



Researchstudie (Anno)

Avemio AG

AVEMIO

**Wandlung zum Medientechnologie-Konzern wird vorangetrieben
Verbesserung der Ergebnismargen erwartet**

**Kursziel: 23,00 EUR
Rating: KAUFEN**

WICHTIGER HINWEIS:

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

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

Avemio AG*5a,11

Rating: KAUFEN
Kursziel: 23,00 €
(bisher: 32,00 €)

aktueller Kurs: 5,86
 12.07.24 / XETRA / 17:36 Uhr
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A2LQ1P6
 WKN: A2LQ1P
 Aktienanzahl³: 3,83
 Market Cap: 22,46
 Entity Value: 30,74
³in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 29,3 %

Marktsegment:
 Freiverkehr Düsseldorf
 Transparenzlevel:
 Primärmarkt

Rechnungslegung:
 HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
 filker@gbc-ag.de

Niklas Ripplinger
 ripplinger@gbc-ag.de

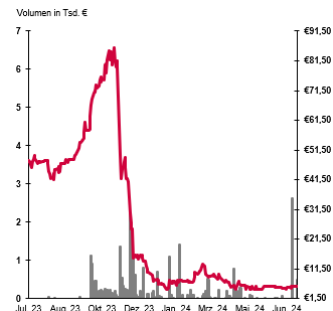
Unternehmensprofil

Branche: Handel, Technologie
 Fokus: Händler von professionellem Equipment zur
 Bewegtbildherstellung

Mitarbeiter: ca. 200
 Gründung: 1993 (Gründung der Teltec)

Firmensitz: Frankfurt

Vorstand: Ralf P. Pfeffer (CEO); Norbert Gunkler (CFO);
 Steffen Schenk (COO)



Die Avemio AG ist mit ihrer 100-prozentigen Tochtergesellschaft Teltec AG die umsatzstärkste Handelsgruppe für professionelle Film- und Fernsehetechnik im deutschsprachigen Markt. Das Grundkapital der Avemio AG ist in 3,83 Mio. Inhaberaktien aufgeteilt, die im Freiverkehr der Börse Düsseldorf notiert sind. Gegenstand der Unternehmensgruppe ist der Handel mit professionellem Film- und Fernsehetechnik, zugehöriger Verbrauchsmaterialien und Zubehör. Hierzu zählt auch die Beratung und technische Betreuung von kompletten Produktions-, Postproduktions- und Sendesystemen. Die Teltec AG hält jeweils 100 % der Geschäftsanteile an den folgenden Gesellschaften VCT Videocation Creative Tools GmbH, VDH Video Data Handels GmbH, VDT Video Data Technik GmbH, BPM Broadcast & Professional Media GmbH; in 2023 wurde die MoovIT GmbH und MoovIT Software Products GmbH sowie die polnische Gesellschaft P.V.P. Sp.z.o.o jeweils komplett übernommen.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	GJ 2023	GJ 2024e	GJ 2025e	GJ 2026e
Umsatz	99,15	101,14	108,22	115,79
EBITDA	-0,05	2,57	6,77	9,19
EBIT	-2,61	0,22	4,52	7,09
Jahresüberschuss	-3,45	-0,39	2,55	4,44

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	-0,90	-0,10	0,67	1,16
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,31	0,30	0,28	0,27
EV/EBITDA	neg.	11,96	4,54	3,34
EV/EBIT	neg.	140,06	6,81	4,33
KGV	neg.	neg.	8,80	5,06
KBV	0,85			

Finanztermine
29.08.2024: Hauptversammlung
30.09.2024: HJ-Bericht 2024

**letzter Research von GBC:
Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
29.01.2024: RS / 32,00 / KAUFEN
17.08.2023: RS / 50,80 / KAUFEN

