



## Researchstudie (Anno)

# artec technologies

**Im GJ 2019 wurde die Marktposition im BOS-Bereich weiter gefestigt sowie der Vertrieb deutlich ausgebaut**

-

**Marktaustritt eines starken Wettbewerbers eröffnet weiterhin signifikantes Umsatzpotenzial im Broadcastbereich**

-

**Erwartete Rückkehr auf den Wachstumskurs durch den Ausbau des Behörden- und Broadcastgeschäfts**

**Kursziel: 5,30 € (bislang: 7,05 €)**

**Rating: Kaufen**

#### WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 18

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 04.08.2020 (10:24 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 04.08.2020 (10:50 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2021

## artec technologies AG\*4,5a,6a,10,11

**Rating: Kaufen**  
**Kursziel: 5,30 €**  
**(bisher: 7,05 €)**

Aktueller Kurs: 3,28  
03.08.2020 / XETRA  
(Schlusskurs)  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005209589  
WKN: 520958  
Börsenkürzel: A6T  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 2,86  
Marketcap<sup>3</sup>: 9,39  
Enterprise Value<sup>3</sup>: 8,85  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: ca. 45,0 %

Transparenzlevel:  
Scale

Marktsegment:  
Freiverkehr

Rechnungslegung:  
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

ICF Bank AG Wertpapier-  
handelsbank

### Analysten:

Marcel Goldmann  
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interes-  
senkonflikte auf Seite 19

### Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Videosicherheitssysteme, Broadcast & Media

Mitarbeiter: ø26 (Stand: 31.12.2019)

Gründung: 2000

Firmensitz: Diepholz

Vorstand: Thomas Hoffmann



Die artec technologies AG konzentriert sich auf die Entwicklung, die Produktion und den Vertrieb von innovativen Software- und Systemlösungen und ist Spezialist für die Internet/Netzwerk-basierte Erfassung, Übertragung, Aufzeichnung, Verarbeitung und Analyse von Video-, Audio-, TV- und Metadaten. Die entwickelten Gesamtlösungen von artec finden Anwendung in den Bereichen Videosicherheit, Video Monitoring und Videoproduktion. Die übertragenen Audio-/Videodaten können mitgeschnitten, aufbereitet, analysiert werden und dienen zur Erkennung und Erstellung von Media-Content sowie als Information für Training/Simulationen oder Leitstände und aus Compliance-Sicht als Nachweis. Alle Applikationen werden als SaaS/Cloud- und als on-premise-Lösung angeboten. Die Geschäftsfelder unterteilen sich in die Bereiche **Videosicherheits- und Informationssysteme** sowie **Media & Broadcast**. Beide Geschäftsfelder basieren auf einer sich ergänzenden Softwareplattform und schaffen somit Synergieeffekte und Produktlösungen, die beide Geschäftsfelder zunehmend verbinden. artec begleitet den Kunden in komplexen Projekten von der Beratung über die Konzeption bis zur Wartung. Im Vordergrund steht das SaaS/Cloud Service-Angebot, wobei kundenspezifisch auch on-premise-Lösungen zum Tragen kommen. Wartungsarbeiten erfolgen immer remote.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2019	31.12.20120e	31.12.2021e	31.12.2022e
Umsatzerlöse	2,01	3,37	4,53	6,55
EBITDA	-0,16	0,56	0,93	1,84
EBIT	-0,68	0,05	0,41	1,29
Jahresergebnis	-1,20	0,16	0,48	1,26

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,42	0,06	0,17	0,44
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

### Kennzahlen

EV/Umsatz	4,40	2,63	1,95	1,35
EV/EBITDA	neg.	15,80	9,51	4,81
EV/EBIT	neg.	176,97	21,58	6,86
KGV	neg.	58,66	19,55	7,45
KBV	2,52			

### Finanztermine

21.08.2020: Hauptversammlung  
September 2020: Halbjahreszahlen 2020  
15. Oktober 2020: m:access Konferenz  
München  
16.-18. November 2020: Deutsches  
Eigenkapitalforum Frankfurt

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
29.08.2019: RS / 7,05 / KAUFEN  
14.05.2019: RS / 6,75 / KAUFEN  
11.10.2018: RS / 6,75 / KAUFEN  
20.06.2018: RS / 6,55 / KAUFEN

