

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

**Rating: KAUFEN**

**Kursziel: 5,30 €**

Aktueller Kurs: 4,00  
20.10.2020 / Xetra  
(15:11 Uhr)

Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE0005209589  
WKN: 520958  
Börsenkürzel: A6T

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 2,86  
Marketcap<sup>3</sup>: 11,45  
Enterprise Value<sup>3</sup>: 10,91  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: ca. 45,00 %

Transparenzlevel:  
Scale

Marktsegment:  
Freiverkehr

Rechnungslegung:  
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:  
ICF Bank

**Analysten:**

Marcel Goldmann  
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 8

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 20.10.2020 (16:54 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 21.10.2020 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2021

**Unternehmensprofil**

Branche: Software

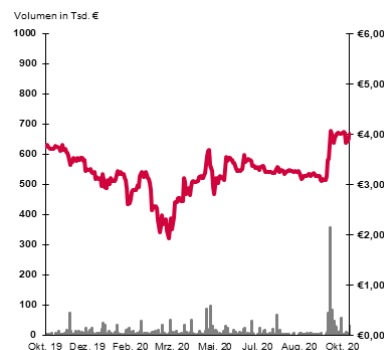
Fokus: Videosicherheitsysteme, Broadcast & Media

Mitarbeiter: ø 29 (Stand: 30.06.2019)

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	31.12.2020e	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	5,43	3,24	2,41	1,67
EV/EBITDA	neg.	19,48	11,73	5,93
EV/EBIT	neg.	218,17	26,61	8,46
KGV	neg.	71,54	23,85	9,08
KBV	3,08			

**Finanztermine**

**\*\*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

\*\* 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

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“

**Positive Entwicklung im 1. HJ 20; 2. HJ 20 deutliches Wachstum von Umsatz und Ertrag erwartet; Ausbau des BOS-Geschäfts sollte profitables Wachstum ermöglichen; GBC-Schätzungen und Rating bestätigt**

### Geschäftsentwicklung im 1. HJ 2020

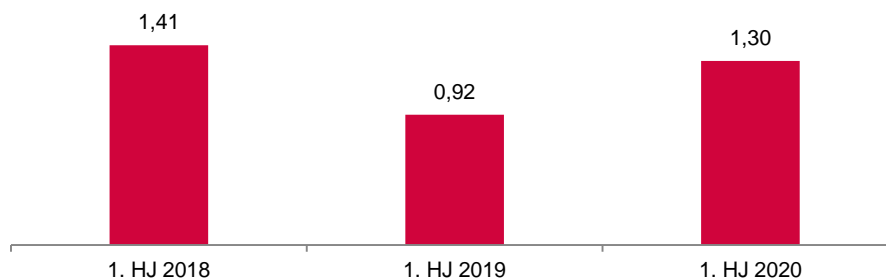
GuV (in Mio. €)	1. HJ 2018	1. HJ 2019	1. HJ 2020
Umsatzerlöse	1,41	0,92	1,30
EBITDA (Marge)	0,20 (14,2%)	0,45 (48,9%)	0,38 (29,2%)
EBIT (Marge)	0,05 (3,5%)	-0,22 (neg.)	-0,24 (neg.)
Periodenergebnis	0,16	-0,26	-0,27
EPS in €	0,06	-0,13	-0,09

Quelle: artec; GBC AG

Die artec technologies AG (artec) konnte in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres eine positive Umsatzdynamik verzeichnen, die nicht wesentlich von der Corona-Pandemie beeinflusst war. Hierbei hat sich für die Technologiegesellschaft unseres Erachtens nach hauptsächlich die verstärkte Positionierung im BOS-Bereich ausgezahlt. Daneben konnte die Gesellschaft laut eigenen Angaben von der eingeleiteten Vertriebsoffensive im Mediengeschäftsbereich profitieren.

Entsprechend konnte der Konzernumsatz im ersten Halbjahr 2020 im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um rund 41,0% auf 1,30 Mio. € deutlich gesteigert werden. Unserer Einschätzung nach entfiel hierbei der Großteil der Umsatzerlöse auf Geschäftsaktivitäten mit Behördenkunden (BOS-Bereich bzw. Sicherheitsbereich). Hierbei ist zu erwähnen, dass laut Unternehmensmeldung vom Juni 2020 Aufträge behördlicher Institutionen mit einem Umsatzvolumen von rund 0,40 Mio. €, die ursprünglich für Ende Juni zur Auslieferung kommen und im Halbjahresbericht ausgewiesen werden sollten, sich auf das zweite Halbjahr des aktuellen Geschäftsjahres verschoben haben. Behördenkunden profitieren damit von der temporären Umsatzsteuersenkung, da sie nicht vorsteuerabzugsberechtigt sind.

