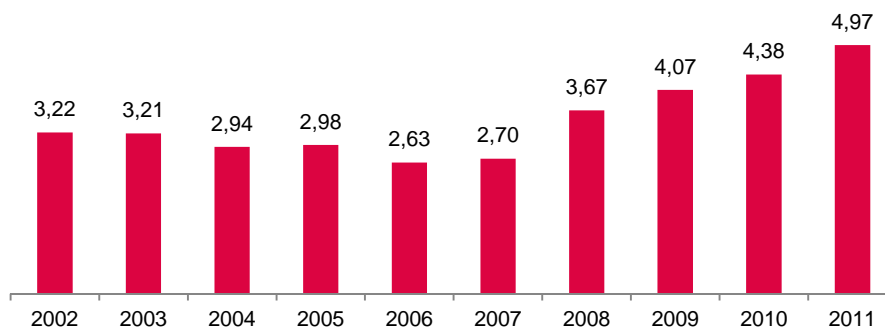


Quelle: Statistisches Bundesamt

Dabei werden u.a. im Rahmen des *Hochschulpaktes 2020* allein zwischen den Jahren 2011 und 2015 rund 7 Mrd. € Bundesmittel zum Ausbau der Studienangebote bereitgestellt, um 0,625 Mio. Studienanfänger eine Studienmöglichkeit zu verschaffen. Insgesamt wurden deutschen Hochschulen in 2012 durch Bund und Länder 24,7 Mrd. € an Grundmitteln zur Verfügung gestellt, 34,0 % mehr als noch in 2005. Diese Zahlen verdeutlichen, dass der steigenden Nachfrage nach Studienplätzen Rechnung getragen wird und die Verbesserung des Studienstandortes Deutschland ein zentrales Thema ist.

Diese Zahlen schlagen sich auch in den Investitionsausgaben der Hochschulen nieder. Während in 2011 nicht nur die Gesamtausgaben der Hochschulen zugelegt haben, stiegen auch die Investitionsausgaben weiter deutlich an. Die Investitionsausgaben umfassen auch die Investitionen in Chipkarten- und Zutrittskontrollsysteme, welche für InterCard relevant sind. Im Jahr 2011 war zuletzt ein Zuwachs bei den Investitionsausgaben um 13,4 % zu verzeichnen, womit der seit mehreren Jahren eingeschlagene Aufwärtstrend fortgesetzt wurde. Wir gehen vor dem Hintergrund des laufenden *Hochschulpaktes 2020* davon aus, dass diese Werte in 2012 und 2013 zumindest das hohe Niveau gehalten haben.

Investitionsausgaben deutscher Hochschulen (in Mrd. €)



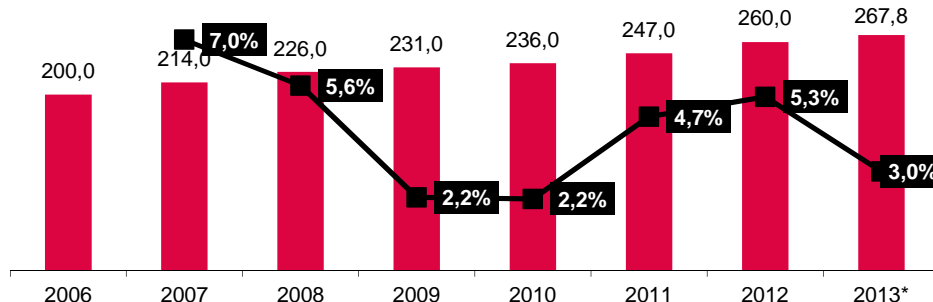
Quelle: Statistisches Bundesamt

Der Markt für Zutrittskontrollsysteme

Aber auch außerhalb des Hochschulbereiches, wo es für die InterCard AG immer wichtiger wird Fuß zu fassen, bieten sich dem Unternehmen gute Möglichkeiten. So wuchs der deutsche Markt für elektronische Sicherheitstechnik im Jahr 2012 um 6,3 % auf 2,95 Mrd. € und übertraf damit die Erwartungen des Branchenverbandes ZVEI deutlich.

Der Teilmarkt für Zutrittskontrollsysteme, der rund 9 % des Marktes für elektronische Sicherheitstechnik ausmacht, konnte mit diesem Wachstumstempo mithalten und legte in 2012 um 5,3 % auf 260 Mio. € zu. Insofern war der Wachstumstrend der Branche abermals ungebrochen. Ein Grund der hohen Zuwachsraten, insbesondere in den Jahren 2011 und 2012 ist die starke Baukonjunktur sowie ein allgemein wachsendes Sicherheitsbewusstsein der Gesellschaft. Auch für 2013 geht der Branchenverband ZVEI davon aus, dass der Markt für Zutrittskontrollsysteme deutlich um weitere 3,0 % gewachsen ist.

Deutscher Markt für Zutrittskontrollsysteme (in Mio. €)