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

## EXECUTIVE SUMMARY

- Das abgelaufene Geschäftsjahr der artec technologies AG (kurz: artec) war insbesondere von einer umfangreichen Vertriebsoffensive zur Gewinnung von Neukunden und von Investitionen in die eigene Cloud-Struktur geprägt. Dies hatte eine Erhöhung der Anzahl der Vertriebsmitarbeiter und –partner zur Folge. So konnten bspw. im September 2019 neue Partner in Skandinavien und Asien für den Media & Broadcastbereich gewonnen werden, die nun artec's Produkte gezielt vermarkten.
- Auf wirtschaftlicher Ebene hat artec im vergangenen Geschäftsjahr 2019 Umsatzerlöse in Höhe von 2,01 Mio. € erzielt, was einem Erlösrückgang von 31,6% im Vergleich zum Vorjahr (VJ: 2,94 Mio. €) entspricht. Laut Unternehmensangaben basiert der rückläufige Umsatz auf zwei Faktoren. Zum einen ist dieser darauf zurückzuführen, dass mehrere Aufträge nicht wie geplant im letzten Quartal 2019 eingegangen bzw. realisiert werden konnten. Zum anderen haben sich mehrere Kunden, anders als ursprünglich avisiert, für eine mehrjährige Mietvariante (Abo-Modell) entschieden, anstatt artec-Systeme einmalig zu kaufen.
- Unserer Einschätzung nach entfiel hierbei der größte Anteil der Umsatzerlöse auf den Sicherheitsbereich (GBCe: ca. 1,20 Mio. €). Nachdem artec in der jüngsten Vergangenheit den Markteintritt im Behördengeschäftsfeld erfolgreich vollzogen hat, konnte die Gesellschaft ihre bisherige Marktposition im Sicherheitstechnikbereich somit festigen und weitere Kunden sowie Kundenkontakte hinzugewinnen. Die verbliebenen Umsatzerlöse entfielen auf die sonstigen Geschäftsbereiche Media & Broadcast und das Industriegeschäft.
- Die rückläufige Umsatzentwicklung des vergangenen Geschäftsjahres 2019 spiegelt sich ebenso in der Ergebnisentwicklung des Unternehmens wider. Aufgrund des deutlichen Umsatzrückgangs, höheren Vertriebskosten und Sonderkosten infolge einer durchgeführten Kapitalmaßnahme, musste artec ebenfalls einen deutlichen Ergebnisrückgang hinnehmen. So ist das EBITDA im Vergleich zum Vorjahr auf -0,16 Mio. € gesunken (VJ: 0,42 Mio. €). Auf Netto-Ebene fiel der Ergebnisrückgang im Vergleich zum Vorjahr auf -1,20 Mio. € (VJ: 0,01 Mio. €) deutlicher aus.
- Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir aufgrund des erwarteten deutlichen Umsatzanstiegs mit einem spürbaren EBITDA-Zuwachs auf 0,56 Mio. €. Für die darauffolgenden Geschäftsjahre 2021 und 2022 kalkulieren wir auf Basis einer erwarteten dynamischen Umsatzentwicklung und einsetzenden Skaleneffekten mit einem weiteren EBITDA-Anstieg auf 0,93 Mio. € (2021) bzw. 1,84 Mio. € (2022).
- Auf Basis unserer angepassten Schätzungen haben wir unser bisheriges Kursziel für artec auf 5,30 € (zuvor: 7,05 €) gesenkt. Vor dem Hintergrund des aktuellen Kursniveaus vergeben wir damit weiterhin das Rating Kaufen. Unsere Kurszielsenkung resultiert aus der bisherigen unter unseren Erwartungen liegenden Unternehmensperformance und den Corona-bedingten Unsicherheiten in Bezug auf das wirtschaftliche Umfeld der Gesellschaft, die insgesamt zu einer Reduzierung der prognostizierten zukünftigen Wachstumsdynamik geführt haben. Der im Rahmen unserer Bewertung einsetzende „Roll-Over-Effekt“ hat einer noch stärkeren Kurszielsenkung entgegengewirkt.
- **Insgesamt sehen wir artec weiterhin in einer guten Ausgangslage, die bisherigen Marktpositionen im BOS-Geschäftsfeld sowie im Media & Broadcastbereich weiter auszubauen. Auch der Industriebereich sollte zukünftig mithilfe des neuen gewonnenen Partners deutlich an Geschäftsvolumen hinzugewinnen und damit auch künftig einen signifikanten Beitrag zum Gesamtumsatz leisten.**

## INHALTSVERZEICHNIS

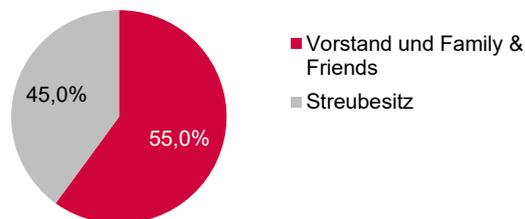
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
artec's smarte Software- und Systemplattformen .....	4
Zwei Plattformen mit einem umfangreichen Anwendungsspektrum.....	4
Ausgewählte Referenzprojekte .....	5
Ausgewählte Referenzkunden .....	5
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose.....</b>	<b>6</b>
Geschäftsentwicklung 2019 .....	6
Entwicklung der Umsatzerlöse .....	6
Ergebnisentwicklung .....	7
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	9
SWOT-Analyse .....	10
Prognosen und Modellannahmen .....	11
Umsatzprognosen .....	11
Ergebnisprognosen .....	14
<b>Bewertung .....</b>	<b>16</b>
Modellannahmen .....	16
Bestimmung der Kapitalkosten .....	16
Bewertungsergebnis .....	16
DCF-Modell.....	17
<b>Anhang .....</b>	<b>18</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	Stand: Juli 2020
Vorstand und Family & Friends	55,0%
Free Float	45,0%

Quelle: artec; GBC AG



### artec's smarte Software- und Systemplattformen



\* Neues Produkt in Vorbereitung

Quelle: artec; GBC AG

### Zwei Plattformen mit einem umfangreichen Anwendungsspektrum



Quelle: artec

## Ausgewählte Referenzprojekte

**XENTAURIX®**



Die **European Space Agency (ESA)**, Europäischen Astronauten-Ausbildungszentrum in Köln, Deutschland



**beIN Sports** – Ein führender Live Sport-TV Anbieter in Doha, Qatar



**Landesmedienanstalten** nutzen aktiv das XENTAURIX TV zur Analyse von Zuschauerquoten. Eine weitere wird noch mit dem XENTAURIX-System ausgestattet.

**MULTIEYE®**



**MULTIEYE BOS** Video Sicherheits-System u. a. für

- das **Bundesministerium BMI** (Österreich) für Ausrüstung und Spezialkräfte
- **Bundespolizei**, Innere Sicherheit
- **Hessentage**



**MULTIEYE** Video Sicherheits-System

**Appmann**, Deutschland  
**OptoPrecision**, Bereich Küstenschutz



**Deutsche Bahn**, Stillstandmanagement

Quelle: artec

## Ausgewählte Referenzkunden



Quelle: artec

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

### Geschäftsentwicklung 2019

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019
Umsatzerlöse	1,46	2,94	2,01
EBITDA	-0,44	0,42	-0,16
EBIT	-0,78	0,03	-0,68
Periodenergebnis	-0,80	0,01	-1,20
EPS in €	-0,34	0,01	-0,42

Quelle: artec; GBC AG

#### Entwicklung der Umsatzerlöse

Das abgelaufene Geschäftsjahr der artec war insbesondere von einer umfangreichen Vertriebsoffensive zur Gewinnung von Neukunden und von Investitionen in die eigene Cloud-Struktur geprägt. Dies hatte eine Erhöhung der Anzahl der Vertriebsmitarbeiter und –partner zur Folge. So konnten bspw. im September 2019 neue Partner in Skandinavien und Asien für den Media & Broadcastbereich gewonnen werden, die nun artec's Systemplattform „XENTAURIX“ vertreiben.

