

## artec technologies AG<sup>\*4,5a,6a,10,11</sup>

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 8,20 €**  
**(bisher 9,00 €)**

Aktueller Kurs: 4,80  
18.10.2016 / ETR

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005209589  
WKN: 520958  
Börsenkürzel: A6T

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 2,365  
Marketcap<sup>3</sup>: 11,35  
Enterprise Value<sup>3</sup>: 10,11  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 35,00 %

Transparenzlevel:  
Entry Standard

Marktsegment:  
Freiverkehr

Rechnungslegung:  
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:  
Dero Bank AG

### Analysten:

Felix Gode, CFA  
gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 8

### Unternehmensprofil

Branche: Software

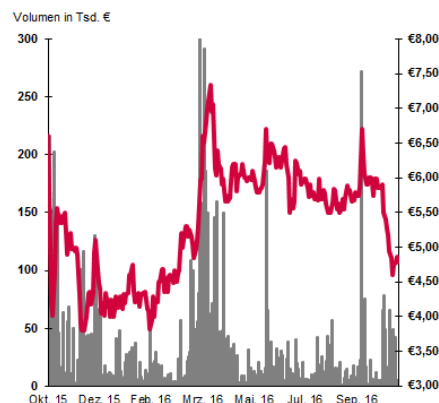
Fokus: Videosicherheitssysteme, Broadcast & Media

Mitarbeiter: 23 (Stand: 31.12.2015)

Gründung: 2000

Firmensitz: Diepholz

Vorstand: Thomas Hoffmann, Ingo Hoffmann



Die artec technologies AG konzentriert sich auf die Entwicklung, die Produktion und den Vertrieb von Softwarelösungen zur Erfassung, Übertragung, Aufzeichnung, Verarbeitung und Analyse von Video-, Audio- und Metadaten. Die entwickelten Gesamtlösungen von artec finden Anwendung im Bereich der Videosicherheit, Video Monitoring, Produktion, Training/Simulation, TV/Radio Nachweis und Mitschnitt.

Die Geschäftsbereiche unterteilen sich in die Bereiche **Videosicherheits- und Informationssysteme** sowie **Media & Broadcast**. Beide Geschäftsbereiche basieren auf einer ähnlichen Softwareplattform und schaffen somit Synergieeffekte und Produktlösungen, die beide Geschäftsbereiche zunehmend verbinden. artec begleitet den Kunden über den gesamten Wertschöpfungsprozess von der Beratung, über die Entwicklung, Fertigung, Abnahme und Wartung, bis hin zum dauerhaften Service. Die beiden Kernprodukte sind dabei die Softwareplattformen **MULTIEYE** im Bereich Videosicherheitssysteme und **XentauriX** im Bereich Broadcast & Media.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2015	31.12.2016e	31.12.2017e	31.12.2018e
Nettoerlöse	3,47	3,60	5,50	6,50
EBITDA	1,03	0,75	1,83	2,22
EBIT	0,64	0,40	1,45	1,82
Jahresergebnis	0,46	0,29	1,04	1,31

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,22	0,12	0,44	0,56
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

### Kennzahlen

EV/Umsatz	2,91	2,81	1,84	1,56
EV/EBITDA	9,80	13,44	5,54	4,55
EV/EBIT	15,87	25,14	6,97	5,54
KGV	24,57	39,14	10,92	8,64
KBV	2,91			