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

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 19

EXECUTIVE SUMMARY

- Mit der erstmaligen Vorlage der Konzernzahlen weist die Avemio AG für das abgelaufene Geschäftsjahr 2023 Umsatzerlöse in Höhe von 99,15 Mio. € aus. Zwar liegen keine Vergleichswerte für das Geschäftsjahr 2022 vor, auf Basis der von uns ermittelten Pro-Forma-Werte (GBC-Berechnung: 108,70 Mio. €) ist jedoch eine rückläufige Geschäftsentwicklung erkennbar. Ursprünglich war die Gesellschaft für das abgelaufene Geschäftsjahr von Umsatzerlösen in Höhe von 120 Mio. € ausgegangen.
- Die unter den Erwartungen liegende Umsatzentwicklung ist insbesondere auf eine schwächere Nachfrageentwicklung im zweiten Halbjahr zurückzuführen, in der sich die konjunkturell bedingte geringere Investitionsbereitschaft widerspiegelt. Insgesamt war eine geringere Nachfrage vor allem bei höherpreisigen Ausrüstungen und auf der Konsumentenseite zu verzeichnen. Verstärkt wurde dies durch fehlende Innovationen im Markt und damit fehlende Kaufanreize. Schließlich führten die hohen Investitionen während der Corona-Pandemie zu Vorzieheffekten.
- Auch das EBITDA lag mit -0,05 Mio. € (Vorjahr nach GBC-Berechnung: 4,44 Mio. €) erwartungsgemäß unter den Erwartungen (Avemio-Guidance: 5 Mio. €). Während sich die Rohertragsmarge stabil entwickelte, stiegen die operativen Aufwendungen überproportional zum Rohertrag. Dies ist unter anderem auf den Aufbau von Personalkapazitäten sowie auf gestiegene Produktentwicklungskosten der auf digitale Dienste ausgerichteten Avemio-Gesellschaften. Niedrigere als erwartete Umsätze dieser Start-Ups gingen zudem mit fehlenden Ergebnisbeiträgen einher.
- Gemäß der Guidance des Unternehmens soll im laufenden Geschäftsjahr 2024 ein Umsatzwachstum zwischen 1 % und 4 % erreicht werden. Das EBIT (2023: -2,61 Mio. €) soll dabei überproportional auf Break-Even-Niveau steigen. Während der Umsatz im Handelsgeschäft aufgrund der anhaltenden Investitionszurückhaltung um 2 % zurückgehen soll, wird für den Bereich Medientechnologie ein Umsatzzanstieg erwartet. Der Ausbau des Segments Medientechnologie ist ohnehin ein wichtiger Pfeiler der Unternehmensstrategie, mit dem einerseits eine bessere Kundenbindung erreicht und andererseits die Ergebnisqualität gesteigert werden soll. Dieser strategische Baustein wird sehr gut durch die Akquisition der MoovIT GmbH repräsentiert, mit der die Produktpalette um die Bereiche Systemintegration und Softwareentwicklung sowie Beratungsleistungen zur Optimierung und Automatisierung von Videoworkflows erweitert wurde. Aber auch Eigenentwicklungen, die innerhalb von mehrheitlich gehaltenen Start-ups vorangetrieben werden, sollen zum geplanten Wandel beitragen.
- Für das laufende Geschäftsjahr 2024 rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 101,14 Mio. € (Umsatzwachstum: 2,0 %) und unterstellen auch für die kommenden Geschäftsjahre (2025 und 2026) ein konstantes Umsatzwachstum von 7,0 % p.a. Die ganzjährige Einbeziehung der Medientechnologietochter MoovIT sowie die Vermarktung der von der Avemio AG entwickelten digitalen Produkte sollen zu einer Verbesserung der Ergebnismarge führen. Darüber hinaus hat die Avemio AG Kostensenkungsmaßnahmen umgesetzt, die insbesondere ab 2025 ihre volle Wirkung entfalten sollten. Bis 2026 erwarten wir eine Verbesserung der EBIT-Marge auf 6,1%.
- Wir haben ein neues Kursziel von 23,00 € ermittelt, was einer Minderung des bisherigen Kursziels von 32,00 € entspricht. Das niedrigere Kursziel resultiert aus den reduzierten Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2024, die als Basis zu einer Reduktion der Schätzungen für die kommenden Geschäftsjahre geführt haben. Zudem haben wir die Ziel-EBITDA-Marge auf 10,0 % (bisher: 11,6 %) reduziert. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Unternehmensstruktur zum 31.12.2023	4
Geschäftsmodell	5
Unternehmensstrategie.....	5
Markt und Marktumfeld	6
Klassisches Fernsehen vs. Neue Medien	6
Social Media, Virtual Reality und Metaverse.....	7
Unternehmensentwicklung.....	8
Zahlen im Überblick.....	8
Geschäftsentwicklung 2023	9
Umsatzentwicklung 2023	9
Ergebnisentwicklung 2023	10
Vermögenslage zum 31.12.2023	12
Prognosen und Bewertung.....	13
Unternehmensstrategie.....	13
Umsatz- und Ergebnisprognosen.....	14
DCF-Modell.....	16
Modellannahmen	16
Bestimmung der Kapitalkosten	16
Bewertungsergebnis.....	16
DCF-Modell	17
Anhang	18

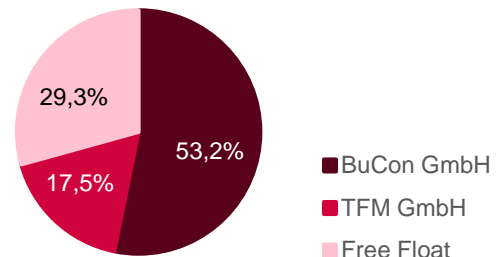
UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

BuCon GmbH*	53,2%
TFM GmbH	17,5%
Streubesitz	29,3%

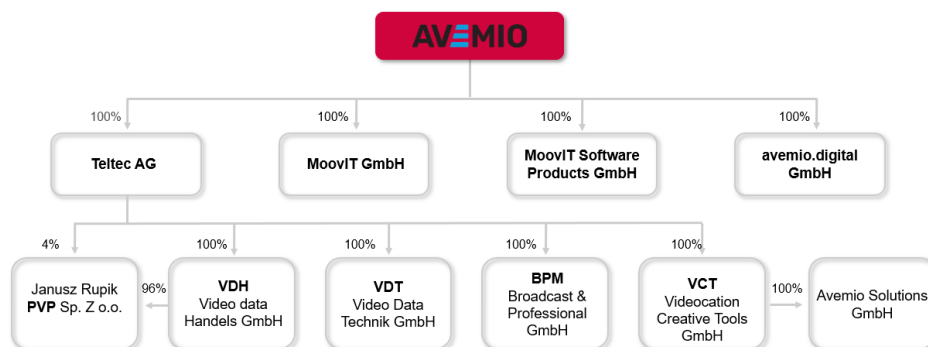
Quelle: Avemio AG; GBC AG;

*Ralf P. Pfeffer, CEO Avemio AG hält 50% der BuCon GmbH



Unternehmensstruktur zum 31.12.2023

Per 01.01.2023 hat die Teltec AG die an der Börse Düsseldorf gelistete Palgon AG (Börsenmantel) übernommen und in Avemio AG umfirmiert. Dabei handelt es sich um einen so genannten Reverse-IPO, im Zuge dessen die Teltec AG, im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung, in den notierten Börsenmantel eingebracht wurde. Nach der Übernahme der beiden MoovIT-Gesellschaften verfügt die Avemio AG neben dem Handelsgeschäft der Teltec-Gruppe über einen IT-basierten Medientechnologiebereich.