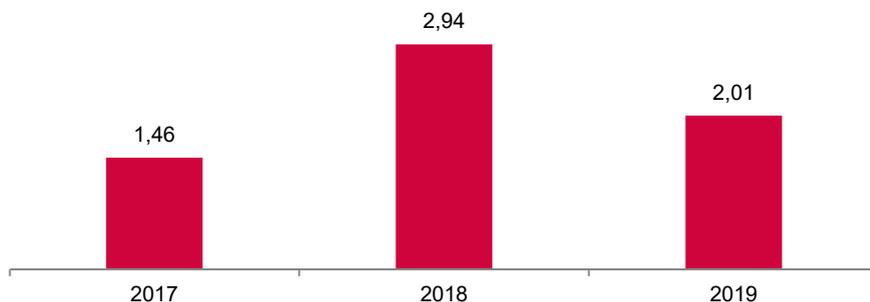
Die erfolgreiche Verstärkung des Vertriebs hat in den vergangenen Monaten auch zu zahlreichen neuen Kunden und Aufträgen im In- und Ausland geführt und damit auch einen guten Jahresstart ins aktuelle Geschäftsjahr ermöglicht. Hierbei konnte artec wie geplant auch von dem Marktaustritt eines namhaften Wettbewerbers profitieren. So wurde bspw. jüngst ein Neukunde aus Oman gewonnen und zudem die Kundenanzahl der Aufsichtsbehörden für private Radio- und Fernsehprogramme und Telemedien auf insgesamt acht gesteigert (zuvor 5 von deutschlandweit 14 Behörden). Ein signifikanter Teil der letzten Kundengruppe greift auf artec's cloudbasierter XENTAURIX-Kundenlösung zurück.

Im Rahmen dessen ist anzumerken, dass das Unternehmen davon ausgeht, dass die vorgenommenen Vertriebsmaßnahmen – trotz des von der Corona-Pandemie geprägten Umfelds – ab dem laufenden Geschäftsjahr 2020 auch die Geschäftslage weiter beflügeln werden.

Im Cloud-Segment hat die Gesellschaft die Kapazitäten der Cloudstruktur für Medienunternehmen erweitert, um das angestrebte Wachstum dieses Geschäftsbereichs vorzubereiten und die Systemstabilität weiter zu optimieren. Damit verfügt das Unternehmen nun über eine leistungsfähige und schlagkräftige Cloud-Infrastruktur, um diesen Geschäftsbereich deutlich auszubauen. Laut eigenen Aussagen strebt die Gesellschaft in diesem margenstarken Geschäftsfeld perspektivisch ein Umsatzvolumen von rund 1,0 Mio. € an.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2019 hat artec Umsatzerlöse in Höhe von 2,01 Mio. € erwirtschaftet, was einem Erlösrückgang im Vergleich zum Vorjahr (VJ: 2,94 Mio. €) von 31,6% entspricht. Laut Unternehmensangaben basiert der rückläufige Umsatz auf zwei Faktoren. Zum einen ist der Umsatzrückgang darauf zurückzuführen, dass mehrere Aufträge nicht wie geplant im letzten Quartal 2019 eingegangen bzw. realisiert werden konnten. Zum anderen haben sich mehrere Kunden, anders als ursprünglich avisiert, für eine mehrjährige Mietvariante (Abo-Modell) entschieden, anstatt artec-Systeme einmalig zu kaufen.

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



Quelle: artec; GBC AG

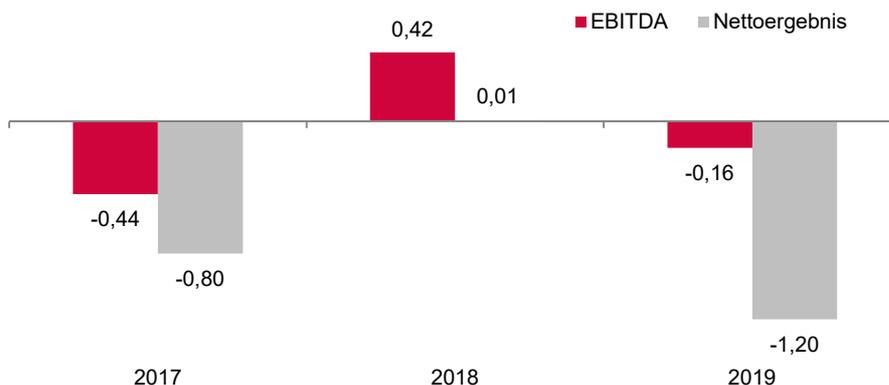
Unserer Einschätzung nach entfiel hierbei erneut der größte Anteil der Umsatzerlöse (GBC-Schätzung: ca. 1,20 Mio. €) auf den Sicherheitsbereich (Behördengeschäft/BOS-Segment), innerhalb dessen artec individuelle Lösungen für Behörden und Organisationen mit Sicherheitsaufgaben (bspw. für Polizei oder Bundeskriminalamt) anbietet. Nachdem artec in der jüngsten Vergangenheit den Markteintritt im BOS-Geschäftsfeld erfolgreich vollzogen hat, konnte die Gesellschaft somit ihre bisherige Marktposition im Sicherheitstechnikbereich festigen und weitere Kunden sowie Kundenkontakte hinzugewinnen. Die verbliebenen Umsatzerlöse entfielen auf die sonstigen Geschäftsbereiche Media & Broadcast und auf das Industriegeschäft.

Bedingt durch die ausgebliebenen Aufträge zum Ende des Geschäftsjahres 2019 und die verstärkte Nachfrage der Kunden nach Mietlösungen (Cloud-Services), hat artec seine herausgegebene Umsatzguidance nicht erreichen können. Auch unsere Umsatzprognose (GBCe: 3,85 Mio. €) wurde hierdurch verfehlt.

### Ergebnisentwicklung

Die rückläufige Umsatzentwicklung des vergangenen Geschäftsjahres 2019 spiegelt sich ebenso in der Ergebnisentwicklung des Unternehmens wider. Aufgrund des deutlichen Umsatzrückgangs, höheren Vertriebskosten und Sonderkosten infolge einer durchgeführten Kapitalmaßnahme, musste artec ebenfalls einen deutlichen Ergebnisrückgang hinnehmen. So ist das operative Ergebnis (EBITDA) im Vergleich zum Vorjahr auf -0,16 Mio. € gesunken (VJ: 0,42 Mio. €). Auf Netto-Ebene fiel der Ergebnisrückgang im Vergleich zum Vorjahr auf -1,20 Mio. € (VJ: 0,01 Mio. €) noch deutlicher aus.