### Finanztermine

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

13.06.2016: RS / 9,00 / KAUFEN

17.03.2016: RS / 7,00 / KAUFEN

08.03.2016: RS / 7,00 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

Fertigstellung / Veröffentlichung: 18.10.2016

## Geschäftsentwicklung im 1. HJ 2016

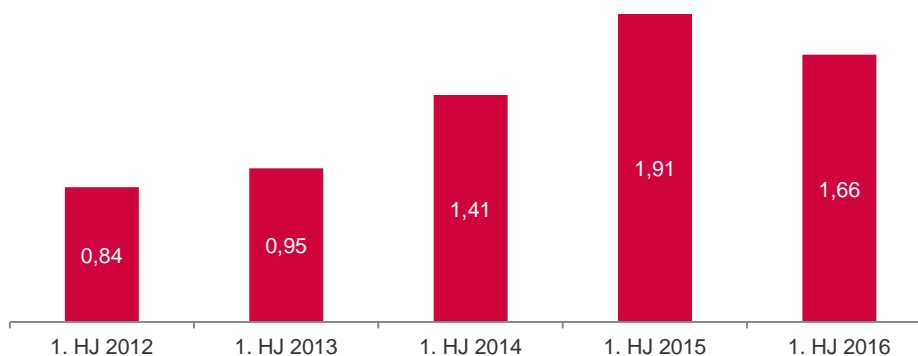
GuV (in Mio. €)	1. HJ 2014	1. HJ 2015	1. HJ 2016
Umsatzerlöse	1,41	1,91	1,66
EBITDA (Marge)	0,28 (19,8%)	0,68 (35,6%)	0,04 (2,4%)
EBIT (Marge)	0,13 (9,0%)	0,49 (25,7%)	-0,12 (-7,1%)
Periodenergebnis	0,20	0,34	-0,11
EPS in €	0,09	0,16	-0,05

Quelle: artec, GBC

Die Geschäftsentwicklung der artec technologies AG (artec) war im 1. HJ 2016 von einer starken Konzentration auf die Fortentwicklung des Produktportfolios geprägt, was dem Unternehmen jedoch eine aussichtsreiche Positionierung für ein hohes Wachstum in den kommenden Jahren verschafft. Mit 1,66 Mio. € lagen die Umsatzerlöse um 13,2 % unterhalb dem Vorjahresniveau. Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, dass die Halbjahresentwicklung so zu erwarten war, da im Vorjahreszeitraum ein sehr starker Softwareanteil zu verzeichnet wurde, der so nicht wiederholt werden konnte. Vielmehr war der Umsatzmix im 1. HJ 2016 stärker von Hardwarekomponenten dominiert. Im 2. HJ 2016 erwarten wir eine Umkehr dieses Verhältnisses.

Ungeachtet der Umsatzentwicklung hat sich die artec im 1. HJ 2016 qualitativ deutlich weiterentwickelt und damit die Basis für das zukünftige Wachstum verbreitert. Im Zuge der Konzentration auf den Ausbau der technologischen Marktführerschaft wurden einige Weiterentwicklungen des Produktportfolios vorangetrieben. Beispielsweise ist dabei die neue MULTIEYE Software 3.0 zu nennen, welche nun noch leistungsfähiger ist und mit einer intuitiv zu bedienenden Benutzeroberfläche optimiert wurde. Mit dem XENTAURIX EvidenceRecorder wurde zudem im Bereich Media/Broadcast eines der leistungsfähigsten Media-Aufzeichnungssysteme der Welt entwickelt. Nicht zuletzt hat artec die Kombination aus den beiden Produktreihen MULTIEYE und XENTAURIX für anwendungsübergreifende Applikationen nun zur Marktreife gebracht. Das neue Kombinationsprodukt wird unter dem Namen MaX vertrieben. Mit der Kameratechnik in Verbindung mit Aufzeichnungs- und vor allem Auswertungsfunktionen verfügt artec über ein Alleinstellungsmerkmal, mit dem das Unternehmen auf zunehmende Nachfrage von Kunden stößt.

### Entwicklung der Umsatzerlöse auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: artec, GBC

Vor dem Hintergrund der Entwicklungsoffensive und des daraus zukünftig zu erwartenden Umsatzschubs wurde der Personalbestand im 1. HJ 2016 weiter aufgebaut. Dabei wurden insbesondere weitere Mitarbeiter in der Entwicklung und im technischen Bereich, aber auch im Vertrieb, engagiert. Vor diesem Hintergrund legten die Personalaufwendungen im 1. HJ 2016 um 7,1 % auf 0,75 Mio. € zu. Darüber hinaus wurde auch im Entwicklungsbereich auch eine Kooperation abgeschlossen, welche die Weiterentwicklung

der Produkte nunmehr durch den Zugriff auf externe Ressourcen effizienter gestalten wird und zusätzliches Know-how einbringt.

Auf Grund des oben dargestellten höheren Hardwareumsatzes fielen zudem höhere Materialaufwendungen an, was ebenfalls einen das Ergebnis belastenden Effekt hatte. In Summe lag das EBIT daher mit -0,12 Mio. € im negativen Bereich und unterhalb des Vorjahresniveaus. Der operative Cashflow lag jedoch im 1. HJ 2016 mit 0,15 Mio. € im positiven Bereich.

