

Vectron Systems AG *4,5a,7,11

KAUFEN

Kursziel: 22,00 EUR
(bisher: 21,55 EUR)

aktueller Kurs: 11,02
02.09.2021 / XETRA / 14:59
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0KEXC7
WKN: A0KEXC
Börsenkürzel: V3S
Aktienanzahl³: 8,04
Marketcap³: 88,58
EnterpriseValue³: 73,05
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 58,5 %

Transparenzlevel:
Freiverkehr
Marktsegment:
Börse Frankfurt (Scale)
Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Felix Haugg
haugg@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 8

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 03.09.21 (08:07 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 03.09.21 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2022

Unternehmensprofil

Branche: Software, Technologie

Fokus: Software für Kassensysteme und dazugehörige Hardware

Mitarbeiter: 205 (30.06.2021)

Gründung: 2006

Firmensitz: Münster

Vorstand: Thomas Stümmeler, Jens Reckendorf, Silvia Ostermann; Dr. Ralf-Peter Simon (ab 15.09.21)

Die Vectron Systems AG ist ein full-size Systemlösungsanbieter, der aus eigener Engineering-Leistung heraus Hardware, Software und cloudbasierte Services im internationalen Markt anbietet. Neben Entwicklung, Vertrieb und entgeltlicher Überlassung von integrierten Lösungen für Kassensysteminstallationen, gehören Software- und cloudbasierte Datenanalyse-, Datenmanagement-, Warenwirtschafts-, CRM- und Service-Module sowie Schnittstellen für Drittanbieter zum Leistungsspektrum. Die Vectron Cloud-Services umfassen digitale Dienste, die sich neben dem B2B- auch an den B2C-Bereich richten. Sie beinhalten die Analyse, das Verarbeiten und das Reporting von produktbezogenen Transaktionsdaten. Des Weiteren werden Kundenbindungstools wie digitale Stempelkarten, Coupons und Deals sowie Effizienzwerkzeuge, beispielsweise Tischreservierung und Lieferservice, angeboten. Alle Dienste sind direkt mit dem Kassensystem verbunden, wodurch dieses zum zentralen Data Center wird.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2020	31.12.2021e	31.12.2022e	31.12.2023e
Umsatz	27,77	41,35	43,68	57,94
EBITDA	-2,19	5,40	6,18	12,26
EBIT	-2,58	5,00	5,78	11,86
Jahresüberschuss	-2,07	4,28	4,82	8,30

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,26	0,53	0,60	1,03
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	2,63	1,77	1,67	1,26
EV/EBITDA	neg.	13,53	11,82	5,96
EV/EBIT	neg.	14,61	12,63	6,16
KGV	neg.	20,69	18,36	10,67
KBV	3,89			

Finanztermine

07.09.2021: ZKK Zürich
22.-24.11.2021: EK-Forum
07.-08.12.2021: MKK München

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
28.07.2021: RS / 21,55 / KAUFEN
10.06.2021: RS / 21,15 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter 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“

1.HJ 2021: Fiskalisierungseffekt treibt Umsatz- und Ergebnis auf neue Rekordhöhen, Guidance für das laufende Geschäftsjahr konkretisiert, Prognosen und Kursziel leicht angehoben