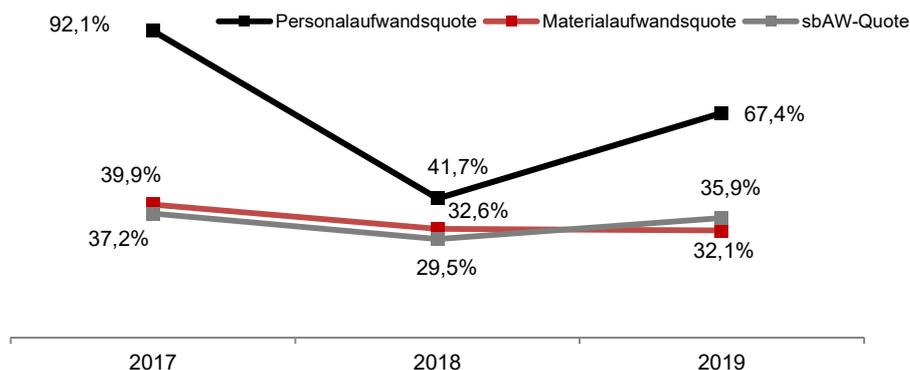
### Entwicklung des EBITDAs und Nettoergebnisses (in Mio. €)



Quelle: artec, GBC AG

Bedingt durch den traditionell hohen Fixkostenanteil innerhalb der Kostenstruktur des Unternehmens, ist aufgrund der rückläufigen Geschäftsentwicklung die Personalaufwands- und die Verwaltungsaufwandsquote (sonstige betriebliche Aufwendungen – sbAW-Quote) im Vergleich zum Vorjahr deutlich angestiegen. Andererseits konnte die Materialaufwandsquote durch einen zunehmend höheren Softwareanteil innerhalb des Umsatzmixes sogar leicht auf 32,1% gesenkt werden.

#### Entwicklung wichtiger Kostenpositionen nach Geschäftsjahren (%)



Quelle: GBC AG

Der deutliche Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen bzw. der sbAW-Quote im Vergleich zum Vorjahr ist auch auf angefallene Sonderkosten im Zusammenhang mit der im Sommer 2019 durchgeführten Kapitalmaßnahme zurückzuführen.

Die Technologiegesellschaft hat aufgrund eines unerwartet geringeren Umsatzniveaus, höheren operativen Kosten sowie anfallenden Einmalaufwendungen ihre herausgegebene Ergebnisschätzung nicht erreicht. Unsere Ergebnisschätzung wurde ebenfalls verfehlt.

**Insgesamt kann konstatiert werden, dass artec im GJ 2019 von der eingeleiteten Vertriebsoffensive bisher nur geringfügig profitieren konnte, wobei das Unternehmen weitere Effekte hieraus für das laufende Geschäftsjahr erwartet. Zudem hat sich das Behördengeschäft erneut als verlässliche „Umsatzstütze“ erwiesen. In diesem noch jungen Geschäftsfeld gelang es artec verstärkt „Fuß zu fassen“. Nach der notwendigen anfänglichen „Aufbauarbeit“ sollte dieser Geschäftsbereich künftig noch deutlich stärker zu einer positiven Umsatz- und Ertragssituation des Unternehmens beitragen.**

## Bilanzielle und finanzielle Situation

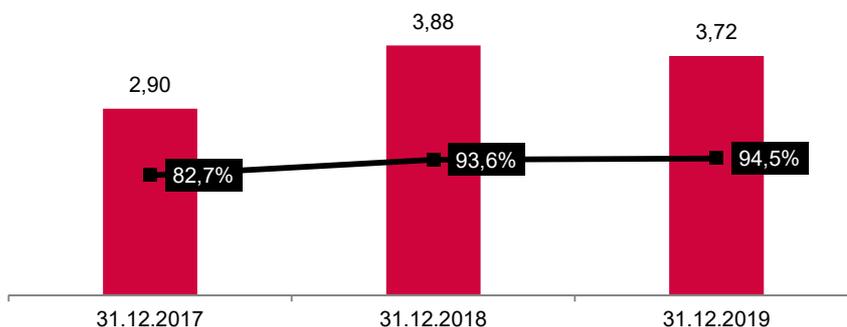
in Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Eigenkapital (EK-Quote)	2,90 (82,7%)	3,88 (93,6%)	3,72 (94,5%)
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,87	2,08	2,19
Liquide Mittel	0,00	0,05	0,54
Finanzverbindlichkeiten	0,15	0,02	0,00
Nettoliquidität	-0,15	0,03	0,54
Net Working Capital	0,13	0,67	0,29

Quelle: artec; GBC AG;

Die artec AG verfügt über eine sehr gute bilanzielle Situation. Das Eigenkapital der Gesellschaft lag zum Ende des Geschäftsjahres 2019, trotz des negativen Jahresergebnisses, mit 3,72 Mio. € (VJ: 3,88 Mio. €) nahezu auf Vorjahresniveau. Hierzu hat die im Sommer 2019 durchgeführte Kapitalmaßnahme zur Finanzierung einer Vertriebsinitiative im Volumen von 1,04 Mio. € (Bruttoemissionserlös) maßgeblich beigetragen.

Durch den bisherigen Verzicht auf Bankenfinanzierungen in Verbindung mit dem gestärkten Eigenkapital konnte die Eigenkapitalquote zum Bilanzstichtag sogar leicht auf 94,5% (VJ: 93,6%) gestärkt werden. Damit verfügt die Gesellschaft über eine solide bilanzielle Situation.

### Entwicklung des Eigenkapitals und der Eigenkapitalquote (in Mio. € / %)



Quelle: artec; GBC AG

Die Aktivseite der Bilanz der Gesellschaft ist traditionell sehr stark von immateriellen Vermögensgegenständen geprägt. Zum Bilanzstichtag 31.12.2019 hat dieser Bilanzposten ein Volumen von 2,19 Mio. € (VJ: 2,08 Mio. €) und ist damit im Vergleich zum Vorjahr um 5,3% angestiegen. Daneben verfügt die Gesellschaft zum Ende des Geschäftsjahres 2019 über liquide Mittel in Höhe von 0,54 Mio. € (VJ: 0,05 Mio. €). Darüber hinaus bestehen zum Bilanzstichtag 31.12.2019 keinerlei finanzielle Verbindlichkeiten bzw. Bankdarlehen (VJ: 0,02 Mio. €).