Um das Wachstum zu finanzieren, hat artec im Frühjahr 2016 eine Kapitalerhöhung um rund 1 Mio. € brutto durchgeführt. Auf Grund dessen, als auch dem positiven operativen Cashflow, lag der Cashbestand zum 30.06.2016 bei 1,25 Mio. €. Das Eigenkapital lag zudem bei 3,91 Mio. €, war einer hohen Eigenkapitalquote von 84,3 % entspricht. Bilanzuell und finanziell ist artec u.E. also gut gerüstet, um die erwartete Expansion der Umsatzerlöse in den kommenden Jahren auch ohne Fremdfinanzierung vollziehen zu können.

## Prognosen und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2016e (alt)	GJ 2016 (neu)	GJ 2017e (alt)	GJ 2017 (neu)	GJ 2018e (alt)	GJ 2018 (neu)
Umsatzerlöse	4,10	3,60	6,00	5,50	7,00	6,50
EBITDA (Marge)	1,24 (30,2%)	0,75 (20,9%)	2,25 (37,5%)	1,83 (33,2%)	2,60 (37,2%)	2,22 (34,2%)
EBIT (Marge)	0,81 (19,8%)	0,40 (11,2%)	1,80 (30,0%)	1,45 (26,4%)	2,13 (30,5%)	1,82 (28,1%)
Konzernjahresüberschuss	0,59	0,29	1,30	1,04	1,54	1,31
EPS in €	0,27	0,12	0,60	0,44	0,65	0,56

Quelle: artec, GBC

Mit den im 1. HJ 2016 umgesetzten Produktentwicklungen hat die artec AG ihre Positionierung als eines der führenden Unternehmen in ihrem Bereich gefestigt. Wenngleich das 1. HJ 2016 im Umsatz schwächer ausgefallen war, erwarten wir ein stärkeres 2. HJ. Hierbei sollte der Großauftrag zur TV-Analyse aus Katar mit zunächst 1 Mio. € Projektvolumen niederschlagen, der im 2. HJ 2016 umsatz- und ertragswirksam werden sollte. Darüber hinaus sind in den kommenden Jahren auch Erweiterungen denkbar, die dann zu margenstarken Folgeumsätzen führen sollten. Zudem ist das Projekt als Meilensteinprojekt zu erwarten, das als Türöffner für weitere Projekte in diesem Bereich dienen könnte.

Jedoch gehen wir auch davon aus, dass die Umsetzung des genannten Auftrages viele Kapazitäten bindet, wenngleich im 1. HJ 2016 intensiv an der Ausweitung des Personalbestandes gearbeitet wurde. Vor diesem Hintergrund halten wir es für denkbar, dass einige weitere Aufträge nicht mehr im laufenden Jahr abgearbeitet werden können und sich in das nächste Jahr verschieben. Vor diesem Hintergrund nehmen wir unsere bisherige Umsatzprognose von 4,10 Mio. € auf 3,60 Mio. € zurück.

In den kommenden Jahren sollten die zuvor beschriebenen Weiter- und Neuentwicklungen der Produkte jedoch unverändert für zusätzliche Nachfrage sorgen, da nicht nur die technologischen Alleinstellungsmerkmale ausgeweitet, sondern auch das Anwendungsspektrum erweitert wurde, womit sich neue Nutzergruppen eröffnen. Daher sind wir, die Entwicklung des Unternehmens in den kommenden Jahren betreffend, unverändert optimistisch und gehen für 2017 und 2018 nach wie vor von deutlichen Umsatzzuwächsen aus.