Umsatzentwicklung 1.HJ 2021

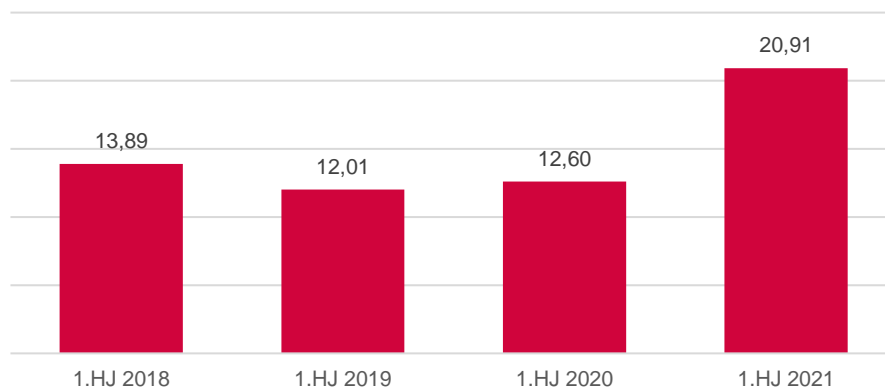
in Mio. €	1.HJ 2018	1.HJ 2019	1.HJ 2020	1.HJ 2021
Umsatzerlöse	13,89	12,01	12,60	20,91
EBITDA	-0,87	-1,03	-1,32	3,86
EBIT	-1,09	-1,24	-1,52	3,68
Nachsteuerergebnis	-0,76	-1,34	-1,60	2,54

Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Die ersten sechs Monate 2021 waren bei der Vectron Systems AG (kurz: Vectron) von zwei gegenläufigen Effekten geprägt. Einerseits hatten die staatlich verordneten Schließungen im Gastronomiegewerbe, die bis in das zweite Quartal 2021 andauert haben, zu starken Umsatzeinbrüchen beim wichtigsten Kundenkreis der Gesellschaft geführt. Nach aktuellen Statistiken sind die Umsätze in der Gastronomie in Deutschland im ersten Halbjahr 2021 gegenüber dem Vorjahr real um 32,6 % gefallen. Im Vergleich zu 2019, ist der reale Rückgang mit 55,6 % deutlich höher ausgefallen. Vor dem Hintergrund, dass die Vectron rund 60 % der Umsatzerlöse mit Gastronomiebetrieben erwirtschaftet, liegt demnach, trotz staatlicher Unterstützungsmaßnahmen, ein hoher Belastungsfaktor vor. Rund 30 % der Umsätze werden mit Bäckereien erzielt, die nicht in dem Ausmaß von den pandemiebedingten Schließungen betroffen waren.

Demgegenüber stehen jedoch positive Effekte im Zusammenhang mit der TSE-konformen Umrüstung der Kassensysteme, für die in vielen Bundesländern die Nichtbeanstandungsfrist auf den 31.03.2021 verlängert wurde. Von der gesetzlich vorgeschriebenen Umrüstung von Kassensystemen hat die Vectron, wie im Vorfeld angekündigt, sichtbar profitiert. Dies trotz des Umstandes, dass per Ende Juni 2021, also deutlich nach Ablauf der Nichtbeanstandungsfrist, immer noch rund 30 % der Kassen noch nicht umgestellt sind (Quelle: DKFA). Dieser Sondereffekt hat die pandemiebedingten Auswirkungen deutlich kompensiert und die Vectron hat in den ersten sechs Monaten 2021 mit Umsatzerlösen in Höhe von 20,91 Mio. € (VJ: 12,60 Mio. €) einen neuen Halbjahresrekord-Wert erreicht.

Umsatzerlöse auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Zusätzlich dazu hat die 100 %ige und bislang noch nicht vollkonsolidierte Tochtergesellschaft bonVito GmbH Umsatzerlöse in Höhe von rund 1,5 Mio. € und ein EBITDA in Höhe von ca. 0,4 Mio. € erwirtschaftet. Nach der notariellen Beurkundung wird die bonVito

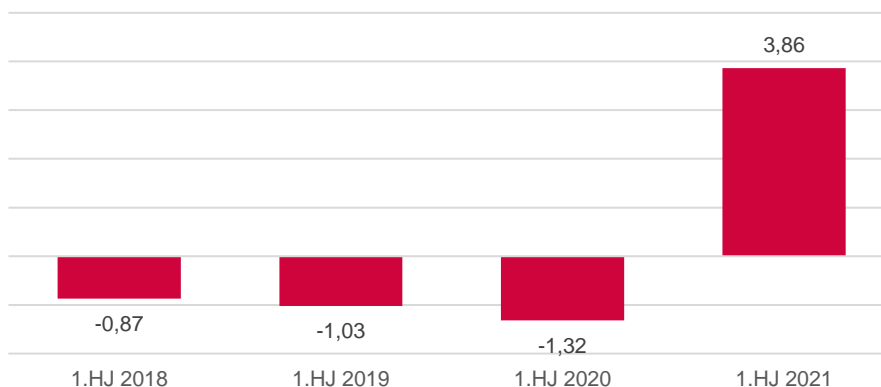
GmbH im zweiten Halbjahr 2021 auf die Vectron Systems AG rückwirkend zum 01.01.2021 verschmolzen.