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Präferierter Anbieter bzw. Partner bei nationalen Sicherheitslösungen im Behördenbereich (BOS-Segment)</li> <li>• Starke Kundenbindung nach einmaliger Installation oder Systemerweiterung durch hohen Wechsellaufwand (sog. Log-In-Effekt)</li> <li>• Bereits heute existieren namhafte Kunden in den Kernsegmenten BOS und Media &amp; Broadcast</li> <li>• Starke Bilanz mit hoher Eigenkapitalquote und keinerlei Bankverschuldung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kerngeschäft ist stark abhängig von Projektakquisitionen und von personellen sowie finanziellen Ressourcen (Projektvorfinanzierung)</li> <li>• Media &amp; Broadcastgeschäft zuletzt sehr stark schwankend und auf einzelne Großkunden konzentriert.</li> <li>• Relativ geringe Unternehmensgröße</li> <li>• Geringer Free-Float und niedriges Handelsvolumen in der Aktie</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mit der Ausweitung des Vertriebsteams und der Erhöhung der Distributionspartner sind große Umsatz- und Ergebnissprünge möglich</li> <li>• Der weitere Ausbau des Cloud- und Service-Geschäfts (Wartung etc.) eröffnet zusätzliches Wachstumspotenzial sowie die Chance auf marginträchtige wiederkehrende Erlöse</li> <li>• Einmal installierte Mediasysteme können von artec kostenneutral erweitert werden und bringen zusätzliches Upselling-Potenzial (z.B. durch Lizenzverkauf)</li> <li>• Verstärkte Nachfrage nach Sicherheitslösungen von Behördenkunden aufgrund der Zunahme von nationalen Bedrohungen (z.B. Terror) und einem allgemein gestiegenen Bedarf nach Sicherheitstechnik</li> <li>• Strategische Ausrichtung der artec auf drei Megatrends Cloud, Big Data und Sicherheitstechnologien</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Andere Unternehmen könnten ähnliche technologische Lösungen auf den Markt bringen und das Alleinstellungsmerkmal (Technologieführerschaft) von artec auflösen</li> <li>• Es könnten nicht ausreichend personelle Kapazitäten gefunden werden, um die starken Wachstumspläne umzusetzen</li> <li>• artec's Software- und Plattformlösungen erfordern permanente Weiterentwicklungen, sonst könnte das Leistungsangebot an Kundenattraktivität verlieren</li> <li>• Der Ausbau des Vertriebs könnte nicht den gewünschten Erfolg auf den internationalen Märkten erreichen und so das Umsatzwachstum deutlich hemmen</li> </ul>

## Prognosen und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020e (Neu)	GJ 2020e (Alt)	GJ 2021e (Neu)	GJ 2021e (Alt)	GJ 2022e
Umsatzerlöse	2,01	3,37	6,32	4,53	7,69	6,55
EBITDA	-0,16	0,56	1,54	0,93	2,29	1,84
EBIT	-0,68	0,05	1,12	0,41	1,84	1,29
Nettoergebnis	-1,20	0,16	1,10	0,48	1,74	1,26
EPS in €	-0,42	0,06	0,39	0,17	0,61	0,44

Quelle: artec; GBC AG

### Umsatzprognosen

artec hat sich in der jüngsten Vergangenheit insbesondere mit dem Ausbau seiner Vertriebsstruktur in den Kerngeschäftsbereichen BOS (Sicherheits- bzw. Behördengeschäft) und Media & Broadcast beschäftigt, um den angestrebten Wachstumskurs zu unterstützen. So wurden weitere eigene Vertriebsmitarbeiter sowie neue Vertriebspartner (Multiplikatoren, Reseller etc.) in verschiedenen Absatzregionen gewonnen. Daneben war ein weiterer wichtiger Schwerpunkt der Geschäftspolitik der weitere Ausbau des Geschäftsbereichs mit Behörden und Organisationen mit Sicherheitsaufgaben (Sicherheitsbereich). Laut Unternehmensangaben konnte die Gesellschaft in diesem Geschäftsfeld neue Kunden und Kundenkontakte hinzugewinnen sowie bestehende Kundenbeziehungen vertiefen.

In diesem Segment hat die Gesellschaft laut Unternehmensmeldung vom März dieses Jahres einen großen Erweiterungsauftrag von einer Bundesbehörde erhalten, nachdem sich artec's innovatives zentrales Videoaufzeichnungssystem (BOS-Manager) erfolgreich im Einsatz bewährt hat. Das Auftragsvolumen soll hierbei im mittleren sechsstelligen Euro-Bereich liegen und voraussichtlich noch im laufenden Geschäftsjahr 2020 umsatzwirksam werden.

Unserer Einschätzung nach hat dieser Referenzauftrag Signalwirkung innerhalb des Behördenbereichs in der DACH-Region und sollte somit für weitere Aufträge von anderen Staatsinstitutionen bzw. Sicherheitsorganen sorgen. So rechnet auch artec nach dem erfolgreichen Praxiseinsatz des BOS-Managers mit weiteren Aufträgen von Sicherheitsbehörden im In- und Ausland und berichtete zuletzt von einer allgemein hohen Nachfrage von Sicherheitsbehörden nach einer solch zentralen Videomanagement Plattform.

Zudem gehen wir ebenfalls davon aus, dass nach dem erhaltenen Erweiterungsauftrag von einer Bundesbehörde weitere Folgeaufträge von diesem behördlichen Großkunden folgen werden. Durch den weiteren Ausbau des BOS-Geschäftsbereichs sollten ebenfalls die Wartungs- und Service-Einnahmen zunehmen, die oftmals mit dem Verkauf von zentralen Plattformlösungen verbunden sind. Hierdurch entstehen margenstarke wiederkehrende Erlöse aufgrund der traditionell langlaufenden Service- und Wartungsverträge.

Das Ziel der wachstumsorientierten Unternehmensstrategie von artec ist es ebenso die Marktposition im Media- & Broadcastgeschäft sowie im Industriekundengeschäft (Plattform MULTIEYE NEXT) auszubauen. Hierzu soll die im zweiten Halbjahr 2019 begonnene Vertriebsoffensive einen wesentlichen Beitrag leisten. Im Zuge dessen konnten insbesondere vielversprechende Vertriebspartner bzw. Multiplikatoren im Broadcast-Bereich gewonnen werden, die nun diese Branchen-Lösungen des Unternehmens in einzelnen Absatzregionen gezielt vermarkten.