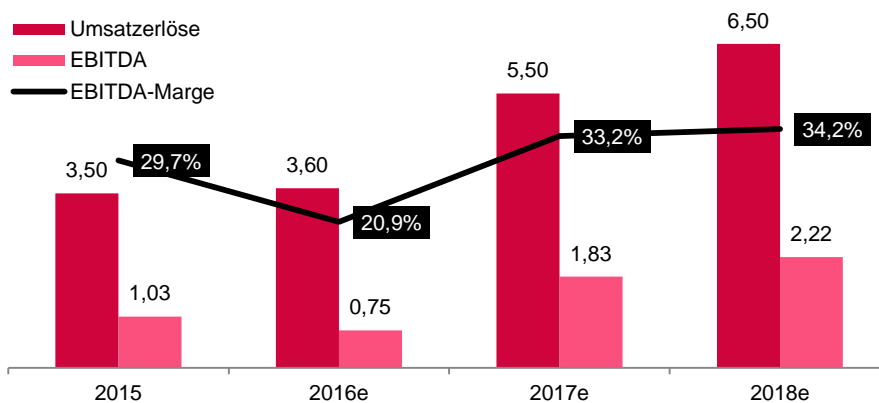
Dennoch haben wir eine leichte Adjustierung der Umsatzerwartungen gegenüber unseren bisherigen Schätzungen vorgenommen, um dem Risiko von Verzögerungen bei der Abarbeitung von Aufträgen mehr Rechnung zu tragen.

Die Investitionen in Personal, den Vertrieb sowie den Ausbau der Produkte haben im 1. HJ 2016 zu einer erhöhten Kostenbelastung geführt, welche sich auch im 2. HJ 2016 noch bemerkbar machen dürfte. Vor diesem Hintergrund haben wir neben der Umsatzerwartung auch unsere Ergebnisprognose angepasst.

So erwarten wir beim EBITDA für 2016 nunmehr einen Wert von 0,75 Mio. €, nachdem wir bislang 1,24 Mio. € erwartet hatten. Bei vergleichbarer Umsatzgröße schlagen sich hier die erhöhten Personal- und Sachkosten nieder.

Die Ergebnisprognosen die Jahre 2017 und 2018 betreffend, haben wir die erhöhte Kostenbasis entsprechend fortgeführt und im Zuge dessen ebenfalls leichte Adjustierungen der erwarteten Ergebnisgrößen vorgenommen. Somit erwarten wir für 2017 und 2018 nun EBITDA-Werte von 1,83 Mio. €, respektive 2,22 Mio. €. Dennoch gehen wir noch immer davon aus, dass EBITDA-Margen in einer Größenordnung von klar über 30 % erzielt werden können. Die mittelfristige Zielgröße bei der EBITDA-Marge haben wir dabei mit 35 % angesetzt.

#### Erwartete Entwicklung von Umsatz, EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: GBC

Die Investitionen in neue Personalkapazitäten sowie die intensive Entwicklungsarbeit an den Produkten werden das Ergebniswachstum in 2016 noch bremsen. Jedoch erwarten wir, dass diese Investitionen in die Produkte das Umsatz- und Ergebniswachstum in den Jahren 2017 und 2018 beschleunigen. Dann ist auch mit signifikanten Skaleneffekten zu rechnen, die Margesteigerungen auf Niveaus von über 30 % auf EBITDA-Ebene erwarten lassen.

**Vor dem Hintergrund der adjustierten Prognosen haben wir auch das bisherige Kursziel von 9,00 € auf 8,20 € angepasst. Der Prognoseveränderung entgegengewirkt hat dabei der niedrigere risikolose Zinssatz von nunmehr 0,5 % (vormals 1,0 %). Der seit Veröffentlichung unserer Researchstudie (Anno) vom 13.06.2016 reduzierte Kurs der artec-Aktie hat die Attraktivität eines Investments unseres Erachtens weiter erhöht, zumal das Unternehmen mit einem 2018er KGV von unter 10 günstig bewertet ist. Das Rating lautet unverändert KAUFEN.**

## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die artec technologies AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2016 bis 2018 in Phase 1, erfolgt von 2019 bis 2023 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 35,0 % (bisher: 37,2 %) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 28,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der artec technologies 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.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 0,50 % (bisher: 1,00 %).**

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 1,77.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,2 % (bisher: 10,7 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,2 % (bisher: 10,7 %).

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,2 % errechnet. **Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2017 entspricht als Kursziel 8,20 €.** Damit haben wir das Kursziel gegenüber der Researchstudie (Anno) vom 13.06.2016 von 9,00 € leicht gesenkt. Der niedrigere risikolose Zinssatz wirkt dabei den adjustierten Prognosen entgegen.