Quelle: Avemio AG; GBC AG

Die hier dargestellte vereinfachte Unternehmensstruktur illustriert einen wichtigen Eckpfeiler der Unternehmensstrategie der Avemio AG. Die Teltec AG hat, als operativ tätige Gesellschaft, in den vergangenen Geschäftsjahren eine Reihe von Unternehmensakquisitionen getätigt und damit aktiv die Marktkonsolidierung im Bereich der professionellen Bewegtbildtechnologie vorangetrieben. Nachdem im Geschäftsjahr 2017 die mittlerweile mit der Tochtergesellschaft VCT verschmolzene Videocation GmbH erworben wurde, hatte im Geschäftsjahr 2018 der Erwerb der Videodata-Gruppe, zu der die VDH, VDT und Creative Tools gehören, stattgefunden. Die in Hamburg ansässige BPM Broadcast & Professional Media GmbH wurde im Jahr 2021 erworben, bevor die M&A-Aktivitäten im abgelaufenen Geschäftsjahr 2023 wieder an Fahrt gewonnen haben. Hier wurden mit der MoovIT GmbH und der Aufstockung an der P.V.P., die nun vollständig zur Teltec-Gruppe gehört, zwei weitere Akquisitionen gemeldet.

Derzeit setzt sich die Avemio Group aus dreizehn vollkonsolidierten operativen Gesellschaften zusammen und beschäftigt derzeit rund 200 Mitarbeiter.

Geschäftsmodell

Die Avemio AG ist ein führender Anbieter maßgeschneiderter Lösungen für die professionelle Produktion, Postproduktion, Archivierung und Distribution von Film-, TV- und Videoinhalten. Das Unternehmen beliefert professionelle Endkunden aus der Medienbranche mit hochwertiger Technik und integriert technische Komponenten verschiedener Hersteller zu komplexen technischen Systemen. Mit zehn Vertriebsbüros an den wichtigsten Medienstandorten in Deutschland und Österreich ist die Avemio Group nah am Kunden. Die hochqualifizierten Vertriebsmitarbeiterinnen und -mitarbeiter bieten umfassende Beratung, Planung, Lieferung und technische Integration von Produktions-, Postproduktions-, Broadcast- und Archivsystemen für unterschiedlichste Branchenanwendungen.

Als Value-Add Reseller (VAR) agiert die Avemio Group herstellerunabhängig und bietet Mehrwert durch die Integration verkaufter Komponenten, individuelle Planung und einen ausgeprägten technischen Service. Ziel ist es, ein bedeutender Medientechnologiekonzern für professionelles Bewegtbild zu werden.

Hervorgegangen aus einem Start-up namens Teltec im Jahr 1993, hat sich die Unternehmensgruppe vor rund 15 Jahren zum heutigen Geschäftsmodell des herstellerunabhängigen Vollsortimenters gewandelt. Seitdem ist sie im Rahmen einer aktiven Konsolidierung durch Unternehmenszukaufe zum Marktführer im deutschsprachigen Raum aufgestiegen. Dabei verfügt die Avemio Group über ein umfangreiches Produktportfolio von mehr als 40.000 Artikeln von über 2.000 Lieferanten, darunter Aufnahme- und Postproduktionstechnik sowie komplette Broadcasttechnik.

Unternehmensstrategie



Quelle: Avemio AG; GBC AG

Die Unternehmensstrategie der Avemio AG umfasst drei wesentliche Eckpfeiler, die zum einen das geplante Unternehmenswachstum beschreiben und zum anderen den weiteren Wandel der Gesellschaft hin zu einem Medientechnologiekonzern vorsehen.

Das organische Wachstum soll nach der erfolgten Konsolidierung im deutschsprachigen Raum insbesondere von einer steigenden Nachfrage nach Produkten für die professionelle Bewegtbildproduktion profitieren. Dies soll durch eine Fortsetzung der M&A-Aktivitäten unterstützt werden. Im Jahr 2023 hat die Gesellschaft mit dem Erwerb der polnischen PVP den Eintritt in den polnischen Markt vollzogen und mit dem Erwerb der MoovIT die Wertschöpfung um den Bereich Software erweitert. Grundsätzlich soll der Wandel vom reinen Handelsunternehmen zum Medientechnologiekonzern vollzogen werden. In diesem Zusammenhang werden auch eigene Entwicklungen zum Ausbau der digitalen Dienste vorangetrieben, die innerhalb von mehrheitlich gehaltenen Start-ups zur Marktreife entwickelt werden. Mit der erreichten Marktreife des KI-Produkts der ObviousFuture GmbH liegt bereits ein Proof of Concept und damit eine Erweiterung der Wertschöpfung vor.