Daneben soll auch das Geschäftsvolumen mit Aufsichtsbehörden für private Radio- und Fernsehprogramme und Telemedien weiter zulegen und damit zugleich der Cloud-Geschäftsbereich weiter gestärkt werden. Zudem sollen zukünftig auch einzelne Behördenkunden für artec's Cloud-Infrastruktur in Bremen gewonnen werden, wobei das Unternehmen bereits Inhouse-Cloudlösungen an staatliche Institutionen verkauft hat.

Mit der Vorlage des Geschäftsberichts 2019 hat artec bekannt gegeben, dass es bereits dynamisch in das laufende Geschäftsjahr 2020 gestartet ist. Diese positive Entwicklung betrifft laut Unternehmensangaben den Auftragseingang, die Umsatzentwicklung und die Teilnahme an laufenden Ausschreibungen. Im Rahmen dessen hat die Gesellschaft verkündet, dass Ausschreibungen einer Nachrichtenagentur und einer Sportorganisation zu Gunsten der artec bereits beschlossen sind. Entsprechend rechnet die Gesellschaft mit einer Vergabe in naher Zukunft.

In Bezug auf die aktuell vorherrschende Corona-Krise war artec laut eigenen Aussagen bisher nur lediglich geringfügig von der Corona-Pandemie betroffen und blickt trotz der besonderen Gesamtsituation optimistisch in die Zukunft. So sieht sich die Gesellschaft selbst gut positioniert, um auch in einem von der Corona-Pandemie geprägten Umfeld in 2020 und darüber hinaus profitabel zu wachsen. Hierbei ist zu erwähnen, dass das Unternehmen über systemrelevante Kunden verfügt, die auch in Krisenzeiten über Budgets für Sonderausstattungen verfügen oder sogar zusätzliche Budgets für die Anschaffung von Sicherheitstechnik erhalten.

In Anbetracht des guten Jahresauftakts erwartet artec für das erste Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres einen deutlichen Umsatzanstieg im Vergleich zum Vorjahr auf 1,30 Mio. € (VJ: 0,90 Mio. €). Auch für das zweite Halbjahr geht das Unternehmen von einer positiven Geschäftsentwicklung aus, da zwischenzeitlich Aufträge und Auftragsavisierungen für das dritte Quartal, unter anderem von systemrelevanten Kunden aus dem Behördenumfeld, vorliegen.

Am 28.07.2020 hat das Unternehmen bekannt gegeben, dass sich die Gesellschaft bei einer Ausschreibung im Oman durchsetzen konnte. Der gewonnene Auftrag umfasst die Lieferung eines multifunktionalen Medien- und Analysesystems. Dieser Abschluss ist ein weiterer Erfolg der Ende 2019 begonnenen Marketing- und Vertriebsoffensive. Darüber hinaus rechnet artec mit weiteren Aufträgen aus der Golfregion im weiteren Jahresverlauf, insbesondere für längerfristige Service- und Support-Verträge mit wiederkehrenden Umsätzen. Vor diesem Kontext erwartet die Gesellschaft für das laufende Geschäftsjahr 2020 eine deutliche Umsatz- und Ergebnissteigerung.

Auch wir erwarten für das laufende Geschäftsjahr 2020 und für die Folgejahre, aufgrund der guten (Nischen-)Positionierung in Kombination mit den führenden Technologieplattformen (XENTAURIX & MULTIEYE), ein nachhaltiges Wachstum in denen vom Unternehmen adressierten attraktiven Wachstumssektoren Sicherheitstechnik und Media & Broadcast.

Vor dem Hintergrund der bisherigen unter unseren Erwartungen liegenden Unternehmensperformance und der weiteren Corona-bedingten Unsicherheiten in Bezug auf das wirtschaftliche Umfeld der artec, haben wir unsere bisherigen Annahmen bezüglich der Wachstumsdynamik des Unternehmens aus konservativer Sicht nach unten korrigiert und rechnen daher mit einem deutlich geringeren Wachstumstempo als bisher.

Das zukünftig stärkste Wachstum sollte hierbei in dem Sicherheitstechnikbereich (Behörden-Segment) realisiert werden können, der bereits in der jüngsten Vergangenheit für einen Großteil der Umsatzerlöse stand. Wir erwarten in diesem Segment aufgrund der guten Marktpositionierung und der Signalwirkung auf andere potenzielle Kunden durch

das erfolgreich umgesetzte Großprojekt bei einem Behördenkunden eine dynamische Umsatzentwicklung im laufenden Geschäftsjahr sowie in den Folgejahren.

Das verstärkte Sicherheitsbedürfnis der Gesellschaft und die zunehmenden Bedrohung der inneren Sicherheit der Bundesrepublik (z.B. Terror), sollten die Geschäftspotenziale für das Unternehmen zusätzlich beflügeln. Entsprechend gehen wir für diesen Geschäftsbereich davon aus, dass dieser zukünftig sehr dynamisch wächst und auch künftig weiterhin wesentlich zu den Konzernumsatzerlösen beitragen wird.

Für den zweiten Kerngeschäftsbereich Media & Broadcast rechnen wir ebenfalls bedingt durch die gute Marktposition, den Rückzug eines bedeutenden Wettbewerbers und den zuletzt signifikanten Ausbau des Vertriebs mit einem nachhaltigen deutlichen Umsatzanstieg in den kommenden Jahren. Die von uns erwartete Wachstumsdynamik in diesem Segment sollte jedoch schwächer ausfallen als im Behördengeschäft, da unseres Erachtens nach die allgemeine Investitionsbereitschaft in diesem Sektor weltweit unterschiedlich stark ausgeprägt ist und die Gesellschaft in diesem Bereich zuletzt keine für den Vertrieb wichtigen Branchenmessen aufgrund der Coronakrise besuchen konnte.

Im Gegensatz hierzu konzentriert sich artec im Behördengeschäft vorrangig auf die DACH-Region und auf verschiedene behördliche Zielgruppen, die über relativ stabile Budgets verfügen oder in bestimmten Situationen sogar zusätzliche finanzielle Mittel für spezielle sicherheitsspezifische Anschaffungen erhalten. Im Media & Broadcast-Bereich sollte das Unternehmen vor allem mit ihrem breiten Leistungsangebot an „Inhouse- und Cloud-Lösungen“ bei Zielkunden punkten können.

