

Vectron Systems AG ^{*5a,6a,7,11}

Rating: KAUFEN
Kursziel: 10,00 EUR
(bisher: 9,40 EUR)

aktueller Kurs: 5,00
 13.09.23 / XETRA / 11:25 Uhr
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0KEXC7
 WKN: A0KEXC
 Börsenkürzel: V3S
 Aktienanzahl³: 8,04
 Marketcap³: 40,90
 EnterpriseValue³: 58,85
³ in Mio. / in Mio. EUR
 Freefloat: 58,5 %

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

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
 filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger
 greiffenberger@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 9

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung 13.09.23 (15:02 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 14.09.23 (09:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2024

Unternehmensprofil

Branche: Software, Technologie

Fokus: Software für Kassensysteme und dazugehörige Hardware

Mitarbeiter: ca. 220 FTE (30.06.2023)

Gründung: 2006

Firmensitz: Münster

Vorstand: Thomas Stümmler; Dr. Ralf-Peter Simon; Christoph Thy

Mit bisher mehr als 250.000 verkauften Kassensystemen zählt die Vectron Systems AG zu den größten europäischen Anbietern von Kassensystemen. Darauf aufbauend gewinnt der Bereich von in die Kassen integrierten Apps sowie digitalen und cloudbasierten Services in den Branchen Gastronomie und Bäckerei zunehmend an Bedeutung. Das Spektrum der Lösungen reicht von Loyalty- und Paymentfunktionen über Omni-Channel-Ordering bis hin zu Online-Reservierung und Online Reporting. Im Handelsegment ist die 100-prozentige Tochtergesellschaft acardo (acardo group AG/acardo activation GmbH) einer der führenden Anbieter für Consumer-Activation-Tools, wie Coupons, Cashback-Lösungen und Konsumenten-Apps in Deutschland. Diese werden heute in mehr als 30.000 Filialen, bestehend aus Lebensmittelhändlern, Drogerien, Kinos und Apotheken eingesetzt. Dabei bietet acardo den Kunden einen FullService, von der Konzeption, über die technische Umsetzung bis hin zum Coupon-Clearing. Zu den Kunden zählen die größten Unternehmen der jeweiligen Branche, bspw. EDEKA, Müller, Nestlé, Unilever, Kellogg's, Krombacher, Coca-Cola, PEPSI, Beiersdorf, Hexal, CinemaxX, Cineplex, Universal und Warner Bros.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
Umsatz	25,22	36,75	43,18	51,29
EBITDA	-3,86	2,54	5,27	8,55
EBIT vor PPA	-5,36	1,04	3,74	7,02
Jahresüberschuss	-5,27	-0,80	0,59	2,50

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,65	-0,10	0,07	0,31
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	2,33	1,60	1,36	1,15
EV/EBITDA	neg.	23,14	11,16	6,89
EV/EBIT vor PPA	neg.	56,42	15,72	8,39
KGV	neg.	neg.	68,12	16,06
KBV	1,96			

Finanztermine

15. - 16.11.23: MKK München
 27. - 27.11.23: EK-Forum Frankfurt

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
 25.05.2023: RS / 9,40 / KAUFEN
 06.03.2022: RS / 9,40 / KAUFEN
 05.01.2023: RS / 9,20 / KAUFEN
 13.09.2022: RS / 9,35 / 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 2023: „Auf gutem Weg“: Umsatz im Rahmen der Erwartungen; EBITDA klettert deutlich an; GBC-Prognosen erhöht; Kursziel auf 10,00 € (bisher: 9,40 €) angehoben; Rating: KAUFEN

in Mio. €	1.HJ 2021	1.HJ 2022	1.HJ 2023
Umsatzerlöse	21,36	12,56	18,53
EBITDA	4,88	-0,54	1,66
EBIT	4,20	-1,33	-0,41
Nachsteuerergebnis	3,05	-0,98	-0,47

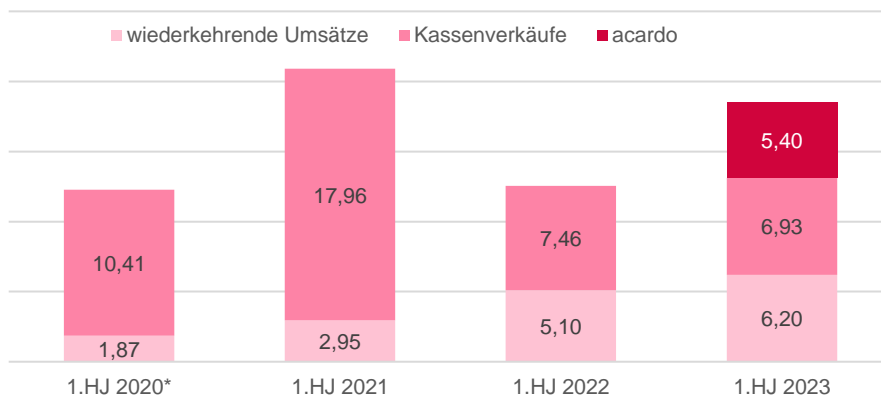
Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2023