Die Gesellschaft beabsichtigt den Anteil wiederkehrender Erträge und der Wertschöpfung je Kunde zu steigern. Dies soll insbesondere über eine Ausweitung der digitalen Services erreicht werden, welche zum Teil monatlich abgerechnet sowie teilweise im Rahmen so genannter pay-per-use-Modellen umgesetzt werden. In der abgelaufenen Berichtsperiode lagen die wiederkehrenden Erträge bei 14,1 %, zuzüglich der bonVito-Erlöse bei 19,8 %.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2021

Der erreichten dynamischen Umsatzentwicklung steht eine nur unterproportionale Entwicklung der operativen Kosten gegenüber, so dass mit einem EBITDA in Höhe von 3,86 Mio. € (VJ: -1,32 Mio. €) auch auf Ergebnisebene ein neuer Halbjahresrekord aufgestellt wurde. In unseren Schätzungen bis zur Veröffentlichung der vorläufigen Halbjahreszahlen hatten wir für das Gesamtjahr 2021 ein EBITDA in Höhe von 3,52 Mio. € prognostiziert, welches bereits nach sechs Monaten übertroffen worden ist. Wäre die bonVito GmbH schon in den Halbjahreszahlen voll konsolidiert, dann hätte die Gesellschaft ein EBITDA in Höhe von 4,28 Mio. € ausgewiesen.

EBITDA auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Analog dazu hat die Vectron auch auf Ebene des Nachsteuerergebnisses mit 2,54 Mio. € (VJ: -1,60 Mio. €) einen neuen Rekordwert erreicht.

Eine wichtige Fragestellung vor dem Hintergrund der hohen Auslieferungszahlen TSE-konformer Kassen ist die Sicherstellung der Lieferfähigkeit, vor allem vor dem Hintergrund des aktuellen weltweiten Chipmangels. Um lieferfähig zu bleiben, hatte die Vectron AG bis zum Ende 2020 die Lagerbestände aufgebaut, die sich im Zuge der erhöhten Nachfrage zum 30.06.2021 auf 4,72 Mio. € (31.12.2021: 6,71 Mio. €) reduziert haben. Dennoch geht die Gesellschaft davon aus, auch für die weiterhin antizipierte hohe Nachfrage gut gerüstet zu sein. Der Abbau der Lagerbestände und damit insgesamt des Nettoumlaufvermögens hatte, zusammen mit der sehr erfreulichen operativen Entwicklung zu einem starken Anstieg des operativen Cashflows auf 6,14 Mio. € (VJ: -4,91 Mio. €) geführt. Zusätzlich dazu hat die Vectron im Rahmen eines KfW-Darlehens (Corona-Hilfe) 3,00 Mio. € aufgenommen, so dass die liquiden Mittel auf 17,00 Mio. € (31.12.2020: 8,31 Mio. €) deutlich angestiegen sind.