Quelle: ZVEI-Fachverband; *Prognose

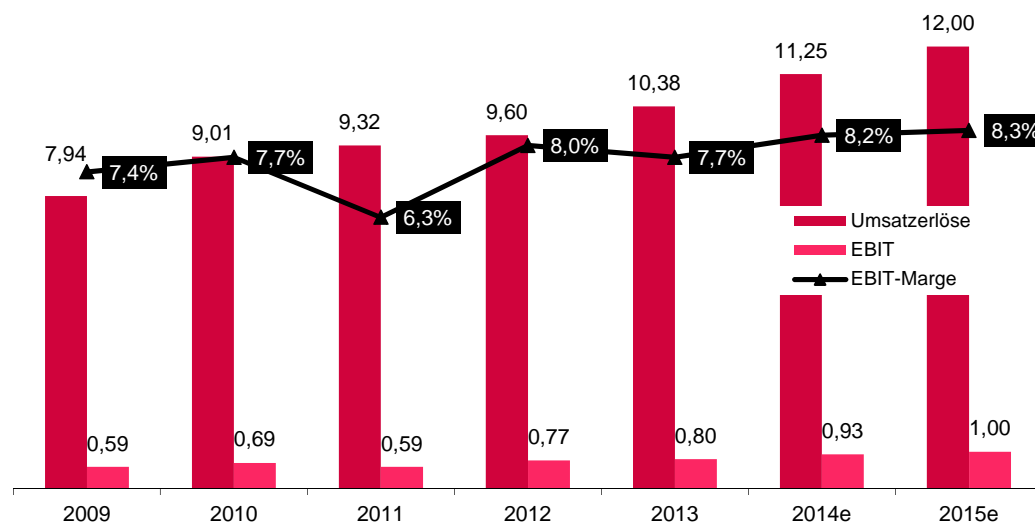
Insgesamt sollte die InterCard AG sowohl bei den Chipkartensystemen, als auch den Zutrittskontrollsystemen im Bereich außerhalb der Hochschulen, auf marktseitig gute Bedingungen stoßen und davon auch in den kommenden Perioden profitieren.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2012		GJ 2013		GJ 2014e		GJ 2015e	
Umsatzerlöse	9,596	98,94%	10,370	99,54%	11,250	100,00%	12,000	100,00%
Bestandsveränderung	0,103	1,06%	0,048	0,46%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Gesamtleistung	9,698	100,00%	10,418	100,00%	11,250	100,00%	12,000	100,00%
sonstige betriebliche Erträge	0,108	1,11%	0,163	1,57%	0,100	0,89%	0,100	0,83%
Materialaufwand	-3,636	-37,50%	-3,895	-37,39%	-4,286	-38,10%	-4,590	-38,25%
Personalaufwand	-3,808	-39,27%	-4,156	-39,89%	-4,400	-39,11%	-4,621	-38,51%
Abschreibungen	-0,257	-2,65%	-0,258	-2,47%	-0,275	-2,44%	-0,300	-2,50%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,338	-13,80%	-1,473	-14,14%	-1,464	-13,01%	-1,589	-13,24%
EBIT	0,766	7,90%	0,800	7,67%	0,925	8,22%	1,000	8,33%
Ergebnis aus assoziierten Unternehmen	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Zinserträge	0,002	0,02%	0,004	0,03%	0,005	0,04%	0,005	0,04%
Zinsaufwendungen	-0,138	-1,42%	-0,101	-0,96%	-0,100	-0,89%	-0,100	-0,83%
EBT	0,630	6,50%	0,703	6,74%	0,830	7,38%	0,905	7,54%
Ertragssteuern	-0,159	-1,64%	-0,219	-2,10%	-0,257	-2,29%	-0,281	-2,34%
Konzernjahresüberschuss vor Minderheiten	0,471	4,86%	0,484	4,65%	0,573	5,09%	0,624	5,20%
Minderheitenanteile	-0,011	-0,11%	-0,026	-0,24%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Jahresüberschuss	0,460	4,75%	0,459	4,40%	0,573	5,09%	0,624	5,20%
EBITDA	1,02		1,06		1,20		1,30	
in % der Umsatzerlöse	10,6 %		10,1 %		10,7 %		10,8 %	
EBIT	0,77		0,80		0,93		1,00	
in % der Umsatzerlöse	7,9 %		7,7 %		8,2 %		8,3 %	
Ergebnis je Aktie in €* Dividende je Aktie in € Aktienzahl in Mio. Stück	0,38 0,05 1,20		0,32 0,05 1,45		0,40 0,07 1,45		0,43 0,10 1,45	

Umsatz- und Ergebniskennzahlen



Quelle: InterCard, GBC

Geschäftsentwicklung 2013

GuV (in Mio. €)	GJ 2012	Δ zum VJ	GJ 2013	GJ 2013e GBC
Umsatzerlöse (brutto)	9,60	+8,1%	10,37	10,50
EBITDA	1,02	+3,3%	1,06	0,92
EBITDA-Marge	10,6%	-0,5 Pp.	10,1%	8,8 %
EBIT	0,77	+4,4%	0,80	0,67
EBIT-Marge	7,9%	-0,2 Pp.	7,7%	6,4 %
Jahresüberschuss	0,46	-0,4%	0,46	0,33
EPS in €	0,38	-0,4%	0,32	0,23

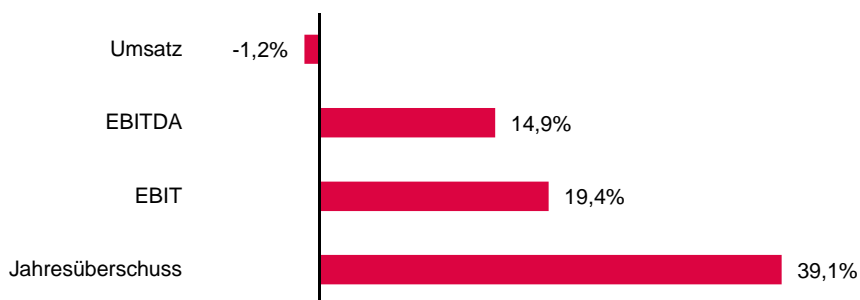
Quelle: InterCard, GBC

Differenzanalyse

Die Zahlen der InterCard AG für das GJ 2013 haben unsere Erwartungen insgesamt betrachtet deutlich übertroffen. Während unsere Prognosen auf der Umsatzseite nahezu getroffen wurden, lagen die Ergebnisse klar oberhalb unserer Erwartungen. Die Umsatzerlöse fielen mit 10,37 Mio. € lediglich 1,2 % niedriger aus, als wir dies in unseren Prognosen berücksichtigt hatten. Die absolute Differenz in Höhe von 0,13 Mio. € ist vor allem mit den noch nicht eingetretenen Umsatzerlösen aus dem Produkt campus-to-go zu erklären.

Im Zuge der Umsatzsteigerung um 8,1 % erreichte die InterCard AG jedoch deutlich höhere Skaleneffekte, als wir dies angenommen hatten. Im Zuge von geringer als antizipierten Steigerungen bei den Kostenpositionen Personalaufwand und sonstige betriebliche Aufwendungen wurden unsere Ergebnisprognosen deutlich übertroffen. Bei EBITDA lag das Unternehmen um 14,9 % über unseren Erwartungen, beim EBIT sogar 19,4 %. Auch die erreichten Ergebnismargen übertrafen in der Konsequenz unsere Schätzungen. Die EBIT-Marge erreichte einen Wert von 7,7 % und damit 1,3 Prozentpunkte mehr als von uns erwartet.