Die ersten sechs Monate 2023 standen bei der Vectron AG im Zeichen der Konsolidierung der per 01.01.2023 erworbenen acardo group AG. Dabei haben die erstmals konsolidierten acardo-Umsätze wesentlich zum starken Umsatzanstieg um 47,6 % auf 18,53 Mio. € (VJ: 12,56 Mio. €) beigetragen. Während die Umsätze des Segments Kassensysteme (Vectron) organisch um 4,6 % auf 13,13 Mio. € (VJ: 12,56 Mio. €) gesteigert wurden, wurden im Couponing-Segment (acardo) erstmals Umsatzerlöse in Höhe von 5,40 Mio. € erwirtschaftet.

Das organische Umsatzwachstum ist dabei insbesondere ein Resultat des Ausbaus des Digitalgeschäftes, womit die wiederkehrenden Umsätze um 21,6 % auf 6,20 Mio. € (VJ: 5,10 Mio. €) planmäßig weiter ausgebaut wurden. Darin zeigt sich die Unternehmensstrategie wiedergegeben, die den Ausbau des Digitalgeschäftes in den Vordergrund stellt, womit die Wertschöpfung je Kunde gesteigert und gleichzeitig die Planbarkeit der Geschäftsentwicklung verbessert wird. In den ersten sechs Monaten 2023 wurde die Anzahl der Digitalverträge gesteigert, zudem profitierte die Gesellschaft von der Einführung neuer digitaler Module.

Umsatzerlöse auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG; *nach HGB

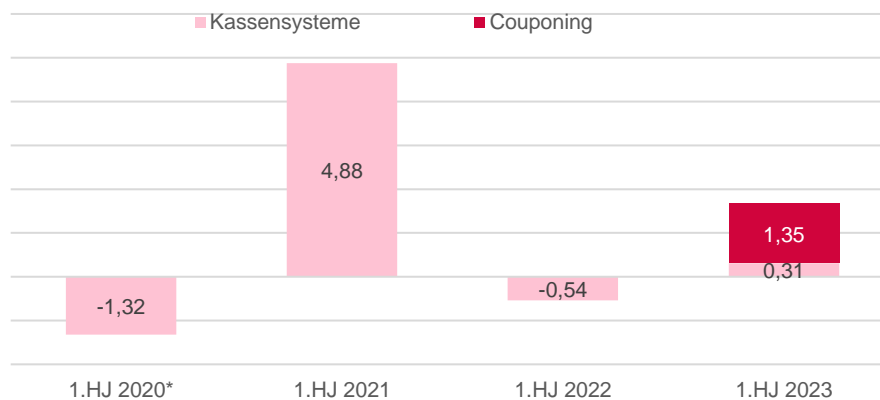
Im Gegensatz zur positiven Umsatztendenz im Digitalgeschäft verminderten sich die Umsätze mit Kassenverkäufen um -7,1 % auf 6,93 Mio. € (VJ: 7,46 Mio. €) und damit machen die wiederkehrenden Umsätze im Digitalgeschäft schon nahezu die Hälfte der Umsätze des Segments Kassensysteme aus. Die rückläufige Entwicklung der reinen Kassenverkäufe ist nach dem Auslauf des Fiskalisierungseffektes nicht überraschend und vor dem Hintergrund ist die Entscheidung der Gesellschaft nochmals nachvollziehbar, die Fertigung der eigenen Kassen an fremde Hersteller auszulagern.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2023

Mit einem EBITDA in Höhe von 1,66 Mio. € (VJ: -0,54 Mio. €) ist der Vectron-Konzern in die Gewinnzone zurückgekehrt. Die neu erworbene acardo group AG hat dabei mit einem EBITDA in Höhe von 1,35 Mio. € den größten Ergebnisbeitrag geleistet und liegt damit im Rahmen der Management-Erwartungen. Gleichzeitig zeigt sich, dass der Erwerb der acardo group AG bereits frühzeitig eine nachhaltig positive Auswirkung auf das Rentabilitätsbild des Vectron-Konzerns hat.