Prognosen und Bewertung

in Mio. €	GJ 21e (alt)	GJ 21e (neu)	GJ 22e (alt)	GJ 22e (neu)	GJ 23e (alt)	GJ 23e (neu)
Umsatzerlöse	38,58	41,35	41,16	43,68	57,58	57,94
EBITDA	4,18	5,40	5,81	6,18	12,13	12,26
EBIT	3,78	5,00	5,41	5,78	11,73	11,86
Nachsteuerergebnis	3,28	4,28	4,45	4,82	8,21	8,30

Quelle: GBC AG

Das Vectron-Management hat mit Veröffentlichung des Halbjahresberichtes 2021 erstmals im laufenden Geschäftsjahr eine konkrete Guidance ausformuliert. Nachdem im Geschäftsbericht 2020 lediglich eine EBITDA-Verbesserung gegenüber dem Geschäftsjahr 2020 (EBITDA 2020: -2,19 Mio. €) in Aussicht gestellt war, sieht die aktualisierte Guidance deutlich vielversprechender aus. Für das Gesamtjahr 2021 rechnet der Vorstand, inklusive bonVito GmbH, mit Umsätzen in einer Bandbreite von 40,9 bis 42,4 Mio. € und einem EBITDA zwischen 4,5 und 5,5 Mio. €. Diese Prognose ist vor dem Hintergrund der im ersten Halbjahr 2021 erreichten Werte unseres Erachtens ein sehr wahrscheinliches Szenario. Um die jeweilige Mitte der Prognosebandbreite zu erreichen, müsste die Vectron, inklusive der bonVito GmbH, im zweiten Halbjahr nur noch Umsätze in Höhe von 19,24 Mio. € und ein EBITDA in Höhe von 0,72 Mio. € erwirtschaften. Wir stufen dies als eine vorsichtige Guidance, in der eine Abschwächung der Sonderkonjunktur sowie Unsicherheiten hinsichtlich des weiteren Pandemieverlaufs berücksichtigt sind.

Grundsätzlich dürfte der Fiskalisierungseffekt nur temporär einen signifikanten Einfluss auf die Geschäftsentwicklung der Vectron haben. Bereits im zweiten Halbjahr 2021 dürfte dieser Effekt etwas nachlassen und im kommenden Geschäftsjahr 2022 deutlich zurückgehen. Dass wir dennoch von steigenden Umsatzerlösen und einer weiteren Verbesserung der Rentabilität ausgehen, liegt am unterstellten Erfolg im Bereich der digitalen Services. Dabei sollen die Vectron-Kassen künftig als SaaS-Datcenter dienen, mit einer direkten Verbindung zu den angebotenen Cloud-Services der Gesellschaft. Diese Services könnten modular dazugebucht werden und sind zum Teil selbst entwickelt. Zudem werden von Kooperationspartnern entwickelte Module ebenfalls angeboten. Beispielsweise können Payment-Lösungen, eine DATEV-Schnittstelle, Reporting-Module sowie Module für Online-Bestellungen oder Online-Reservierungen dazu gebucht werden. Nach Unternehmensangaben liegt hier ein hohes Cross-Selling-Potenzial bei bestehenden Kunden vor. Mit über 245.000 installierten Vectron-Systemen kann zudem über die Fachhandelspartner eine breite Kundenansprache vorgenommen werden. Die hohe Bedeutung des Digital-Geschäftes wird mit der Ernennung von Dr. Ralf-Peter Simon zum vierten Vorstand ersichtlich. Herr Dr. Simon soll die digitale Transformation der Vectron vorantreiben.

Angesichts der nun konkreten Unternehmens-Guidance sowie des erfolgreichen ersten Halbjahres 2021 heben wir unsere Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2021 an. Mit erwarteten Umsätzen in Höhe von 41,35 Mio. € (bisher: 38,58 Mio. €) und einem erwarteten EBITDA in Höhe von 5,40 Mio. € (bisher: 4,18 Mio. €) liegen wir innerhalb der Guidance-Bandbreite. Analog dazu nehmen wir eine leichte Anpassung der 2022er Prognosen vor, während wir die Prognosen des Geschäftsjahres 2023 nahezu unverändert lassen. Grundsätzlich sollte der Wegfall der Fiskalisierungsumsätze von einem steigenden Digitalisierungsgeschäft aufgefangen werden.