Abweichung der tatsächlich erreichten Zahlen zu den GBC-Schätzungen in %



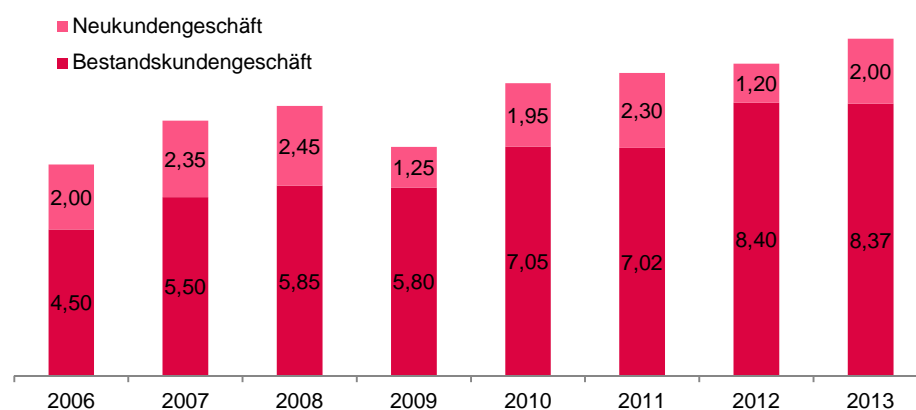
Quelle: InterCard, GBC

Umsatzentwicklung

Mit einem Umsatzzuwachs um 8,1 % im abgelaufenen Geschäftsjahr konnte die InterCard AG sowohl die eigenen, als auch unsere Erwartungen, erfüllen und nach zwei Jahren niedriger einstelliger Wachstumsraten nun wieder deutlicher zulegen. Dabei ist jedoch auch zu betonen, dass die InterCard AG insgesamt über ein außerordentlich stabiles Geschäftsmodell verfügt und seit 2006 lediglich in einem Jahr (2009) einen leichten Umsatzrückgang zu verbuchen hatte. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate lag seit 2006 bei 6,9 %.

Einer der Hauptgründe für diese stabile Umsatzentwicklung ist der hohe Anteil an wiederkehrenden Umsatzerlösen von rund 60 %. Dies verdeutlicht auch ein Blick auf die Umsatzverteilung zwischen Bestands- und Neukunden. Rund 81 % der Umsatzerlöse wurden im GJ 2013 mit Bestandskunden (Wiederkehrende Umsätze, Upselling und Migrationsprojekte) erwirtschaftet, 19 % mit Neukunden. Während das Bestandskundengeschäft in 2013 auf dem Vorjahresniveau rangierte, war für das Wachstum vor allem das Neukundengeschäft verantwortlich. Hier konnten gegenüber dem Vorjahr um zwei Drittel erhöhte Erlöse verzeichnet werden.

Umsatzverteilung Bestandskunden und Neukunden (in Mio. €)



Quelle: InterCard, GBC

Hintergrund des erfolgreichen Neukundengeschäfts ist insbesondere die Entwicklung der Tochtergesellschaft IntraKey GmbH, was vor allem aus strategischer Sicht sehr erfreulich zu sehen ist.

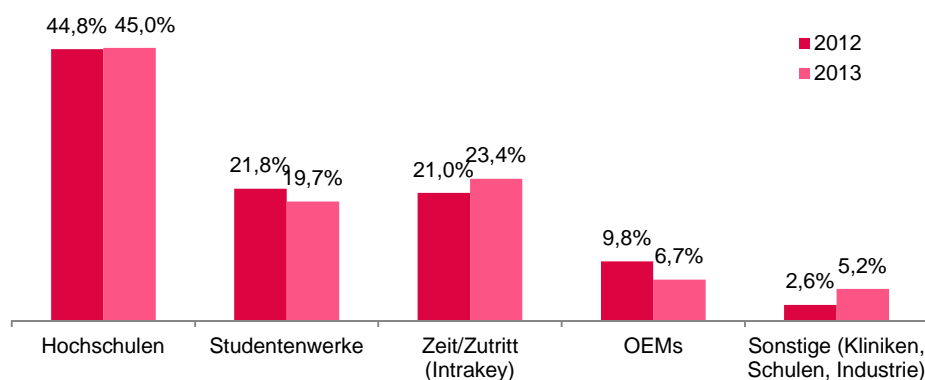
Die 66 %ige Tochtergesellschaft IntraKey GmbH, über welche der Bereich Zeit/Zutritt vertreten wird, war einer der wesentlichen Wachstumsfaktoren im GJ 2013. Die Gesellschaft konnte ihre Umsatzerlöse deutlich um 20,2 % auf 2,43 Mio. € ausweiten. Neben der kontinuierlichen Weiterentwicklung der Produktpalette hat sich auch die Ausweitung der Vertriebskapazitäten positiv bemerkbar gemacht. Der Anteil am Konzernumsatz wurde auf nunmehr 23,4 % ausgeweitet.

Einer der wichtigen Faktoren für das hohe Wachstum der IntraKey GmbH waren Cross-Selling-Effekte mit der InterCard GmbH, welche den Bereich der Chipkartensysteme abdeckt und einen starken Zugang zu Hochschulkunden hat. Dadurch erhält die IntraKey GmbH einen Zugang zu den Kunden der InterCard GmbH im Hochschulbereich, wo die InterCard-Systeme durch die entsprechenden Zutrittskontrollsysteme ergänzt oder gleich gemeinsam angeboten werden können.