MARKT UND MARKTUMFELD

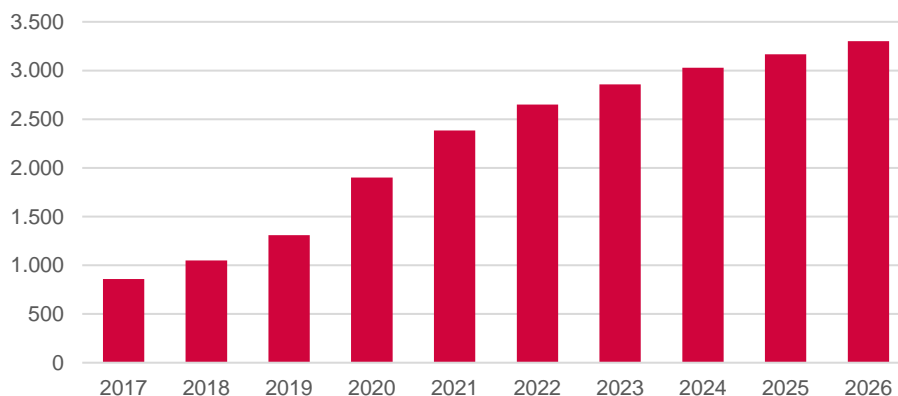
Zwar handelt es sich bei den Abnehmern der Produkte und Dienstleistungen von Avemio überwiegend um gewerbliche Endkunden, die auf die Produktion von Bewegtbildinhalten spezialisiert sind, jedoch sind diese in unterschiedlichen Branchen tätig, so dass die Kundengruppe der Gesellschaft als heterogen zu betrachten ist. Dabei macht der klassische Broadcast-Markt, also TV und Kino, ca. 10 - 15 % des Umsatzes von Avemio aus, so dass der wesentliche Umsatzanteil in Branchen außerhalb dieses Segments erwirtschaftet wird. Dabei handelt es sich um teilweise sehr wachstumsstarke Branchen, die zudem einem starken Wandel unterliegen und von neuen Geschäftsmodellen geprägt sind. Dazu gehören YouTube, Instagram, Meta, Gaming, Virtual Reality. Aber auch die Nachfrage außerhalb der Medienproduktion, z.B. durch Kliniken, Sicherheitsunternehmen etc. könnte ein wichtiger Treiber für die Avemio AG werden.

Klassisches Fernsehen vs. Neue Medien

Das Medium Fernsehen befindet sich derzeit in einem Strukturwandel, der durch eine zunehmende Konkurrenz neuer Geschäftsmodelle gekennzeichnet ist. Dies zeigt sich beispielsweise in der abnehmenden Nutzung des Mediums „lineares Fernsehen“, dem ein steigender Anteil der Nutzung digitaler Medien gegenübersteht. In der aktuellen Studie „Video Trends 2023“ wird dies insbesondere durch ein unterschiedliches Verhalten der Generationen deutlich. Nur noch 68 Prozent der jüngsten Generation (Generation Z) nutzen lineares Fernsehen, während 93 Prozent der Babyboomer-Generation regelmäßig klassisches Fernsehen nutzen. Bei der Nutzung von Video-Streaming-Diensten (90 % Generation Z vs. 44 % Babyboomer) oder Videos über soziale Netzwerke (79 % Generation Z vs. 22 % Babyboomer) zeigt sich jedoch eine deutlich höhere Nutzung der jüngeren Generation. Der Blick auf die Generation Z ist insofern von Bedeutung, als sich daraus eine Aussage über die zukünftige Medienentwicklung ableiten lässt.

Insofern ist es nachvollziehbar, dass verschiedene Studien (u.a. German Entertainment & Media Outlook 2022) nur ein geringes Wachstum der TV-Marktumsätze erwarten, während der VoD-Markt (Video on Demand) einen Aufschwung erlebt.

Umsätze Video on Demand (in Mio. €)



Quelle: PwC; GBC AG

Die zunehmende Nutzung digitaler Streaming-Dienste ist ein wichtiger Treiber für VoD. Dabei findet eine Verlagerung der professionellen Produktion von Medieninhalten in den VoD-Bereich statt. Die Avemio AG dürfte hier sowohl von einer stabilen Nachfrage aus dem Bereich des linearen Fernsehens als auch von einer steigenden Nachfrage neuer Medienproduzenten profitieren.

Social Media, Virtual Reality und Metaverse

Die professionelle Produktion von Inhalten, die über neue Medien wie Social Media verbreitet werden, dürfte die zukünftige Nachfrage nach professionellem Equipment prägen. Die zunehmende Nutzung von Videos über Social-Media-Kanäle ist ein wesentliches Kriterium für die weitere Professionalisierung der Content Creators. Bei der Generation Z, also den zwischen 1996 und 2009 Geborenen, ist die Nutzung von Bewegtbildangeboten auf YouTube (94%), Instagram (60%) oder TikTok (46%) besonders ausgeprägt.

Entscheidend für die Nachfrage nach professionellem Video-Produktionsequipment ist der Anstieg des Produktionsvolumens. Deutsche Online-Video-Anbieter gaben in einer Befragung der BLM (Bayerische Landeszentrale für neue Medien) einen Anstieg des Produktionsvolumens an. Insgesamt 73 % haben im vergangenen Jahr mehr Videos produziert, ein deutlicher Anstieg gegenüber dem Vorjahreswert von 59 %.

59 %. YouTube (71 %), TikTok (70 %), Instagram (61 %) und Facebook (57 %) sind die von den Anbietern am häufigsten genutzten Kanäle zur Verbreitung der Videos. Aus Sicht der Videoanbieter spielt eine bessere Infrastruktur (46 % der Befragten), zu der auch die Aufnahmetechnik gehört, eine wichtige Rolle für die zukünftige Entwicklung des Online-Videomarktes.

Auch wer Inhalte für Virtual Reality (VR) und Augmented Reality (AR) produziert, benötigt professionelles Equipment. Sowohl VR als auch AR haben sich in den letzten Jahren fest in der Multimedia-Landschaft etabliert. Die zugrundeliegenden Technologien haben sich stark weiterentwickelt und sind dank des technischen Fortschritts und der Verkleinerung der Geräte weit verbreitet. Der positive Trend dieser Technologien hat an Dynamik gewonnen und sie werden nicht mehr nur für den professionellen Einsatz konzipiert, sondern finden auch in anderen Anwendungsbereichen breite Anwendung.