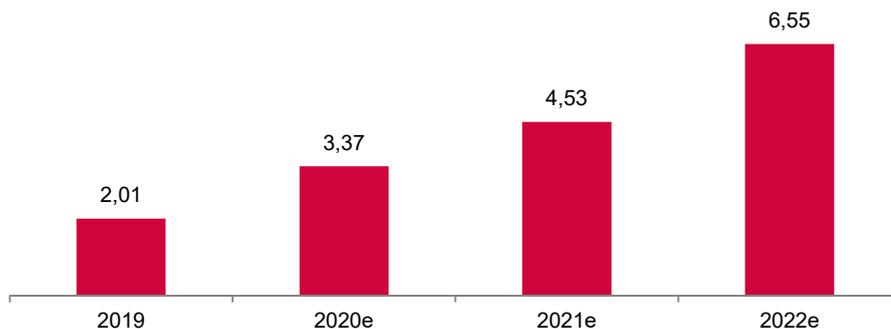
Im vergangenen Geschäftsjahr hat ein bedeutender Wettbewerber (laut Presseberichten Volicon) in diesem Geschäftsbereich damit begonnen, sich aus dem Media & Broadcast-Sektor zurückzuziehen. Gemäß Unternehmensangaben soll dieser Wettbewerber weltweit mehr als 1.000 Videosysteme bei verschiedenen TV-Kunden installiert haben. artec konnte mithilfe einer umfangreichen Vertriebsinitiative bereits von dem Rückzug dieses Wettbewerbers profitieren und hierbei Marktanteile hinzugewinnen. Die Gesellschaft hat nach eigenen Aussagen noch nicht in dem gewünschten Ausmaß von dem Rückzug dieses Wettbewerbers profitieren können und sieht somit noch weiteres Potenzial Marktanteile „zu erobern“.

Für das Dritte Geschäftsfeld Industriekunden (Plattform MULTIEYE NEXT) sehen wir ebenso deutliches Wachstumspotenzial und eine stetige Zunahme des bisherigen Geschäftsvolumens, insbesondere aufgrund eines neuen großen Partnerunternehmens. In diesem Geschäftsbereich arbeitet artec mit Kooperationspartnern zusammen, die die Kundenlösungen des Unternehmens im Rahmen eines Großprojektes mit vermarkten. Im Mai des laufenden Geschäftsjahres hat artec bekannt gegeben, dass sie im Zuge ihrer Ende 2019 begonnenen Vertriebsinitiative für diesen Geschäftsbereich einen internationalen Mischkonzern als Kooperationspartner für ein erstes Gemeinschaftsprojekt (Autobahnüberwachungsprojekt) gewinnen konnten, wobei der Auftrag hieraus noch im ersten Halbjahr 2020 abgewickelt werden soll. Daneben hat das Unternehmen verkündet, dass mit diesem Partner weitere Projekte umgesetzt werden sollen bzw. bereits in der Pipeline sind.

Zudem strebt die Gesellschaft an, über Vertriebspartner weitere Corona-spezifische Produkte (z.B. Kundenstrommesslösungen) zu vermarkten und damit weitere Kundenkreise zu erschließen. Vor diesem Hintergrund rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr und die nachfolgenden Geschäftsperioden mit einer sehr dynamischen Umsatzentwicklung im Segment Industriekunden.

Somit erwarten wir insgesamt für das Geschäftsjahr 2020 und auch für die Folgejahre ein deutliches Umsatzwachstum. Konkret rechnen wir für die laufende Geschäftsperiode mit Umsatzerlösen in Höhe von 3,37 Mio. €, was einem Umsatzanstieg von 67,8% im Vergleich zum Vorjahr (VJ: 2,01 Mio. €) gleichkommt. Für die nachfolgenden Geschäftsjahre 2021 und 2022 gehen wir von einem weiteren Umsatzanstieg auf 4,53 Mio. € bzw. 6,55 Mio. € aus.

#### Erwartete Umsatzentwicklung (in Mio. €)



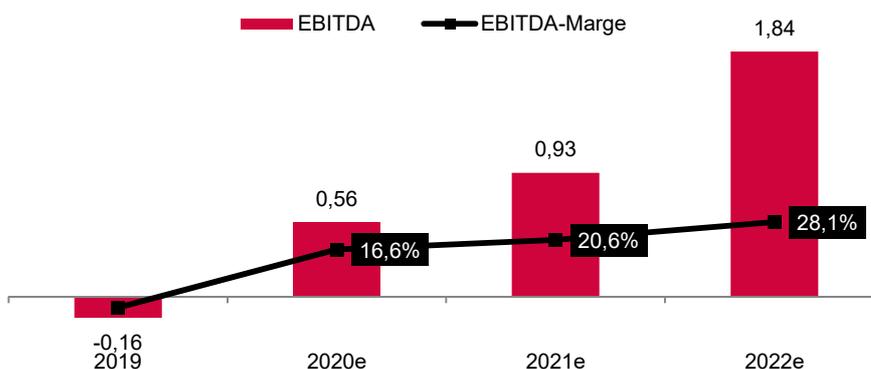
Quelle: GBC AG

#### Ergebnisprognosen

Die erwartete dynamische Umsatzentwicklung spiegelt sich auch in unseren Ergebnisprognosen wider. Durch die erwartete positive Geschäftsentwicklung in Verbindung mit dem verstärkten Verkauf von Standardprodukten (Broadcast & Media-Bereich), von Cloud-Lösungen sowie von Service- und Wartungsverträgen, sollten sich zukünftig deutliche Skaleneffekte ergeben. Hierdurch sollte es artec mittel- und langfristig gelingen, deutlich zweistellige EBITDA-Margen erwirtschaften zu können.

Für das laufende Geschäftsjahr 2020 rechnen wir aufgrund des noch relativ geringen Umsatzniveaus, der geringen Cloud-Erlöse und der noch geringen Anzahl an Wartungs- und Serviceverträgen am Gesamtumsatz, mit einer EBITDA-Marge von 16,6%. In den Folgejahren sollten durch die erwartete dynamische Geschäftsentwicklung und den margenstärkeren Umsatzmix die Skaleneffekte noch stärker zum Tragen kommen. Entsprechend kalkulieren wir für die Folgejahre 2021 und 2022 mit einem weiteren Anstieg der EBITDA-Marge auf 20,6% bzw. 28,1%.