Aber auch im außerhochschulischen Bereich konnte IntraKey GmbH im GJ 2013 ein überproportional zum Gesamtmarkt liegendes Wachstum aufweisen, was für die gute Produktpositionierung des Unternehmens spricht. Jedoch ist auch zu betonen, dass die wechselseitigen Cross-Selling-Effekte noch nicht ganz zum Tragen kommen. Vom Zugang der IntraKey GmbH zu Kunden im außerhochschulischen Bereich konnte die InterCard GmbH offenkundig noch nicht wesentlich profitieren, was die noch immer niedrigen Umsatzvolumina des Bereichs Sonstige aufzeigen. Um dieser Situation in Zukunft entgegenzuwirken soll der Anteil an der IntraKey GmbH noch im 1. HJ 2014 auf 100 % aufgestockt werden. Im Zuge dessen sollen die Produkte technologisch integriert und der Vertrieb aufeinander abgestimmt werden, um die Cross-Selling-Potenziale in Zukunft noch besser nutzen zu können.

Im Hochschulbereich war die InterCard GmbH im GJ 2013 jedoch ebenfalls weiterhin erfolgreich und konnte ihren hohen Marktanteil von rund 80 % sichern. Mit 10 neuen Hochschulen wurde die Basis der wiederkehrenden Umsätze weiter gestärkt und in diesem Bereich insgesamt ein Wachstum um 8,6 % auf 4,67 Mio. € erreicht. Mit einem Umsatzanteil von 45 % ist der Hochschulbereich unverändert der größte Umsatzträger der InterCard AG.

Umsatzanteile der Bereiche



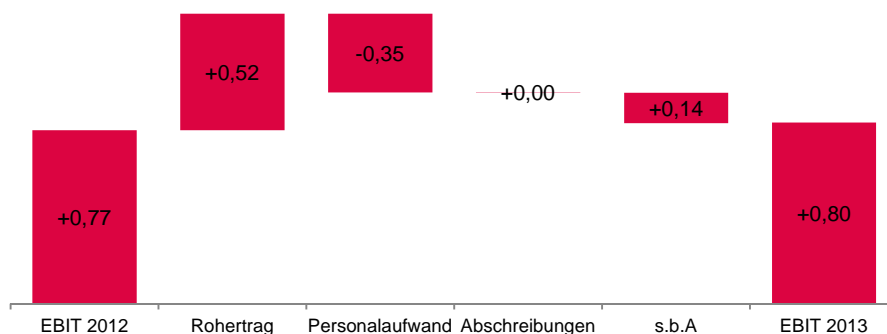
Quelle: InterCard, GBC

Noch nicht in zufriedenstellendem Maße entwickelt hat sich die Tochtergesellschaft MobileServices GmbH, welche die Hochschul-App campus-to-go entwickelt hat und anbietet. Derzeit konnte nur ein Referenzkunde gewonnen werden, der keinen nennenswerten Umsatzbeitrag leistet. Die Gründe hierfür sind insbesondere die länger als erwartet dauernden Entscheidungsprozesse der Hochschulen die Einführung betreffend, als auch weiterführende inhaltliche Anforderungen, um welche das Produkt noch ergänzt werden musste. Um die Entwicklung der Gesellschaft voranzutreiben, wurde der Unternehmenssitz der MobileServices von Hamburg nach Villingen-Schwenningen verlegt, um die Synergien in der Produktentwicklung und dem Vertrieb besser nutzen zu können.

Ergebnisentwicklung

Der größte EBIT-Treiber war im GJ 2013 im Bereich des Rohertrages (inkl. sonstige betriebliche Erträge) zu beobachten. Während die Umsatzerlöse um 8,1 % zulegten, stieg der Materialaufwand unterproportional um 7,1 %. Die Materialaufwandsquote verbesserte sich entsprechend leicht um 0,1 Prozentpunkte. Die nur minimale Veränderung der Quote macht deutlich, dass die InterCard AG eine gute Effizienz im Herstellungsprozess aufweist, auch bei steigenden Umsatzvolumina. Auch die sonstigen betrieblichen Erträge legten gegenüber dem Vorjahr leicht zu.

EBIT-Brücke 2012 - 2013

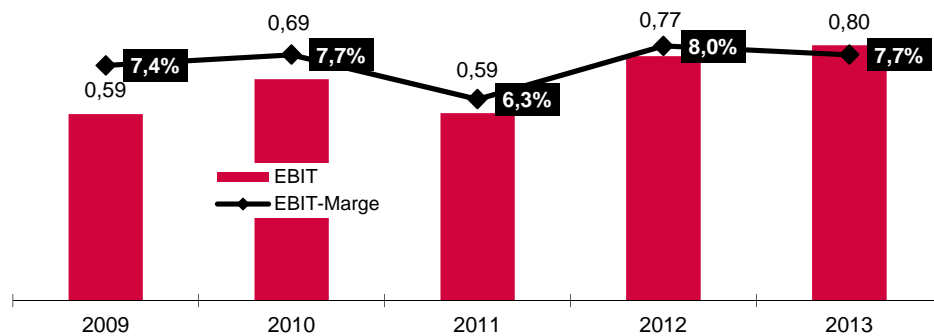


Quelle: InterCard, GBC

Während die Abschreibungen gegenüber 2012 nahezu unverändert blieben, waren bei den weiteren Kostenpositionen *Personalaufwand* und *sonstige betriebliche Aufwendungen* zum Umsatz überproportionale Zuwächse zu verzeichnen. Diese hatten wir so in unseren Prognosen bereits berücksichtigt, was im Zuge der Ausweitung der Vertriebs- und Entwicklungsaktivitäten zu sehen ist.

Dennoch ist zu konstatieren, dass die Zuwächse bei beiden Kostenpositionen geringer ausgefallen sind, als wir das zunächst erwartet hatten, was in der Folge zum Übertreffen unserer Prognosen geführt hat. Im Personalbereich hat vor allem der Aufbau des Vertriebsteams zum Anstieg der Kostenposition geführt. Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen waren unter anderem die gestiegenen Aufwendungen für freie Mitarbeiter für den Anstieg verantwortlich. Dies ist auch die wesentliche Ursache der noch angefallenen Anlaufverluste der MobileServices in Höhe von 0,08 Mio. € auf EBT-Ebene. Zudem waren auch bei den Beratungskosten sowie Werbe- und Reisekosten Steigerungen zu verzeichnen.