Überraschend positiv war hingegen der EBITDA-Beitrag des Segments Kassensysteme, gleichzusetzen mit der bisherigen Vectron, der mit 0,31 Mio. € ebenfalls positiv ausgefallen ist. Nach Unternehmensangaben hat unter anderem der Anstieg der wiederkehrenden Umsätze zur Verbesserung der Rentabilität geführt. Auf der anderen Seite haben aber auch Sondereffekte (bspw. Auflösung von Rückstellungen) hierzu beigetragen. Auf Konzernebene dürften die Sondereffekte, unseren Erkenntnissen zur Folge, rund 0,50 Mio. € ausgemacht haben.

EBITDA (in Mio. €)



Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG; *nach HGB

Die erstmalige Konsolidierung der acardo-Vermögenswerte hat die Abschreibungen auf 2,08 Mio. € (VJ: 0,78 Mio. €) deutlich ansteigen lassen. Daher lag das EBIT mit -0,41 Mio. € (VJ: -1,33 Mio. €) zwar erneut unterhalb des Break-Even, der Vorjahreswert wurde jedoch deutlich verbessert. Dies gilt auch für das Periodenergebnis in Höhe von -0,47 Mio. € (VJ: -0,98 Mio. €).

Bilanzbild zum 30.06.2023

in Mio. €	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Eigenkapital	25,55	20,47	19,99
EK-Quote	53,6%	56,1%	27,5%
Liquide Mittel	19,87	12,58	7,43
Working Capital	2,43	2,34	0,90
Finanzverbindlichkeiten	16,09	11,61	33,62
Cashflow - operativ	10,18	-2,05	4,21
Cashflow - Investition	0,06	-0,23	-8,36
Cashflow - Finanzierung	1,34	-4,99	-1,00

Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Die erstmalige Vollkonsolidierung der acardo group AG verändert das Bilanzbild des Vectron-Konzerns erheblich. Aktivseitig hat der Abgang der ersten Kaufpreisrate in Höhe von 8,71 Mio. € die liquiden Mittel deutlich auf 7,43 Mio. € (31.12.22: 12,58 Mio. €) gemindert. Gleichzeitig hat der Zugang der acardo-Vermögenswerte einerseits das immaterielle Vermögen um 10,06 Mio. € ansteigen lassen und andererseits einen Goodwill-Zugang in Höhe von 19,69 Mio. € ausgelöst. Zudem ist das kurzfristige Vermögen, da die acardo aufgrund der Clearing-Aktivitäten grundsätzlich einen hohen Bestand an Forderungen und Verbindlichkeiten ausweist, ebenfalls deutlich gestiegen. Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen erhöhten sich auf 12,86 Mio. € (31.12.22: 2,58 Mio. €) spürbar. In Summe hat dies die Bilanzsumme auf 72,74 Mio. € (31.12.22: 36,51 Mio. €) erheblich ausgeweitet.

Auf der Passivseite wird die Bilanzverlängerung hauptsächlich durch den Anstieg der langfristigen Finanzverbindlichkeiten auf 22,26 Mio. € (31.12.22: 1,63 Mio. €) repräsentiert. Hierbei handelt es sich vornehmlich um den fairen Wert der ausstehenden Earn-Out-Zahlungen bzw. der gestundeten fixen Kaufpreise. Beide Kaufpreisbestandteile müssen im Geschäftsjahr 2026, abhängig von der operativen Entwicklung der acardo, an die Verkäufer bezahlt werden. Gleichzeitig legte das kurzfristige Fremdkapital, hier besonders die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie die sonstigen Verbindlichkeiten, ebenfalls deutlich auf 19,98 Mio. € (31.12.22: 7,17 Mio. €) zu.

Die Summe aus Bilanzverlängerung und der ergebnisbedingten Reduktion des Eigenkapitals auf 19,99 Mio. € (31.12.22: 20,47 Mio. €) haben die EK-Quote sichtbar auf 27,5 % (31.12.22: 56,1 %) gemindert.

Positiv herauszugreifen ist der positive operative Cashflow in Höhe von 4,21 Mio. € (VJ: -3,65 Mio. €), welcher deutlich über dem Halbjahres-EBITDA liegt. Hierfür hat insbesondere der Abbau von Working Capital in Höhe von 2,76 Mio. € beigetragen. Weitere mögliche Maßnahmen zur Optimierung des Working Capitals könnten insbesondere bei der acardo group AG zur Freisetzung weiterer Liquidität führen.