Wir haben unser DCF-Bewertungsmodell angepasst und infolge der angehobenen Prognosen eine leichte Kurszielsteigerung auf 22,00 € (bisher: 21,55 €) ermittelt. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

Bewertung

Modellannahmen

Die Vectron Systems AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2021, 2022 und 2023 in Phase 1, erfolgt von 2024 bis 2028 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 7,5 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 21,2 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % 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 Vectron Systems 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 0,25 %.**

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 1,46.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,26 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,26 %.

Bewertungsergebnis

Die leichte Anhebung der Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr 2021 sowie für das kommende Geschäftsjahr 2022 haben eine leichte Erhöhung des Kursziels auf 22,00 € (bisher: 21,55 €) zur Folge. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 11,02 € vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.

DCF-Modell

Vectron Systems AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	7,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	21,2%	ewige EBITA - Marge	20,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	23,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	18,1%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	41,35	43,68	57,94	62,28	66,96	71,98	77,38	83,18	
US Veränderung	47,0%	5,6%	32,6%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	34,46	31,20	34,08	34,60	35,68	37,20	39,09	41,30	
EBITDA	5,40	6,18	12,26	13,20	14,19	15,26	16,40	17,63	
EBITDA-Marge	13,1%	14,2%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	
EBITA	5,00	5,78	11,86	12,80	13,77	14,82	15,95	17,17	
EBITA-Marge	12,1%	13,2%	20,5%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,72	-0,96	-3,56	-3,84	-4,13	-4,45	-4,78	-5,15	
EBI (NOPLAT)	4,28	4,82	8,30	8,96	9,64	10,37	11,16	12,02	30,0%
Kapitalrendite	41,8%	43,1%	70,6%	73,5%	73,7%	74,0%	74,5%	75,1%	71,7%
Working Capital (WC)	10,00	10,35	10,50	11,29	12,13	13,04	14,02	15,07	
WC zu Umsatz	24,2%	23,7%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	
Investitionen in WC	-0,92	-0,35	-0,15	-0,79	-0,85	-0,91	-0,98	-1,05	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	1,20	1,40	1,70	1,80	1,88	1,93	1,98	2,01	
AFA auf OAV	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,42	-0,44	-0,46	-0,47	
AFA zu OAV	33,3%	28,6%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	
Investitionen in OAV	-0,44	-0,60	-0,70	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	
Investiertes Kapital	11,20	11,75	12,20	13,09	14,01	14,98	16,00	17,09	
EBITDA	5,40	6,18	12,26	13,20	14,19	15,26	16,40	17,63	
Steuern auf EBITA	-0,72	-0,96	-3,56	-3,84	-4,13	-4,45	-4,78	-5,15	
Investitionen gesamt	-1,36	-0,95	-0,85	-1,29	-1,35	-1,41	-1,48	-1,55	
Investitionen in OAV	-0,44	-0,60	-0,70	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	
Investitionen in WC	-0,92	-0,35	-0,15	-0,79	-0,85	-0,91	-0,98	-1,05	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,32	4,27	7,85	8,08	8,72	9,40	10,14	10,93	190,23

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	151,36	159,59
Barwert expliziter FCFs	42,24	41,46
Barwert des Continuing Value	109,11	118,13
Nettoschulden (Net debt)	-12,97	-17,24
Wert des Eigenkapitals	164,33	176,83
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	164,33	176,83
Ausstehende Aktien in Mio.	8,04	8,04
Fairer Wert der Aktie in EUR	20,44	22,00

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,3%
Markttrisikoprämie	5,5%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	8,3%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	2,8%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	28,7%
WACC	8,3%

Kapitalrendite	WACC				
	7,7%	8,0%	8,3%	8,6%	8,9%
71,2%	23,99	22,89	21,89	21,00	20,18
71,5%	24,05	22,94	21,95	21,05	20,23
71,7%	24,11	23,00	22,00	21,10	20,28
72,0%	24,17	23,05	22,05	21,15	20,32
72,2%	24,23	23,11	22,11	21,20	20,37

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,7,11)

§ 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 Studienerstellung 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, Karin Jägg, Email: jaegg@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:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvertr. Chefanalyst

Felix Haugg, B.A., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, 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