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



Quelle: artec; GBC AG

Im größten Geschäftsbereich, dem BOS-Segment, konnte im ersten Halbjahr 2020 ein besonders wichtiger Auftrag gewonnen werden. So hat artec den eigentlich schon für 2019 erwarteten Erweiterungsauftrag einer Bundesbehörde für ein zentrales, cloudbasiertes MULTIEYE-BOS-Videowarehousesystem mit einem deutlich sechsstelligen Auftragsvolumen erhalten.

Nach dem erfolgreichen Einsatz dieses umfangreichen Videoaufzeichnungssystems bei einer Bundesbehörde und der anstehenden Erweiterung des Systems sowie der Signalwirkung dieses Referenzprojekts, rechnet artec in den kommenden Monaten mit weiteren Aufträgen von Sicherheitsbehörden aus dem In- und Ausland. Bereits für das vierte Quartal 2020 erwartet artec die Gewinnung eines ähnlichen Projekts mit einer anderen Bundesbehörde und im Zuge dessen eine Vertragslaufzeit über mehrere Jahre.

Darüber hinaus wurden auch im Geschäftsbereich Media & Broadcast (Xentaurix-Plattform) Fortschritte erzielt. Mit der Produktlinie XENTAURIX hat das Unternehmen in der aktuellen Geschäftsperiode mehrere Aufträge gewonnen und damit von der im letzten Jahr eingeleiteten Vertriebsoffensive in Reaktion auf den Marktaustritt des ehemaligen Konkurrenten Volicon profitiert. So konnte sich das Unternehmen bspw. im Sommer bei einem Ausschreibungsverfahren einer staatlichen Institution des Sultanats Oman durchsetzen. Dieser Auftrag umfasste die Lieferung eines multifunktionalen Medien-Aufzeichnungs- und Analysesystems und stellt zugleich den ersten Auftrag für die Gesellschaft aus dem Sultanat Oman dar.

Zudem hat artec bekannt gegeben, dass die Technologiegesellschaft derzeit an zahlreichen weiteren Ausschreibungen in Bezug auf Broadcast & Media-Projekte teilnimmt. Hieraus sollten sich zukünftig weitere signifikante Umsatzpotenziale ergeben.

Darüber hinaus hat die Gesellschaft auch im Hinblick auf den Ausbau des Industriebereichs einen Erfolg verzeichnen können. Im Rahmen der Stärkung des Vertriebs im vergangenen Geschäftsjahr wurden auch mehrere Partnerschaften eingegangen. Von diesen mündete eine Kooperation in einem vielversprechenden Projekt mit der Produktlinie MULTIEYE Next für den zivilen Markt im Industriebereich. In Zusammenarbeit mit diesem international agierenden Vertriebspartner erhielt artec einen Auftrag für die Ausrüstung von Lagezentren zur Autobahnüberwachung in Kroatien. Weitere Gemeinschaftsprojekte sind laut Unternehmensinformationen in der Anbahnung.

Trotz der erfreulichen Geschäftsentwicklung im ersten Halbjahr des aktuellen Geschäftsjahres im Vergleich zum Vorjahreszeitraum, lag das operative Ergebnis (EBITDA) mit 0,04 Mio. € auf nahezu Vorjahresniveau (VJ: 0,05 Mio. €). Einer Ergebnisverbesserung haben höhere Personalkosten und ein veränderter Produktmix mit weniger Software- und mehr Hardwareanteil entgegengewirkt. Auf Nettoebene wurde ein Halbjahresergebnis in Höhe von -0,27 Mio. € erzielt, welches sich ebenfalls auf nahezu Vorjahresniveau bewegt.

Mit der Veröffentlichung des Halbjahresberichts, hat artec ebenfalls seine bisher herausgegebene Unternehmensguidance für das Geschäftsjahr 2020 bestätigt. Die Gesellschaft erwartete weiterhin eine deutliche Umsatzsteigerung sowie ein positives Konzernergebnis. Speziell für das zweite Halbjahr erwartet das Unternehmen ein dynamisches Umsatzwachstum. Dabei soll der Software- und Service-Anteil signifikant zulegen und damit auch die Konzernmargen.

Laut eigenen Aussagen steuert artec beim Ausbau ihres traditionell margenstarken Service-Geschäfts auf einen Meilenstein zu. So konnte das Technologieunternehmen in den vergangenen Wochen zahlreiche Wartungs- und Supportverträge abschließen. Bei den Auftraggebern handelt es sich sowohl um Kunden aus dem Bereich Sicherheit als auch Broadcast & Media. Zu ihnen gehören bspw. ein Medienkonzern, eine Sport-Akademie aus Katar, ein Sportsender aus Frankreich sowie eine Sicherheitsbehörde aus Deutschland. Die Vertragslaufzeiten liegen zwischen 12 und 36 Monaten. Insgesamt belaufen sich die Aufträge auf ein Volumen von 250.000 €. Daneben erwartet artec im vierten Quartal 2020 weitere Wartungs- und Supportverträge in Höhe von 250.000 bis 300.000

€. Im Zuge dessen plant das Unternehmen mit einem Rekord-Auftragseingang im Service-Geschäft von voraussichtlich über 0,50 Mio. € für das laufende Geschäftsjahr.