Prognosen und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2022	GJ 23e (alt)	GJ 23e (neu)	GJ 24e (alt)	GJ 24e (neu)	GJ 25e (alt)	GJ 25e (neu)
Umsatzerlöse	25,22	36,75	36,75	43,18	43,18	51,29	51,29
EBITDA	-3,86	1,82	2,54	5,27	5,27	8,55	8,55
EBIT – vor PPA	-5,36	0,32	1,04	3,74	3,74	7,02	7,02
EBIT – as reported	-5,36	0,32	-0,96	3,74	1,74	7,02	5,02
Nachsteuerergebnis	-5,27	0,03	-0,80	1,99	0,59	3,90	2,50

Quelle: GBC AG

Das Vectron-Management hat mit der Veröffentlichung des Halbjahresberichtes 2023 die im März 2023 veröffentlichte Guidance bestätigt. Demnach wird für das laufende Geschäftsjahr 2023 weiterhin mit einem Umsatz in Höhe von 36,0 bis 37,8 Mio. € und mit einem EBITDA in Höhe von 1,3 bis 2,2 Mio. € gerechnet. Für das kommende Geschäftsjahr 2024 werden unverändert Umsatzerlöse in Höhe von 41,0 bis 45,5 Mio. € und ein EBITDA in Höhe von 4,0 bis 6,2 Mio. € und für 2025 Umsatzerlöse in Höhe von 48,8 bis 54,2 Mio. € und ein EBITDA in Höhe von 7,3 bis 9,7 Mio. € in Aussicht gestellt. Während die Halbjahres-Umsätze im Rahmen der Erwartungen liegen, ist der EBITDA-Anstieg überraschend stark ausgefallen.

Auch wenn ein Teil des bisher erreichten Halbjahres-EBITDA in Höhe von 1,66 Mio. € von Sondereffekten in Höhe von rund 0,50 Mio. € beeinflusst war, stufen wir die bestätigte Unternehmens-Guidance als konservativ ein. Diese dürfte jedoch auch den Umstand berücksichtigen, wonach im zweiten Halbjahr 2023 keine positive Ergebnisbeeinflussung mehr aus Sondererträgen vorliegen dürfte. Darüber hinaus gehen wir davon aus, dass der Vectron-Vorstand, vor dem Hintergrund der für die Gastronomiebranche anstehenden Rückkehr zum Regelsteuersatz von 19 %, bewusst vorsichtig agiert. Im Zuge der Corona-Pandemie wurde der Mehrwertsteuersatz, aktuell bis zum 31.12.2023 befristet, auf 7 % abgesenkt. Eine Erhöhung des Mehrwertsteuersatzes könnte die Investitionsbereitschaft in der Gastronomiebranche dämpfen. Zudem stellt die aktuelle Konjunktorentwicklung in Deutschland ein Risikofaktor für das zweite Halbjahr 2023 dar.

Wir sind dennoch ein wenig optimistischer und heben unsere EBITDA-Prognose, angesichts der guten Halbjahresentwicklung, auf 2,54 Mio. € (bisherige Prognose: 1,82 Mio. €) an. Darin ist ein fortgesetzter Anstieg der wiederkehrenden Digitalumsätze enthalten, die einerseits vom Basiseffekt (höhere Anzahl an Verträgen) sowie andererseits vom steigenden Transaktionsvolumen profitieren sollten. Die für das zweite Halbjahr anstehende Einführung weiterer Digital-Module sollte zudem den Anstieg der wiederkehrenden Umsätze forcieren.

In unserer EBIT-Prognose für das laufende und für die kommenden Geschäftsjahre berücksichtigen wir die, nach der erstmaligen Vollkonsolidierung der acardo-Vermögenswerte, notwendigen PPA-Abschreibungen. Unseren Schätzungen zur Folge sollten diese zu einem Anstieg der Abschreibungen in Höhe von jährlich rund 2,0 Mio. € führen. Daher dürfte das EBIT, trotz angehobener EBITDA-Prognose, niedriger als bislang ausfallen. Bereinigt um die PPA-Abschreibungen erwarten wir jedoch für 2023 ein EBIT in Höhe von 1,04 Mio. € (bisherige Prognose: 0,32 Mio. €). Für die kommenden beiden Geschäftsjahre behalten wir sowohl die Umsatz- als auch die Ergebnisschätzungen (EBITDA; EBIT vor PPA) unverändert bei. Allerdings sollten die PPA-Abschreibungen das EBIT „as reported“ und das Nachsteuerergebnis negativ beeinflussen.