So dominieren im Consumer-Bereich von VR die Spiele als wichtigster Umsatz- und Technologietreiber. AR hingegen wird vom Bereich Social Media dominiert, wobei hier insbesondere das Metaverse im Fokus steht. Zunehmend interessant wird AR aber auch für Aus- und Weiterbildung sowie für die virtuelle Zusammenarbeit, wofür letztlich auch Broadcasting-Technologien und Beratung benötigt werden. Für den AR- und VR-Markt wird bis 2026 ein durchschnittliches jährliches Wachstum von rund 20 % erwartet.

Metaverse steht als Begriff für einen kollektiven virtuellen Raum, der eine Verbindung zwischen physischer und virtueller Realität realisiert. Voraussetzung für den Bedeutungsgewinn der Metaverse sind die technologischen Entwicklungen der letzten Jahre (VR; AR, flexible Arbeitsformen; AR-Cloud, IoT, 5G, AI), die die Metaverse zu einem wichtigen Trendthema avancieren lassen. Laut einer Umfrage des Bundesverbands Digitale Wirtschaft (BVDW) e.V. unter Führungskräften digitaler Dienstleister und Unternehmen plant jedes dritte Unternehmen, in Metaverse-Projekte zu investieren. Die Ergebnisse geben auch Aufschluss darüber, welche Branchen am meisten von der Metaverse profitieren werden. Die Modebranche wird von 82% der Befragten als Hauptprofiteur genannt, gefolgt von der Medien- und Unterhaltungsbranche mit 74% Zustimmung. Insbesondere der Bereich Medien/Unterhaltung, der professionelle Bewegtbilder im Metaverse vermarkten wird, dürfte mit entsprechenden Potenzialen für die Avemio AG einhergehen.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2022	GJ 2023	GJ 2024e	GJ 2025e	GJ 2026e
Umsatzerlöse	108,70	99,15	101,14	108,22	115,79
sonstige betriebliche Erträge	1,26	1,54	1,50	1,50	1,50
Materialaufwand	-89,70	-81,73	-80,91	-84,95	-89,74
Rohertag	20,26	18,96	21,73	24,77	27,55
Personalaufwand	-10,20	-12,25	-12,19	-11,60	-11,84
Abschreibungen	-1,14	-2,56	-2,35	-2,25	-2,10
sonstige betriebliche Aufwendungen	-5,62	-6,75	-6,97	-6,40	-6,52
EBIT	3,30	-2,61	0,22	4,52	7,09
Erträge aus Beteiligungen	0,00	0,11	0,10	0,00	0,00
Zinserträge	0,05	0,07	0,05	0,00	0,00
Zinsaufwand	-0,46	-0,72	-0,92	-0,87	-0,75
EBT	2,89	-3,15	-0,55	3,65	6,34
Steuern	-1,11	-0,30	0,17	-1,09	-1,90
JÜ	1,79	-3,45	-0,39	2,55	4,44
EBITDA	4,44	-0,05	2,57	6,77	9,19
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	4,1%	0,0%	2,5%	6,3%	7,9%
EBIT	3,30	-2,61	0,22	4,52	7,09
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	3,0%	-2,6%	0,2%	4,2%	6,1%
Ergebnis je Aktie in €	0,52	-0,90	-0,10	0,67	1,16

Quelle: Avemio AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2023

in Mio. €	GJ 2020*	GJ 2021*	GJ 2022*	GJ 2023
Umsatzerlöse	66,65	111,15	108,70	99,15
EBITDA	2,11	6,54	4,44	-0,05
EBIT	1,30	5,48	3,30	-2,61
JÜ	0,57	3,46	1,79	-3,45

Quelle: Avemio AG; GBC AG; *Pro-Forma Konzernzahlen

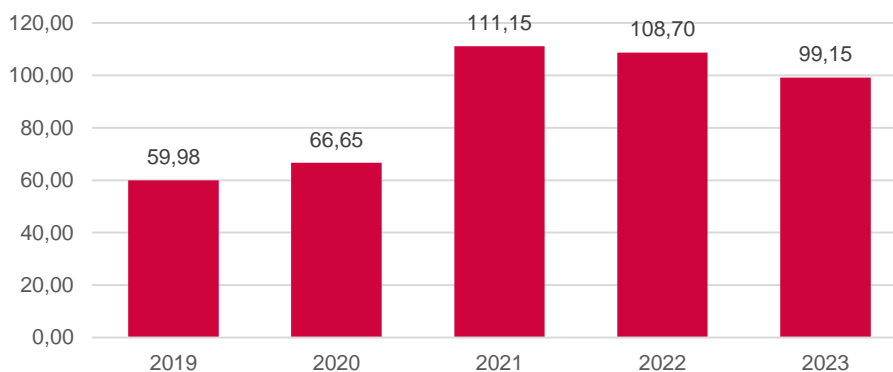
Umsatzentwicklung 2023

Die Avemio AG hat am 28.06.2024 erstmals einen Konzernabschluss für das abgelaufene Geschäftsjahr 2023 veröffentlicht. Zum 01.01.2023 hatte die Teltec AG im Rahmen eines Reverse-IPO die an der Börse Düsseldorf notierte Palgon AG (Börsenmantel) übernommen und in Avemio AG umfirmiert. Die Avemio AG ist dabei die Konzernobergesellschaft des Avemio-Konzerns, dessen operatives Geschäft in den jeweiligen Tochtergesellschaften stattfindet.