EBIT-Entwicklung 2009 – 2013 (in Mio. €)



Quelle: InterCard, GBC

Insgesamt schätzen wir die Ergebnisentwicklung der InterCard AG als sehr zufriedenstellend ein. Trotz der erhöhten Aufwendungen für Vertrieb und Entwicklung konnte mit 0,80 Mio. € ein neues Rekord-EBIT erreicht werden. Gleichzeitig wurde die EBIT-Marge auf dem hohen Niveau der Vorjahre stabilisiert.

Das Nettoergebnis betreffend gab es zwei gegenläufige Effekte. Zum einen war der Zinsaufwand mit 0,10 Mio. € deutlich niedriger als im Vorjahr, was auf die Nutzung der günstigen Finanzierungsbedingungen, aber auch auf die Rückführung von Gesellschafterdarlehen und Kreditverbindlichkeiten, zurückzuführen war. Zum anderen fiel der Steuer Aufwand mit 0,22 Mio. € deutlich höher aus als in 2012. Dies ist neben dem erhöhten Vorsteuerergebnis bedingt durch einen positiven Effekt aus einer steuerlichen Betriebsprüfung im Vorjahr. Im Zuge dessen lag die effektive Steuerquote in 2013 bei 31 %, nach 25 % im Vorjahr.

Bilanzielle und finanzielle Situation

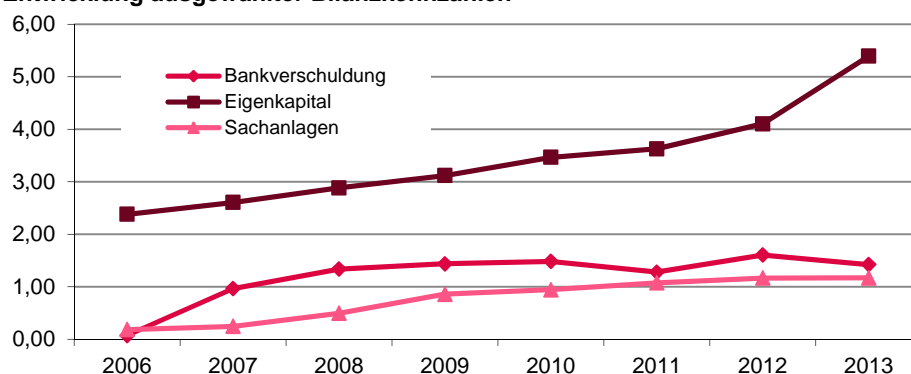
in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013
Eigenkapital	3,63	4,10	5,39
EK-Quote (in %)	57,1 %	58,9 %	70,0 %
Finanzverbindlichkeiten (inkl. Gesellschafterdarlehen)	1,46	1,79	1,43
Liquide Mittel	0,33	0,47	0,91
Nettoverschuldung	1,13	1,32	0,51
Operatives Anlagevermögen (ohne Goodwill)	1,08	1,17	1,17
Goodwill	3,02	3,02	3,02
Working Capital	0,66	1,23	1,71

Quelle: InterCard, GBC

Im abgelaufenen GJ 2013 hat die InterCard AG ihr Grundkapital in zwei Schritten durch die Durchführung von Kapitalerhöhungen um 250.000 Aktien auf nunmehr 1,45 Mio. €, eingeteilt in ebenso viele Aktien, erhöht. Dabei flossen dem Unternehmen brutto insgesamt 0,89 Mio. € an liquiden Mitteln zu und haben das Eigenkapital entsprechend gestärkt.

In der Folge der Kapitalerhöhungen, aber auch des guten Jahresüberschusses, erhöhte sich das Eigenkapital der InterCard AG zum 31.12.2013 auf 5,39 Mio. €, was einer Eigenkapitalquote von nunmehr 70 % entspricht. Zur Steigerung der Eigenkapitalquote beigetragen hat auch die Senkung der Gesellschafterkredite um 0,15 Mio. € sowie der Kreditverbindlichkeiten um rund 0,36 Mio. € auf 1,43 Mio. €. Innerhalb der verbleibenden Kreditverbindlichkeiten wurden Umfinanzierungen vorgenommen, welche in Folge der verbesserten Bonität des Unternehmens zu günstigeren Konditionen führten und das Zinsergebnis senkten.

Entwicklung ausgewählter Bilanzkennzahlen



Quelle: InterCard, GBC

Bemerkenswert ist auch die Entwicklung des Sachanlagevermögens (ohne Goodwill), das in den vergangenen Jahren nur geringfügige Steigerungen erfahren hat. Zum Ende des GJ 2013 lag das Sachanlagevermögen mit 1,17 Mio. € auf dem gleichen Niveau wie zum Ende des Vorjahres.

Dies impliziert den niedrigen Investitionsbedarf in Sachanlagevermögen der InterCard AG, trotz der guten Wachstumsraten. Auch in den kommenden Perioden rechnen wir nicht mit wesentlichen Anstiegen bei den Investitionen. In der Folge sollten im Zuge der steigenden Ergebnisse der kommenden Jahre auch zunehmende Free-Cashflows zu beobachten sein. Mit einem Liquiditätsbestand von 0,91 Mio. € sollte die InterCard darüber hinaus finanziell gut ausgestattet sein, um die Expansion des operativen Geschäfts im Jahr 2014 aus eigenen Mitteln fortsetzen zu können.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Starker Marktanteil, mit 80 % bei allen installierten Chipkartensystemen bei Hochschulen. • Wachstumsraten von durchschnittlich 7,0 % über die letzten 7 Jahre weisen auf eine gute Marktpositionierung des Unternehmens hin. • Mit ca. 60 % besteht ein sehr hoher Anteil an wiederkehrenden Umsatzerlösen auf Grund der regelmäßigen Nachbestellungen von Chipkarten seitens der Kunden. • Dank einer stetigen Weiterentwicklung und Integration der Produkte und Anwendungen können Upselling-, Cross-Selling-Potenziale und Synergieeffekte gehoben werden. 	<ul style="list-style-type: none"> • Noch sehr kleine Unternehmensgröße. • Hoher Goodwill-Anteil an der Bilanzsumme. • Geringes Handelsvolumen der Aktie. • Das Altgeschäft mit Magnet-Kopierkarten ist stetig rückläufig.
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Bei einem hohen Marktanteil von bis zu 80 % ist die Marktdurchdringung mit ca. 30-40 % noch ausbaufähig und eröffnet noch weiteres Umsatzpotenzial in den kommenden Jahren. • Die Fokussierung liegt derzeit noch auf Kunden aus dem Hochschulbereich. Die weitere Diversifizierung der Kundengruppen eröffnet zusätzliche Wachstumspotenziale. • Derzeit ist die InterCard AG hauptsächlich auf dem deutschen Markt aktiv. Das Kundeninteresse aus anderen Ländern, wie etwa der Schweiz, Österreich oder Italien birgt neue Wachstumsperspektiven auf Märkten außerhalb Deutschlands. 	<ul style="list-style-type: none"> • Der Markt für Zutrittskontrolle ist stark fragmentiert, wodurch der Markt von einer hohen Wettbewerbsintensität geprägt ist. • Wettbewerber im Bereich der multifunktionalen Chipkarten könnten verstärkt Hochschulen als Kundenkreis adressieren und den Marktanteil der InterCard AG damit senken. • Die Ausnutzung der bislang ungenutzten Umsatzpotenziale ist stark von der Ausweitung der Vertriebskapazitäten abhängig. Fehlende Möglichkeiten des Ausbaus der Vertriebsstärke könnten das Wachstumstempo verlangsamen. • Sollte das Produkt „campus-to-go“ nicht ausreichend Anklang bei den Kunden finden, gehen wesentliche Wachstumspotenziale, als auch die bereits aufgewendeten Entwicklungskosten verloren.