Da die höheren PPA-Abschreibungen nicht liquiditätswirksam sind, haben diese keine Auswirkung auf das Ergebnis des DCF-Bewertungsmodells. Aufgrund der Prognoseanhebung für das laufende Geschäftsjahr sowie des turnusmäßigen Roll-Over-Effekts heben wir das Kursziel auf 10,00 € (bisher: 9,40 €) an. Wir vergeben unverändert 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 2023 - 2025 in Phase 1, erfolgt von 2026 bis 2030 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 7,5 % (bisher: 7,5 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 22,0% (bisher: 22,0 %) angenommen. Dies ist eine Folge des höheren Margenniveaus der erworbenen Gesellschaft acardo. 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 2,5 % (bisher: 2,5 %).

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 2,00 % (bisher: 2,00 %).**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,46.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,01 % (bisher: 10,01 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,01 % (bisher: 10,01 %).

Modellergebnis

Aufgrund des Roll-Over-Effektes ergibt sich ein Anstieg des Kursziels auf 10,00 € (bisher: 9,40 €). Wir vergeben 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	2,5%
EBITDA-Marge	22,0%	ewige EBITA - Marge	18,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	20,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	5,7%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	
Umsatz (US)	36,75	43,18	51,29	55,13	59,27	63,71	68,49	73,63	
US Veränderung	45,7%	17,5%	18,8%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	1,87	2,33	2,91	3,32	3,71	4,06	4,37	4,63	
EBITDA	2,54	5,27	8,55	12,13	13,04	14,02	15,07	16,20	
EBITDA-Marge	6,9%	12,2%	16,7%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	
EBITA	-0,96	1,74	5,02	8,60	9,71	10,81	11,92	13,06	
EBITA-Marge	-2,6%	4,0%	9,8%	15,6%	16,4%	17,0%	17,4%	17,7%	18,0%
Steuern auf EBITA	0,29	-0,52	-1,50	-2,58	-2,91	-3,24	-3,58	-3,92	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-0,67	1,22	3,51	6,02	6,80	7,57	8,35	9,14	
Kapitalrendite	-5,6%	5,6%	16,7%	29,4%	34,5%	39,2%	43,3%	46,8%	47,3%
Working Capital (WC)	2,20	2,50	2,90	3,11	3,35	3,60	3,87	4,16	
WC zu Umsatz	6,0%	5,8%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	
Investitionen in WC	0,14	-0,30	-0,40	-0,21	-0,23	-0,25	-0,27	-0,29	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	19,61	18,51	17,61	16,60	15,98	15,69	15,67	15,90	
AFA auf OAV	-3,50	-3,53	-3,53	-3,53	-3,33	-3,20	-3,14	-3,14	
AFA zu OAV	17,9%	19,1%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Investitionen in OAV	-13,55	-2,43	-2,63	-2,52	-2,71	-2,91	-3,13	-3,37	
Investiertes Kapital	21,81	21,01	20,51	19,71	19,33	19,29	19,54	20,06	
EBITDA	2,54	5,27	8,55	12,13	13,04	14,02	15,07	16,20	
Steuern auf EBITA	0,29	-0,52	-1,50	-2,58	-2,91	-3,24	-3,58	-3,92	
Investitionen gesamt	-13,41	-2,73	-3,03	-18,73	-2,94	-3,16	-3,40	-3,66	
Investitionen in OAV	-13,55	-2,43	-2,63	-2,52	-2,71	-2,91	-3,13	-3,37	
Investitionen in WC	0,14	-0,30	-0,40	-0,21	-0,23	-0,25	-0,27	-0,29	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	-16,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-10,57	2,02	4,01	-9,19	7,18	7,61	8,09	8,62	119,52

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	78,14	83,94
Barwert expliziter FCFs	16,86	16,53
Barwert des Continuing Value	61,28	67,41
Nettoschulden (Net debt)	4,67	3,55
Wert des Eigenkapitals	73,47	80,39
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	73,47	80,39
Ausstehende Aktien in Mio.	8,04	8,04
Fairer Wert der Aktie in EUR	9,14	10,00

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	10,0%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	2,8%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	28,7%

WACC **10,0%**

Kapitalrendite	WACC				
	9,4%	9,7%	10,0%	10,3%	10,6%
46,8%	10,93	10,40	9,91	9,46	9,05
47,0%	10,98	10,44	9,95	9,50	9,09
47,3%	11,03	10,49	10,00	9,55	9,13
47,5%	11,09	10,54	10,05	9,59	9,17
47,8%	11,14	10,59	10,09	9,64	9,22

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: (5a,6a,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
Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.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