Der überwiegende Teil des operativen Geschäfts ist in der 1993 gegründeten Teltec AG gebündelt. Hierfür liegen uns Einzelabschlüsse für die vergangenen Geschäftsjahre vor. Darüber hinaus liegen uns auch Einzelabschlüsse der erworbenen Gesellschaften vor, so dass wir für die vergangenen Geschäftsjahre Pro-forma-Konzernzahlen ermittelt haben. Im Rahmen der erstmaligen Veröffentlichung des Geschäftsberichts 2023 weist die Avemio AG keine Vergleichszahlen für die vergangenen Geschäftsjahre aus.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat die Gesellschaft mit Umsatzerlösen in Höhe von 99,15 Mio. € (VJ: 108,70 Mio. €) die Umsatzmarke von 100 Mio. € knapp verfehlt. Ursprünglich hatte die Gesellschaft mit Umsatzerlösen in Höhe von 120 Mio. € gerechnet, die mit Vorlage der vorläufigen Zahlen im Januar 2024 auf 103 Mio. € reduziert wurden. Die unter den Erwartungen liegende Umsatzentwicklung ist insbesondere auf eine schwächere Nachfrageentwicklung im zweiten Halbjahr zurückzuführen, in der sich die konjunkturell bedingte geringe Investitionsbereitschaft widerspiegelt. Insgesamt war daher eine geringere Nachfrage vor allem bei höherpreisigem Equipment und seitens der Konsumenten zu verzeichnen. Verstärkt wurde dies durch fehlende Innovationen und damit fehlende Kaufanreize. Schließlich haben die hohen Investitionen während der Corona-Pandemie zu Vorzieheffekten geführt.

Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: Avemio AG; Teltec AG; GBC AG

Trotz dieser unter den Erwartungen liegenden Geschäftsentwicklung hat die Avemio AG im abgelaufenen Geschäftsjahr das anorganische Wachstum als wesentliche Säule der Unternehmensstrategie mit der Akquisition der polnischen Gesellschaft Janusz Rupik

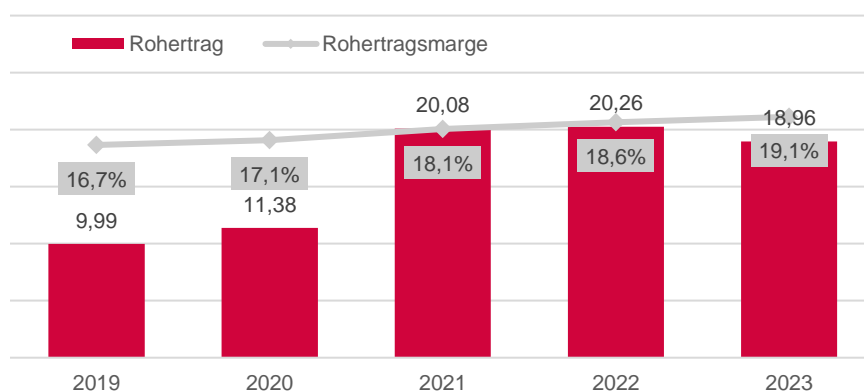
Professionelle Videotechnik Polska Sp. z o.o. („PVP“) sowie der Softwareanbieter MoovIT GmbH und MoovIT Software Products GmbH weiter vorangetrieben. Die anorganischen Effekte konnten somit die rückläufige Geschäftsentwicklung teilweise kompensieren, fielen jedoch geringer aus als erwartet. Entgegen den bisherigen Erwartungen konnte die im Juni 2023 erworbene MoovIT nicht ab dem 01.01.2023, sondern erst ab dem 01.09.2023 und somit anteilig nur Umsätze in Höhe von 1,8 Mio. € (Jahresumsatz: 5,4 Mio. €) konsolidiert werden.

Auch wenn die Umsatzentwicklung deutlich unter unseren Erwartungen lag (ursprüngliche GBC-Prognose: 127,49 Mio. €), ist festzuhalten, dass die Gesellschaft das während der Corona-Pandemie erreichte höhere Umsatzniveau zumindest bestätigen konnte. Im Vergleich zu den Umsätzen vor Ausbruch der Pandemie liegt das im abgelaufenen Geschäftsjahr 2023 erreichte Niveau um ca. 65 % höher. Dies ist sowohl eine Folge des organischen Wachstums als auch der in den letzten Geschäftsjahren umgesetzten anorganischen Wachstumsstrategie.

Ergebnisentwicklung 2023

Da der überwiegende Teil der Umsatzerlöse auf das Segment Handel entfällt (96,9 % des Umsatzes), ist der Rohertrag als wesentliche Ergebniskennzahl zu betrachten. Der Rückgang des Rohertrages auf 18,96 Mio. € (VJ: 20,26 Mio. €) fiel im Vergleich zum Umsatzrückgang unterproportional aus, was sich in einem Anstieg der Rohertragsmarge auf 19,1 % (VJ: 18,6 %) niederschlug. Bei einer konstanten Materialaufwandsquote bezogen auf den Umsatz von 82,4 % (VJ: 82,5 %) profitierte der Rohertrag von aktivierten Eigenleistungen (0,75 Mio. €) und sonstigen betrieblichen Erträgen (0,80 Mio. €). Die konstante Entwicklung der Materialaufwandsquote zeigt jedoch, dass in der Branche kein Preisverfall stattgefunden hat. Über die vergangenen Geschäftsjahre ist eine grundsätzliche Verbesserung der Rohertragsmarge erkennbar.

