

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

Rating: KAUFEN
Kursziel: 17,10 EUR
(bisher: 22,00 EUR)

aktueller Kurs: 5,67
 01.02.2022 / XETRA / 09:04
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0KEXC7
 WKN: A0KEXC
 Börsenkürzel: V3S
 Aktienanzahl³: 8,04
 Marketcap³: 45,58
 EnterpriseValue³: 30,05
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 7

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 01.02.22 (09:26 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 01.02.22 (11:30 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



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 Kasseninstallationen, 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	38,0	35,94	46,31
EBITDA	-2,19	4,8	3,56	7,33
EBIT	-2,58	-	3,16	6,93
Jahresüberschuss	-2,07	-	2,20	4,85

*gemäß vorläufigen Zahlen

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,26	-	0,27	0,60
Dividende je Aktie	0,00	-	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,08	0,79	0,84	0,65
EV/EBITDA	neg.	6,26	8,45	4,10
EV/EBIT	neg.	-	9,52	4,34
KGV	neg.	-	20,72	9,39
KBV	2,00			

Finanztermine

29.04.2022: Geschäftsbericht 2021
03.-04.05.2022: MKK
21.06.2022: Hauptversammlung
31.08.2022: Halbjahresbericht 2022

****letzter Research von GBC:**

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
02.11.2021: RS / 22,00 / KAUFEN
03.09.2021: RS / 22,00 / KAUFEN
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“

Vorläufige Zahlen 2021: HGB-Zahlen leicht unter Erwartungen; Prognosen aufgrund weiterhin unsicherer Lage und niedrigerer Anzahl an Digitalpaketen reduziert; Kursziel auf 17,10 € (bisher: 22,00 €) gemindert, Rating KAUFEN

in Mio. €	2020 (HGB)	2021 (HGB)*	2021 (IFRS)*
Umsatzerlöse	27,77	40,2	38,0
EBITDA	-2,19	4,3	4,8

Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG; *gemäß vorläufigen Zahlen

Mit Meldung vom 25. Januar 2022 hat die Vectron Systems AG (kurz: Vectron) die vorläufigen Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2021 präsentiert. Mit dem Jahresabschluss 2021 nimmt die Gesellschaft eine Umstellung der Rechnungslegung von HGB auf IFRS vor. Zu Vergleichszwecken wurden daher die vorläufigen Zahlen sowohl auf Basis der bisherigen HGB- als auch auf Grundlage der künftigen IFRS-Rechnungslegung dargestellt. Zudem wurde per 01.01.2021 die profitable Tochtergesellschaft bonVito GmbH verschmolzen.

Gemäß HGB lagen die vorläufigen Zahlen mit 40,2 Mio. € (VJ: 27,77 Mio. €) um fast 45 % signifikant über Vorjahr. Auch das vorläufige EBITDA lag mit 4,3 Mio. € (VJ: -2,19 Mio. €) wieder deutlich in der Gewinnzone. Dabei wurde die im August 2021 angepasste Unternehmens-Guidance, wonach Umsatzerlöse in einer Bandbreite von 40,9 – 42,4 Mio. € und ein EBITDA in Höhe von 4,5 bis 5,5 Mio. € erwartet waren, leicht verfehlt. Auch unsere Prognosen (Umsatzerlöse: 41,35 Mio. €; EBITDA: 5,40 Mio. €) lagen über den tatsächlich erreichten Werten. Gemäß IFRS lagen die vorläufigen Umsatzerlöse bei rund 38 Mio. € (VJ: 25 Mio. €) und das vorläufige EBITDA bei 4,8 Mio. € (VJ: -1,7 Mio. €).

Die starke Umsatzsteigerung ist insbesondere als Folge der TSE-konformen Umrüstung der Kassensysteme zu verstehen. Auf der anderen Seite hatte die zum Jahresende hin sehr dynamische Pandemieentwicklung, insbesondere das vierte Quartal 2021 belastet. Auch wenn für das Gastronomiegewerbe keine weiteren Schließungsmaßnahmen beschlossen wurden, hatten die Zutrittseinschränkungen und die allgemeine Lage zu einer rückläufigen Planungssicherheit geführt.

Zwar ist die Pandemie-Lage weiterhin von hohen Unsicherheiten geprägt und unterliegt einer hohen Dynamik, der mildere Verlauf der Omikron-Variante könnte aber dazu beitragen, den endemischen Zustand zu erreichen. Vor diesem Hintergrund lassen sich aktuell keine Verschärfungen der Maßnahmen erkennen, so dass auch bald eine höhere Planungssicherheit bei den Vectron-Kunden vorherrschen müsste. Die positiven Effekte aus der TSE-konformen Umrüstung dürften im laufenden Geschäftsjahr 2022 eine deutlich geringere Rolle spielen als in 2021. Gemäß zuletzt verfügbaren Daten des DFKA (Deutscher Fachverband für Kassen) lag zum dritten Quartal eine Umrüstquote von 80 % vor. Diese dürfte im vierten Quartal weiter zugelegt haben.

in Mio. €	2022e (alt)	2023e (alt)	2022e (neu)	2023e (neu)
Umsatzerlöse	43,68	57,94	35,94	46,31
EBITDA	6,18	12,26	3,56	7,33
EBIT	5,78	11,86	3,16	6,93
Jahresüberschuss	4,82	8,30	2,20	4,85

Im Fokus der künftigen Entwicklung steht insbesondere die Ausweitung der digitalen Services und damit einhergehend ein Ausbau der wiederkehrenden Umsätze sowie der Wertschöpfung je Kunde. In 2021 konnten die wiederkehrenden Umsätze bereits um rund 70 % auf 7,1 Mio. € gesteigert werden. Gemäß Unternehmensangaben dürften zum Ende

des abgelaufenen Geschäftsjahres 2021 rund 18.000 Digitalpakete im Einsatz gewesen sein. Da dieser Wert, welcher die Grundlage für unsere künftigen Prognosen darstellt, unterhalb unserer Erwartungen liegt, passen wir unsere Schätzungen der Geschäftsjahre 2022 und 2023 an. Wir tragen der weiterhin unsicheren Pandemielage Rechnung und prognostizieren bis zum Jahresende 2022 einen Bestand von rund 25.000 Digitalpaketen. Ende 2023 sollten deutlich über 30.000 Digitalpakete im Einsatz sein.