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	10,37	11,25	12,00
EBITDA	1,06	1,20	1,30
EBITDA-Marge	10,1%	10,7%	10,8%
EBIT	0,80	0,93	1,00
EBIT-Marge	7,7%	8,2%	8,3%
Konzernjahresüberschuss	0,46	0,57	0,62
EPS in €	0,32	0,40	0,43

Quelle: InterCard, Schätzungen GBC

Umsatzprognosen

Auch in den kommenden Jahren sollten die Umsatzerlöse mit Hochschulen und Studentenwerken den größten Umsatzbeitrag beisteuern, mit einem Anteil von weiterhin über 50 %. Der Vorstand der InterCard AG geht davon aus, im GJ 2014 Umsatzerlöse von mehr als 11 Mio. € erzielen zu können. Das Wachstum sollte dabei erneut maßgeblich vom Wachstumsbereich Zeit/Zutritt (IntraKey), aber auch zunehmend durch außerhochschulische Kunden der InterCard GmbH getragen werden.

Nachdem die IntraKey GmbH bereits in 2013 eine überzeugende Entwicklung aufwies, sollte sich die Wachstumsdynamik fortsetzen und zu Umsatzerlösen in Höhe von rund 2,75 Mio. € führen (VJ 2,43 Mio. €). Sowohl das verbesserte Produktangebot im Zuge der vergangenen Entwicklungsarbeiten und der technologischen Integration mit den Chipkartenlösungen der InterCard GmbH, als auch die Cross-Selling-Effekte mit der InterCard GmbH sollten sich hierbei unverändert positiv bemerkbar machen bzw. sogar noch verstärkt zur Geltung kommen.

Eine wichtige strategische Zielsetzung für die kommenden Jahre ist die Eröffnung eines Zugangs zu Kunden außerhalb des Hochschulbereiches auch für die InterCard GmbH über die Schwestergesellschaft IntraKey GmbH. Dies wurde bislang noch nicht ausreichend deutlich, birgt aber ein hohes Potenzial für die kommenden Jahre und spielt damit eine zunehmend wichtige Rolle.

Der Umsatzentwicklung im außerhochschulischen Bereich, auch außerhalb der IntraKey GmbH, rechnen wir in den kommenden Jahren eine besondere Bedeutung zu. Da der Hochschulbereich mit einem Marktanteil von rund 80 % klar durch die InterCard GmbH besetzt ist, sollte sich das jährliche Wachstumspotenzial im Bereich der Chipkartensysteme für Hochschulen in den kommenden Jahren im einstelligen Prozentbereich bewegen. Derzeit sehen wir das maßgebliche Wachstumspotenzial der InterCard AG jedoch im außerhochschulischen Bereich. Wenngleich der absolute Umsatzanteil des Bereiches Sonstige noch recht gering ist, sollte hier in den Folgejahren ein merklicher Zuwachs, mit jährlichen Wachstumsraten im klar zweistelligen Prozentbereich, zu beobachten sein und vor allem mittelfristig gesehen zu einem wichtigen Standbein des Unternehmens heranwachsen.

Erwartete Umsatzverteilung nach Bereichen

Bereich (in Mio. €)	2013	2014e	Delta	2015e	Delta
Hochschulen	4,67	4,95	+6,0 %	5,15	+4,0 %
Studentenwerke	2,04	2,00	-2,0 %	2,00	+0,0 %
Zeit/Zutritt (IntraKey)	2,43	2,75	+13,2 %	3,00	+9,1 %
OEMs	0,70	0,75	+7,1 %	0,85	+13,3 %
Sonstige (Schulen, Industrie, Kliniken)	0,54	0,70	+29,6 %	0,85	+21,4 %
Apps	0,00	0,10	k.A.	0,15	+50,0 %
Gesamt	10,37	11,25	+8,4 %	12,00	+6,7 %

Quelle: Schätzungen GBC

Aber auch das OEM-Geschäft erwarten wir wieder verbessert. Während die InterCard GmbH das OEM-Geschäft heute vor allem im Hochschulbereich betreibt, soll sich hier nun verstärkt auch im außerhochschulischen Bereich engagiert werden, vor allem im Rahmen von Kooperationen mit Kopiererherstellern. Hierfür werden zunächst noch Erweiterungen des Produktangebotes entwickelt werden. Wir rechnen damit, dass sich in 2015 erstmalig spürbar positive Auswirkungen ergeben werden.