Rohertrag (in Mio. €) und Rohertragsmarge (in %)



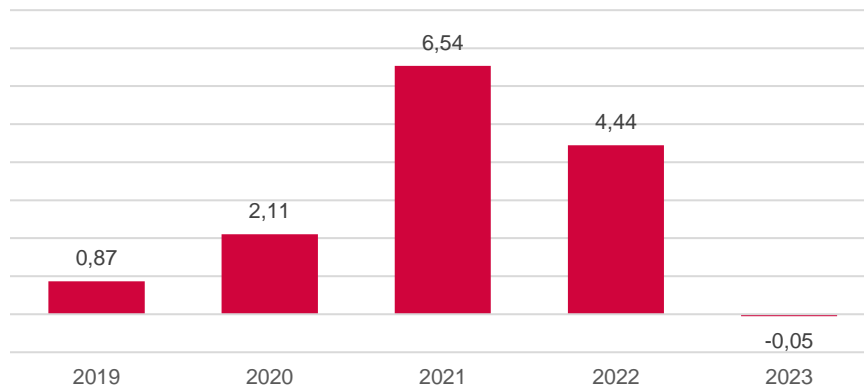
Quelle: Avemio AG; Teltec AG; GBC AG

Die operativen Kosten unterhalb des Rohertrages stiegen hingegen überproportional an, so dass das Konzern-EBITDA mit -0,05 Mio. € (VJ: 4,44 Mio. €) nur knapp unter der Gewinnschwelle lag. Hervorzuheben ist der deutliche Anstieg des Personalaufwands auf 12,25 Mio. € (VJ: 10,21 Mio. €), der zum einen auf die neu hinzugekommenen Gesellschaften zurückzuführen ist. Zum anderen hat die Avemio AG in den vergangenen Jahren bewusst Personal aufgebaut, da ein Großteil der Umsätze mit Beratungsleistungen einhergeht, die Personalkapazitäten binden. Darüber hinaus steht der Anstieg der Aufwendungen unterhalb des Rohertrages im Zusammenhang mit erhöhten Produktentwicklungskosten bei digitalen Produkten. Die Avemio AG entwickelt neue digitale Geschäftsmodelle und hält Mehrheitsbeteiligungen an verschiedenen Unternehmen, die sich noch in der

Gründungsphase befinden. Eine dieser Gesellschaften, die ObviousFuture GmbH, soll im laufenden Geschäftsjahr erste Umsätze generieren.

Analog zum Umsatz lag auch das EBITDA unter den Erwartungen der Gesellschaft (Avemio-Prognose: 5 Mio. €) und unter unseren ursprünglichen Schätzungen (GBC-Prognose: 5,60 Mio. €).

EBITDA (in Mio. €)



Quelle: Avemio AG; Teltec AG; GBC AG

Die Avemio AG wendet die Rechnungslegung nach HGB an, d.h. der Geschäfts- oder Firmenwert wird planmäßig über einen Zeitraum von 10 Jahren abgeschrieben. Aufgrund der hohen M&A-Aktivität in den vergangenen Geschäftsjahren weist die Avemio AG zum 31.12.2023 einen Firmenwert in Höhe von 18,03 Mio. € aus. Bei einem eigentlich nicht anlagenintensiven Geschäftsmodell fallen die Abschreibungen mit 2,56 Mio. € (davon 1,87 Mio. € Goodwill-Afa) dennoch vergleichsweise hoch aus. Das EBIT liegt daher mit -2,61 Mio. € (VJ: 3,30 Mio. €) deutlich unter der Gewinnschwelle.

Nach Abzug des Finanzaufwands in Höhe von 0,72 Mio. € (VJ: 0,46 Mio. €) sowie des Steueraufwands in Höhe von 0,30 Mio. € (Vorjahr: 1,11 Mio. €) weist die Avemio AG daher auch auf Ebene des Nachsteuerergebnisses mit -3,45 Mio. € (VJ: 1,78 Mio. €) einen negativen Wert aus. Wie dargestellt, ist dieser negative Wert eine Folge der rückläufigen Geschäftsentwicklung, der jedoch gestiegene Personal- und Entwicklungskosten sowie ein hohes Abschreibungsvolumen gegenüberstehen.

Vermögenslage zum 31.12.2023

Aktiva		Passiva	
Anlagevermögen	22,00	Eigenkapital	26,35
davon Goodwill	18,03	Rückstellungen	0,79
Finanzanlagevermögen	0,28	Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstitute	13,99
Vorräte	15,13	Verbindlichkeiten aus LuL	6,22
Forderungen/sonstiges Vermögen	7,46	Sonstige Verbindlichkeiten	1,77
Liquide Mittel	5,43		

Quelle: Avemio AG; GBC AG

Die Teltec-Gruppe wurde zu einem Wert von 23,4 Mio. € als Sacheinlage in die Palgon AG eingebracht, aus dieser Transaktion resultierte ein Geschäfts- oder Firmenwert in Höhe von 11,3 Mio. €. Parallel dazu haben auch die in den vergangenen Geschäftsjahren getätigten Unternehmensakquisitionen zur Aktivierung von Firmenwerten geführt, so dass insgesamt Firmenwerte in Höhe von 18,03 Mio. € das Anlagevermögen der Avemio AG dominieren.

Wie für Handelsunternehmen üblich, weisen die Vorräte mit 15,13 Mio. € eine nennenswerte Größenordnung auf. Hierbei handelt es sich im Wesentlichen um das Vorratsvermögen (technische Komponenten), das gemessen an den im abgelaufenen Geschäftsjahr 2023 erzielten Umsatzerlösen 15,2 % ausmacht. Nach Unternehmensangaben wurde bewusst ein hoher Lagerbestand aufgebaut, um die Lieferfähigkeit auch vor dem Hintergrund der Lieferkettenprobleme aufrechtzuerhalten. Der Kehrwert von 6,6 entspricht der Umschlagshäufigkeit, was bedeutet, dass mit einem investierten Euro ein Umsatz von 6,60 € erzielt wurde.

Das Eigenkapital in Höhe von 26,35 Mio. € ist mit einer Eigenkapitalquote von 52,1 % die dominierende Passivposition. Wie dargestellt, spiegelt das Eigenkapital im Wesentlichen den Wertansatz der eingebrachten Sacheinlage in Höhe von 23,4 Mio. € wider und verteilt sich auf Grundkapital, Kapitalrücklage und Gewinnvortrag.