#### Erwartete Entwicklung des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Auf absoluter EBITDA-Ebene rechnen wir für das Geschäftsjahr 2020 aufgrund des prognostizierten deutlichen Umsatzanstiegs auch mit einem spürbaren Betriebsergebnisanstieg (EBITDA) im Vergleich zum Vorjahr auf 0,56 Mio. € (VJ: -0,16 Mio. €). Für die darauffolgenden Geschäftsjahre 2021 und 2022 kalkulieren wir auf Basis einer sich fortsetzenden dynamischen Umsatzentwicklung und einsetzenden Skaleneffekten mit einem weiteren EBITDA-Anstieg auf 0,93 Mio. € bzw. 1,84 Mio. €.

Auch auf Netto-Ebene sollte, vor dem Hintergrund der erwarteten positiven Geschäftsentwicklung, im laufenden Geschäftsjahr 2020 mit einem Überschuss von 0,16 Mio. € wieder die Gewinnzone erreicht werden können. Für die nachfolgenden Geschäftsjahre 2021 und 2022 rechnen wir mit einem weiteren Nettoergebnisanstieg auf 0,48 Mio. € bzw. 1,26 Mio. €.

**Insgesamt sehen wir artec in einer sehr guten Ausgangslage, um die sich bietenden Wachstumschancen im Sicherheits- und Medienbereich zu nutzen und hierbei ein nachhaltiges profitables Wachstum zu erreichen. Vor allem die gute Positionierung im Behördengeschäft sollte sich zukünftig für das Unternehmen wirtschaftlich auszahlen. In diesem Geschäftsfeld konnte das Unternehmen in der jüngsten Vergangenheit durch eine Vielzahl von Maßnahmen und dem Erreichen eines Meilensteins bei einem vielversprechenden Referenzprojekt eine gute Basis legen für ein künftiges dynamisches Wachstum.**

## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die artec technologies AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2020 bis 2022 in Phase 1, erfolgt von 2023 bis 2027 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 8,0%. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 28,5% (zuvor: 30,0%) 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 1,00%.**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5% 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 1,88

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,31% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 11,31%.

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 11,31% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2021 entspricht als Kursziel 5,30 € (zuvor: 7,05 €). Dabei haben wir das aktualisierte Kursziel auf das Geschäftsjahresende 2021 berechnet (bisher 2020), woraus sich typischerweise eine technische Kurszielanhebung ergibt (sog. „Roll-Over-Effekt“). Unsere Kurszielsenkung resultiert aus der bisher unter unseren Erwartungen liegenden Unternehmensperformance und den Corona-bedingten Unsicherheiten in Bezug auf das wirtschaftliche Umfeld der Gesellschaft, die insgesamt zu einer Reduzierung unserer bisherigen erwarteten Unternehmenswachstumsdynamik geführt haben. Der „Roll-Over-Effekt“ hat einer noch stärkeren Kurszielsenkung entgegengewirkt.

## DCF-Modell

### artec technologies AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	8,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	28,5%	ewige EBITA - Marge	25,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	18,0%	effektive Steuerquote im Endwert	28,0%
Working Capital zu Umsatz	19,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	
Umsatz (US)	3,37	4,53	6,55	7,07	7,64	8,25	8,91	9,62	
US Veränderung	67,7%	34,4%	44,6%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,46	1,98	2,93	3,17	3,42	3,70	4,00	4,32	
EBITDA	0,56	0,93	1,84	2,02	2,18	2,35	2,54	2,74	
EBITDA-Marge	16,6%	20,6%	28,1%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	
EBITA	0,05	0,41	1,29	1,61	1,78	1,95	2,14	2,34	
EBITA-Marge	1,5%	9,1%	19,7%	22,8%	23,2%	23,6%	24,0%	24,3%	25,0%
Steuern auf EBITA zu EBITA	0,11	-0,01	0,03	-0,45	-0,50	-0,55	-0,60	-0,66	
EBI (NOPLAT)	0,16	0,40	1,32	1,16	1,28	1,40	1,54	1,69	28,0%
Kapitalrendite	6,0%	13,7%	42,0%	33,4%	35,7%	38,1%	40,5%	43,0%	43,6%
Working Capital (WC)	0,64	0,86	1,24	1,34	1,45	1,57	1,69	1,83	
WC zu Umsatz	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Investitionen in WC	-0,35	-0,22	-0,38	-0,10	-0,11	-0,12	-0,13	-0,14	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,31	2,29	2,24	2,23	2,23	2,23	2,23	2,23	
AFA auf OAV	-0,51	-0,52	-0,55	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	
AFA zu OAV	22,1%	22,8%	24,6%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	
Investitionen in OAV	-0,50	-0,50	-0,50	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	
Investiertes Kapital	2,95	3,15	3,48	3,58	3,68	3,80	3,92	4,06	
EBITDA	0,56	0,93	1,84	2,02	2,18	2,35	2,54	2,74	
Steuern auf EBITA	0,11	-0,01	0,03	-0,45	-0,50	-0,55	-0,60	-0,66	
Investitionen gesamt	-0,85	-0,72	-0,88	-0,50	-0,51	-0,52	-0,53	-0,54	
Investitionen in OAV	-0,50	-0,50	-0,50	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	
Investitionen in WC	-0,35	-0,22	-0,38	-0,10	-0,11	-0,12	-0,13	-0,14	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-0,18	0,20	0,99	1,06	1,17	1,29	1,42	1,55	18,10

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	13,29	14,60
Barwert expliziter FCFs	4,75	5,08
Barwert des Continuing Value	8,55	9,52
Nettoschulden (Net debt)	-0,36	-0,56
Wert des Eigenkapitals	13,65	15,15
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	13,65	15,15
Ausstehende Aktien in Mio.	2,86	2,86
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,77	5,30

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,88
Eigenkapitalkosten	11,3%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	7,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	24,3%
WACC	11,3%

Kapitalrendite	WACC				
	10,7%	11,0%	11,3%	11,6%	11,9%
43,1%	5,60	5,42	5,26	5,10	4,96
43,3%	5,62	5,44	5,28	5,12	4,98
43,6%	5,64	5,46	5,30	5,14	5,00
43,8%	5,66	5,48	5,32	5,16	5,01
44,1%	5,69	5,50	5,34	5,18	5,03

## ANHANG

### I.

#### **Research unter MiFID II**

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

### II.

#### **§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 anderen 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>

#### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

#### **§ 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 Wertes 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, Aktienrückkäufe, 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>

**§ 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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:**

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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR 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 analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (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 oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. 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 oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und 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.

(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.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@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), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst**

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst**

### **§ 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)