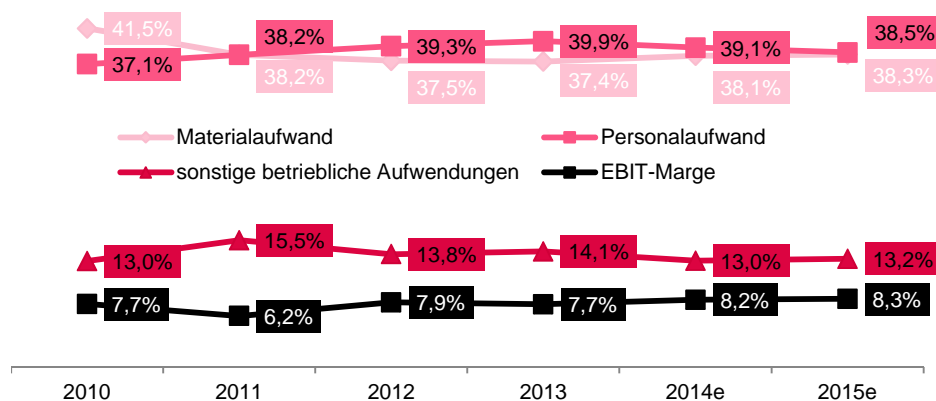
Nachdem die Tochtergesellschaft MobileServices die Erwartungen hinsichtlich der Markteinführung der mobilen Applikation campus-to-go im GJ 2013 nicht erfüllen konnte, wurden nun entsprechende Maßnahmen eingeleitet, um die Produktentwicklung enger zu kontrollieren und um Synergieeffekte besser nutzen zu können. In diesem Zuge wurde der Unternehmenssitz an den Standort der Muttergesellschaft in Villingen-Schwenningen verlegt und inhaltlich auf die Anforderungen der Hochschulen nach individuelleren Lösungen reagiert. Dennoch haben wir unsere bisherigen Schätzungen für den Bereich Apps deutlich zurückgenommen und erwarten nun konservativ zunächst nur noch 0,10 Mio. € im GJ 2014 und 0,15 Mio. € in 2015

Ergebnisprognosen

Auch im GJ 2014 wird die InterCard AG unseres Erachtens einen Fokus auf die Weiterentwicklung der Produkte in Form einer technologischen Integration zwischen IntraKey GmbH und InterCard GmbH legen. Darüber hinaus wird der Vertrieb weiter intensiviert, um den außerhochschulischen Bereich zu stärken. Insbesondere im Bereich der Personalkosten sollten sich daher in den Jahren 2014 und 2015 nochmals Zuwächse zeigen, bei dennoch leicht sinkenden Kostenquoten.

Steigende Kostenquoten sind hingegen bei den Materialaufwendungen zu erwarten. Hintergrund dessen ist der steigende Umsatzanteil der IntraKey GmbH in Folge der höheren Wachstumsraten, während gleichzeitig noch etwas niedrigere Rohertragsmargen als in der InterCard GmbH erzielt werden. Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen sind darüber hinaus stabile absolute Größenordnungen zu erwarten.

Historische und erwartete Entwicklung der Kostenquoten



Quelle: InterCard, Schätzungen GBC

Im Zuge der erwarteten fortgesetzten Umsatzausweitung gehen wir davon aus, dass auch beim EBIT in den kommenden beiden Perioden steigende Größenordnungen zu beobachten sein werden, bei gleichzeitig zunehmenden EBIT-Margen. Gegenläufig werden sich jedoch vor allem im GJ 2014 noch die erhöhten Entwicklungsanstrengungen zur technologischen Integration der Produkte sowie der weitere Ausbau des Vertriebs bemerkbar machen. Absolut betrachtet, gehen wir für 2014 daher von einem EBIT in Höhe

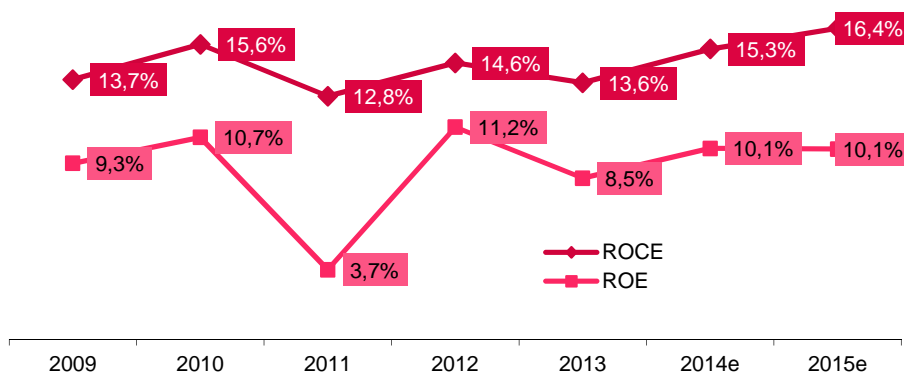
von 0,93 Mio. € aus, welches sich im GJ 2015 dann weiter auf 1,00 Mio. € verbessern sollte.

Auf der Nettoebene sollte der Effekt noch deutlicher zu spüren sein. Zum einen sollte sich das Finanzergebnis, auf Grund der Umfinanzierung zu deutlich niedrigeren Zinskonditionen und der gleichzeitig reduzierten Finanzverschuldung, noch einmal rückläufig entwickeln.

Zum anderen plant die InterCard AG noch im 1. HJ 2014 die Anteile an der Tochtergesellschaft IntraKey GmbH von derzeit 66 % auf 100 % aufzustocken. Während eine Vollkonsolidierung der Gesellschaft im Konzernabschluss bereits vorgenommen wurde, werden die Minderheitenanteile der IntraKey GmbH entfallen und zu einer entsprechenden Stärkung des Nettoergebnisses führen. Auch die Anteile an der Tochtergesellschaft MobileServices GmbH wurden im Rahmen einer Kapitalerhöhung in 2013 von 80 % auf 95,2 % aufgestockt. Das Unternehmen erwirtschaftet zwar derzeit noch keine Gewinne, jedoch wird sich die erhöhte Beteiligungsquote ebenfalls positiv auswirken, wenn der Break-even erreicht wird. Diesen erwarten wir auf Grund der auf ein Minimum reduzierten Kosten bereits für 2014.