## Prognosen und Modellannahmen

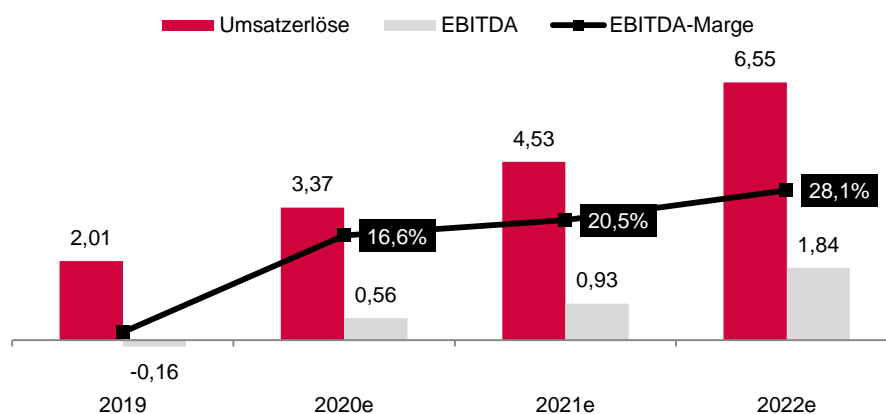
GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e
Umsatzerlöse	2,01	3,37	4,53	6,55
EBITDA	-0,16	0,56	0,93	1,84
EBIT	-0,68	0,05	0,41	1,29
Nettoergebnis	-1,20	0,16	0,48	1,26
EPS in €	-0,42	0,06	0,17	0,44

Quelle: artec; GBC AG

Vor dem Hintergrund des guten Jahresstarts, der aktuellen Auftragsentwicklung und den Geschäftsanbahnungen, rechnen wir mit einer Fortsetzung der dynamischen Umsatzentwicklung auch im zweiten Halbjahr 2020 und in den Folgejahren. Insbesondere die positive Geschäftsentwicklung und Auftragsentwicklung und -Anbahnung im BOS-Bereich sowie der weitere Ausbau des margenträchtigen Service-Geschäfts untermauert unsere Einschätzung. Entsprechend gehen wir davon aus, dass artec ihre Marktposition im Medien – und Sicherheitsbereich im aktuellen Geschäftsjahr und in den Folgeperioden weiter ausbaut. Auch der Industriebereich sollte zukünftig mithilfe des neu gewonnenen Partners deutlich an Geschäftsvolumen zulegen und damit auch künftig einen signifikanten Beitrag zum Konzernumsatz beisteuern.

Konkret rechnen wir für die laufende Geschäftsperiode mit Umsatzerlösen in Höhe von 3,37 Mio. €, was einem Umsatzzanstieg von 67,8% im Vergleich zum Vorjahr (VJ: 2,01 Mio. €) gleichkommt. Für die nachfolgenden Geschäftsjahre 2021 und 2022 gehen wir von einem weiteren dynamischen Umsatzzanstieg auf 4,53 Mio. € bzw. 6,55 Mio. € aus. Parallel hierzu soll das EBITDA von erwarteten 0,56 Mio. € im laufenden Geschäftsjahr auf dann 1,84 Mio. € in 2022 sprunghaft zulegen und damit auch die Konzernrentabilität aufgrund der erwarteten Skaleneffekte deutlich ansteigen.

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



Quelle: GBC AG

Vor dem Hintergrund der guten Unternehmensperformance haben wir unser bisheriges Kursziel von 5,30 € beibehalten. Im Anbetracht des aktuellen Kursniveaus vergeben wir auch weiterhin das Rating KAUFEN. Insgesamt sehen wir artec auf einem guten Weg, den eingeschlagenen Wachstumskurs fortzusetzen und im laufenden Geschäftsjahr den Break-Even zu erreichen. In den Folgejahren sollte insbesondere die gute Positionierung im BOS-Bereich für ein nachhaltiges profitables Wachstum sorgen.

## 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% 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 €.

## 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 -208,2%	-0,01 2,5%	0,03 -2,5%	-0,45 28,0%	-0,50 28,0%	-0,55 28,0%	-0,60 28,0%	-0,66 28,0%	-0,66 28,0%	28,0%
EBI (NOPLAT)	0,16	0,40	1,32	1,16	1,28	1,40	1,54	1,69		
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%

## 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)