## DCF-Modell

### artec technologies 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	35,0%	ewige EBITA - Marge	29,4%
AFA zu operativen Anlagevermögen	24,5%	effektive Steuerquote im Endwert	28,0%
Working Capital zu Umsatz	20,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final	
	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e		Endwert
in Mio. EUR										
Umsatz (US)	3,60	5,50	6,50	6,83	7,17	7,52	7,90	8,30		
US Veränderung	3,8%	52,8%	18,2%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%		2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,54	3,58	3,98	3,94	3,96	4,03	4,14	4,27		
EBITDA	0,75	1,83	2,22	2,39	2,51	2,63	2,77	2,90		
EBITDA-Marge	20,9%	33,2%	34,2%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%		
EBITA	0,40	1,45	1,82	1,99	2,08	2,19	2,31	2,44		
EBITA-Marge	11,2%	26,4%	28,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,2%	29,4%		29,4%
Steuern auf EBITA	-0,11	-0,41	-0,51	-0,56	-0,58	-0,61	-0,65	-0,68		
zu EBITA	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%		28,0%
EBI (NOPLAT)	0,29	1,04	1,31	1,43	1,50	1,58	1,66	1,75		
Kapitalrendite	15,3%	48,9%	50,3%	48,8%	48,4%	48,7%	49,3%	50,3%		49,7%
Working Capital (WC)	0,72	1,07	1,30	1,37	1,43	1,50	1,58	1,66		
WC zu Umsatz	19,9%	19,5%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
Investitionen in WC	-0,05	-0,36	-0,23	-0,06	-0,07	-0,07	-0,08	-0,08		
Operatives Anlagevermögen (OAV)	1,42	1,54	1,63	1,73	1,81	1,87	1,91	1,94		
AFA auf OAV	-0,35	-0,38	-0,40	-0,40	-0,42	-0,44	-0,46	-0,47		
AFA zu OAV	24,7%	24,4%	24,5%	24,5%	24,5%	24,5%	24,5%	24,5%		
Investitionen in OAV	-0,55	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50		
Investiertes Kapital	2,13	2,61	2,94	3,10	3,24	3,37	3,49	3,60		
EBITDA	0,75	1,83	2,22	2,39	2,51	2,63	2,77	2,90		
Steuern auf EBITA	-0,11	-0,41	-0,51	-0,56	-0,58	-0,61	-0,65	-0,68		
Investitionen gesamt	-0,60	-0,85	-0,73	-0,56	-0,57	-0,57	-0,58	-0,58		
Investitionen in OAV	-0,55	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50		
Investitionen in WC	-0,05	-0,36	-0,23	-0,06	-0,07	-0,07	-0,08	-0,08		
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
Freie Cashflows	0,04	0,57	0,99	1,27	1,36	1,45	1,54	1,64		20,88
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	16,34	17,44								
Barwert expliziter FCFs	5,78	5,80								
Barwert des Continuing Value	10,56	11,64								
Nettoschulden (Net debt)	-1,39	-1,96								
Wert des Eigenkapitals	17,73	19,40								
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00								
Wert des Aktienkapitals	17,73	19,40								
Ausstehende Aktien in Mio.	2,37	2,37								
Fairer Wert der Aktie in EUR	7,50	8,20								

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,77
Eigenkapitalkosten	10,2%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	24,3%
WACC	10,2%

Kapitalrendite	WACC				
	9,6%	9,9%	10,2%	10,5%	10,8%
49,2%	8,71	8,42	8,15	7,91	7,68
49,4%	8,74	8,45	8,18	7,93	7,70
49,7%	8,77	8,48	8,20	7,95	7,72
49,9%	8,80	8,50	8,23	7,98	7,75
50,2%	8,83	8,53	8,26	8,00	7,77

## 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: (4,5a,6a,10,11)**

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

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem 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) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers der Finanzanalyse.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligt Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.



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

**§ 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, Susanne Klebl, Email: [klebl@gbc-ag.de](mailto:klebl@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, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellv. Chefanalyst**  
**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**

Sonstige an der Studiererstellung beteiligte Personen:

**Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chef-Analyst**

**§ 3 Urheberrechte**

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

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg  
Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

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



**GBC AG<sup>®</sup>**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

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