Daher prognostizieren wir bereits für das GJ 2014 einen überproportionalen Anstieg des Jahresüberschusses um rund 25 % auf 0,57 Mio. € und 0,62 Mio. € im GJ 2015.

Erwartete Entwicklung der Kapitalrenditen



Quelle: Schätzungen GBC

Im Zuge der erwarteten EBIT-Verbesserungen sowie der unverändert niedrig erwarteten Investitionstätigkeit in das Sachanlagevermögen und einer stabil erwarteter Working Capital-Quote, sollte sich die Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE) in den kommenden beiden Geschäftsjahren weiter erhöhen. Während die InterCard AG in den vergangenen Jahren bereits konstant hohe Kapitalrenditen ausgewiesen hat, sollte sich der Wert nun schrittweise in Richtung der 17 %-Marke bewegen. Auch bei der Eigenkapitalrendite erwarten wir eine Stabilisierung oberhalb von 10 %, nachdem diese zuletzt auf Grund der Erhöhung des Eigenkapitals in Folge der Kapitalerhöhungen leicht niedriger ausfiel.

Insgesamt schätzen wir die zukünftige Entwicklung der InterCard AG unverändert als sehr vielversprechend ein. Während das Bestandsgeschäft und die wiederkehrenden Umsatzerlöse eine stabile Grundlage bilden, sollten insbesondere neue Kunden außerhalb des Hochschulbereichs, aber auch Upselling- und Cross-Selling-Effekte bei Hochschulen für weiteres Wachstum sorgen, das zu Skaleneffekten und einer Steigerung der Rentabilität führt.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die InterCard AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014 bis 2015 in Phase 1, erfolgt von 2016 bis 2021 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir eine jährliche Steigerung beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,8 % angesetzt. Die Steuerquote haben wir in Phase 2 mit 31,0 % berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir konservativ eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der InterCard AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 2,00 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,98. Dieses beinhaltet einen Risikoaufschlag auf Grund der kleinen Unternehmensgröße sowie der Illiquidität der Aktie.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 12,90 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 95,0 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) in Höhe von 12,4 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Unter Verwendung der entsprechenden Kapitalkosten (WACC) von 12,4 % resultiert für die InterCard AG zum Ende des Geschäftsjahres 2015 ein **fairer Wert je Aktie in Höhe von 5,00 €**. Trotz des Verwässerungseffektes in Folge der im November 2013 durchgeführten Kapitalerhöhung bestätigen wir damit unser Kursziel.

DCF-MODELL

InterCard AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	10,8%	ewige EBITA - Marge	9,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	7,0%	effektive Steuerquote im Endwert	31,0%
Working Capital zu Umsatz	17,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final End- wert
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	11,25	12,00	12,60	13,23	13,89	14,59	15,32	16,08	
US Veränderung	8,0%	6,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,70	2,90	3,07	3,26	3,45	3,65	3,86	4,08	
EBITDA	1,20	1,30	1,35	1,42	1,49	1,57	1,65	1,73	
EBITDA-Marge	10,7%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	
EBITA	0,92	1,00	1,06	1,14	1,21	1,29	1,37	1,45	
EBITA-Marge	8,2%	8,3%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%	9,0%
Steuern auf EBITA	-0,29	-0,31	-0,33	-0,35	-0,37	-0,40	-0,42	-0,45	
zu EBITA	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
EBI (NOPLAT)	0,64	0,69	0,73	0,78	0,83	0,89	0,94	1,00	
Kapitalrendite	10,8%	11,5%	12,1%	12,5%	13,2%	13,9%	14,6%	15,2%	15,2%
Working Capital (WC)	1,84	1,94	2,14	2,25	2,36	2,48	2,60	2,73	
WC zu Umsatz	16,3%	16,2%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	
Investitionen in WC	-0,13	-0,10	-0,20	-0,11	-0,11	-0,12	-0,12	-0,13	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	4,17	4,14	4,10	4,06	4,03	4,00	3,97	3,94	
AFA auf OAV	-0,28	-0,30	-0,29	-0,29	-0,28	-0,28	-0,28	-0,28	
AFA zu OAV	6,6%	7,2%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	
Investitionen in OAV	-0,25	-0,27	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	
Investiertes Kapital	6,01	6,08	6,24	6,31	6,39	6,48	6,57	6,67	
EBITDA	1,20	1,30	1,35	1,42	1,49	1,57	1,65	1,73	
Steuern auf EBITA	-0,29	-0,31	-0,33	-0,35	-0,37	-0,40	-0,42	-0,45	
Investitionen gesamt	-0,38	-0,37	-0,45	-0,36	-0,36	-0,37	-0,37	-0,38	
Investitionen in OAV	-0,25	-0,27	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	
Investitionen in WC	-0,13	-0,10	-0,20	-0,11	-0,11	-0,12	-0,12	-0,13	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,53	0,62	0,57	0,71	0,76	0,80	0,85	0,90	8,48

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	6,98	7,23
Barwert expliziter FCFs	3,24	3,03
Barwert des Continuing Value	3,74	4,21
Nettoschulden (Net debt)	0,15	-0,28
Wert des Eigenkapitals	6,84	7,51
Fremde Gewinnanteile	-0,23	-0,26
Wert des Aktienkapitals	6,60	7,25
Ausstehende Aktien in Mio.	1,45	1,45
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,56	5,00

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,98
Eigenkapitalkosten	12,9%
Zielgewichtung	95,0%
Fremdkapitalkosten	4,0%
Zielgewichtung	5,0%
Taxshield	25,0%
WACC	12,4%

Kapitalrendite	WACC				
	11,8%	12,1%	12,4%	12,7%	13,0%
14,7%	5,16	5,02	4,89	4,77	4,66
15,0%	5,22	5,08	4,95	4,82	4,71
15,2%	5,28	5,14	5,00	4,88	4,76
15,5%	5,34	5,19	5,06	4,93	4,81
15,7%	5,40	5,25	5,11	4,98	4,86

ANHANG

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (4;5;7)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Sonstige an der Erstellung der Studie beteiligte Personen sind:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst – Qualitätskontrolle

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG

Halderstraße 27

D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0

Fax.: 0821/24 11 33-30

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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