Wir reduzieren unsere bisherigen Umsatzschätzungen für 2022 auf 35,94 Mio. € (bisher: 43,68 Mio. €) und für 2023 auf 46,31 Mio. € (bisher: 57,94 Mio. €). Analog dazu nehmen wir die EBITDA-Prognose für 2022 auf 3,56 Mio. € (bisher: 6,18 Mio. €) und für 2023 auf 7,33 Mio. € (bisher: 12,26 Mio. €) herunter. Neben der geringeren Anzahl an Digitalpaketen berücksichtigen wir mit den niedrigeren Schätzungen eine möglicherweise länger bzw. wiederkehrende dynamische Pandemielage, die insbesondere negative Auswirkungen auf das Gaststättengewerbe haben könnte. Anorganisches Wachstum ist auch Bestandteil des künftigen Wachstums. Mit einem Cash-Bestand in Höhe von 19,9 Mio. € (Bankverbindlichkeiten: 3,0 Mio. €) könnten mögliche M&A-Opportunitäten zeitnah wahrgenommen werden. Dass die Vectron Systems AG in M&A-Bereich aktiv ist, lässt sich auch anhand der Meldung der vorläufigen Zahlen ablesen. Hier hatte die Gesellschaft über Einmalkosten in Höhe von 0,14 Mio. € berichtet, die im Zusammenhang mit einer nicht realisierten Akquisition zustande gekommen sind.

Unser DCF-Bewertungsmodell haben wir um die vorläufigen Zahlen sowie um die angepassten Prognosen 2022 und 2023 aktualisiert. Als Modellergebnis ergibt sich derzeit ein fairer Wert in Höhe von 17,10 € (bisher: 22,00 €). 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. Das abgelaufene Geschäftsjahr ist in unserem Modell, da erst die vorläufigen Zahlen vorliegen, weiterhin als Schätzperiode klassifiziert. 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 Reduktion der Umsatz- und Ergebnisschätzungen der konkreten Schätzperiode 2022 und 2023 und die daraus resultierende niedrigere Basis für unsere Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells, haben eine Reduktion des Kursziels auf 17,10 € (bisher: 22,00 €) nach sich gezogen.

DCF-Modell

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	20,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	23,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	22,7%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	
Umsatz (US)	38,00	36,74	46,31	49,78	53,52	57,53	61,84	66,48	
US Veränderung	35,1%	-3,3%	26,0%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	31,67	26,24	27,24	27,66	28,52	29,73	31,24	33,01	
EBITDA	4,80	3,56	7,33	10,55	11,35	12,20	13,11	14,09	
EBITDA-Marge	12,6%	9,7%	15,8%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	
EBITA	3,00	3,16	6,93	10,15	10,92	11,75	12,66	13,63	
EBITA-Marge	7,9%	8,6%	15,0%	20,4%	20,4%	20,4%	20,5%	20,5%	20,7%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,36	-0,96	-2,08	-3,05	-3,28	-3,53	-3,80	-4,09	
EBI (NOPLAT)	2,64	2,20	4,85	7,11	7,65	8,23	8,86	9,54	
Kapitalrendite	25,8%	19,6%	41,3%	58,3%	58,4%	58,7%	59,1%	59,6%	57,5%
Working Capital (WC)	10,00	10,35	10,50	11,29	12,13	13,04	14,02	15,07	
WC zu Umsatz	26,3%	28,2%	22,7%	22,7%	22,7%	22,7%	22,7%	22,7%	
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	-1,80	-0,40	-0,40	-0,40	-0,42	-0,44	-0,46	-0,47	
AFA zu OAV	150,0%	28,6%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	
Investitionen in OAV	-1,84	-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	4,80	3,56	7,33	10,55	11,35	12,20	13,11	14,09	
Steuern auf EBITA	-0,36	-0,96	-2,08	-3,05	-3,28	-3,53	-3,80	-4,09	
Investitionen gesamt	-2,76	-0,95	-0,85	-1,29	-1,35	-1,41	-1,48	-1,55	
Investitionen in OAV	-1,84	-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	1,68	1,65	4,40	6,22	6,72	7,26	7,84	8,45	151,40

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	116,51	124,49
Barwert expliziter FCFs	29,67	30,47
Barwert des Continuing Value	86,84	94,02
Nettoschulden (Net debt)	-11,33	-12,98
Wert des Eigenkapitals	127,84	137,47
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	127,84	137,47
Ausstehende Aktien in Mio.	8,04	8,04
Fairer Wert der Aktie in EUR	15,90	17,10

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,3%
Marktrisikoprämie	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%
57,0%	18,66	17,78	17,00	16,29	15,64
57,3%	18,72	17,84	17,05	16,33	15,69
57,5%	18,78	17,90	17,10	16,38	15,73
57,8%	18,84	17,95	17,16	16,43	15,78
58,0%	18,90	18,01	17,21	16,48	15,82

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 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, 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