Darüber hinaus weist die Avemio AG Kreditverbindlichkeiten in Höhe von 13,99 Mio. € aus. Hierbei handelt es sich überwiegend um langfristige Darlehen, die nach unseren Erkenntnissen noch sehr günstig verzinst sind. Der überwiegende Teil der Darlehen wurde im Jahr 2022 aufgenommen, um die finanzielle Basis für das geplante anorganische Wachstum zu verbreitern. Ein Teil der Darlehensmittel wurde bereits im Jahr 2023 für Unternehmensakquisitionen verwendet.

Der Liquiditätsabfluss für die beiden in 2023 durchgeführten Transaktionen (PVP; MoovIT) betrug laut Kapitalflussrechnung 3,05 Mio. € und war damit hauptverantwortlich für den Cashflow aus Investitionstätigkeit in Höhe von -4,37 Mio. €. Zusammen mit dem negativen Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit (negatives Ergebnis, Aufbau Working Capital, Ertragsteuerzahlungen für Gewinne der Vorjahre) in Höhe von -3,62 Mio. € weist die Avemio AG für das abgelaufene Geschäftsjahr einen Free Cashflow in Höhe von -7,99 Mio. € aus. Dieser wurde teilweise durch die Nettozunahme der Bankverbindlichkeiten in Höhe von 1,43 Mio. € kompensiert. Dennoch verfügt die Gesellschaft mit liquiden Mitteln in Höhe von 5,43 Mio. € über eine ausreichende Liquiditätsausstattung, zumal wir für das laufende Geschäftsjahr 2024 keine neuen M&A-Investitionen unterstellen und nur einen unterproportionalen Anstieg des Working Capitals erwarten.

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

in Mio. €	GJ 2023	GJ 2024e	GJ 2025e	GJ 2026e
Umsatzerlöse	99,15	101,14	108,22	115,79
EBITDA	-0,05	2,57	6,77	9,19
EBIT	-2,61	0,22	4,52	7,09
JÜ	-3,45	-0,39	2,55	4,44

Quelle: GBC AG

Unternehmensstrategie

Gemäß der Guidance des Unternehmens wird für das laufende Geschäftsjahr ein Umsatzwachstum zwischen 1 % und 4 % erwartet. Die organischen Wachstumschancen für 2024 schätzt das Management der AveMio AG eher zurückhaltend ein. Grund hierfür sind die aktuellen konjunkturellen Herausforderungen, die aus dem gestiegenen Zinsniveau resultieren und zu einer insgesamt geringeren Nachfrage führen könnten. Für das Handelsgeschäft, das den Großteil des Konzernumsatzes ausmacht, wird mit einem weiteren Umsatzrückgang von bis zu 2 % gerechnet. Demgegenüber soll der Umsatz im Bereich Medientechnologie gesteigert werden, so dass insgesamt ein leichtes Wachstum des Konzernumsatzes erreicht wird. Trotz des erwarteten nur leichten Umsatzwachstums soll das EBIT (GJ 2023: -2,61 Mio. €) überproportional auf Break-Even-Niveau steigen. Neben dem Bedeutungsgewinn der margenstarken Medientechnik-Umsätze hat die Avemio AG eine Reihe von Maßnahmen zur Senkung der operativen Kosten ergriffen. Dazu gehört die beschleunigte Integration der akquirierten Unternehmen, die zu einer Verbesserung der Kosteneffizienz (Einkauf, Logistik etc.) führen soll.

Die strategischen Eckpfeiler der Avemio AG bleiben jedoch unverändert. Nach wie vor soll im Segment Handel organisches Wachstum generiert werden, wenngleich in den Geschäftsjahren 2023 und 2024 eine konjunkturbedingte Unterbrechung des Wachstumskurses eintritt bzw. erwartet wird. Grundsätzlich ist jedoch mit einer steigenden Nachfrage nach professioneller Bewegtbildtechnik zu rechnen. Anstehende Innovationen, die Erschließung neuer Märkte sowie die Überwindung des restriktiven Investitionsverhaltens von Großkunden sollten ab 2025 wieder zu einem organischen Umsatzwachstum führen.

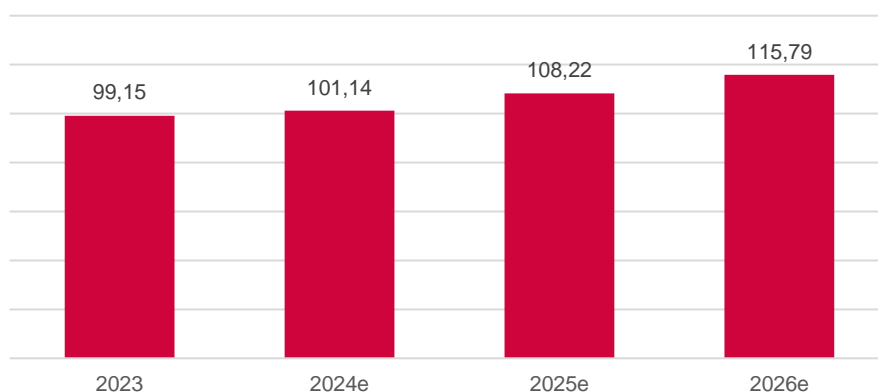
Ein weiterer strategischer Baustein ist die Fortführung der Buy-and-Build-Strategie, die bereits in den vergangenen Geschäftsjahren aktiv umgesetzt wurde. Nach unserem Verständnis stehen hier insbesondere Unternehmen außerhalb des deutschsprachigen Raums im Fokus bzw. Unternehmen, die zu einer vertikalen Erweiterung des Produktportfolios führen würden. Nach Unternehmensangaben werden derzeit zwar neue Akquisitionsziele identifiziert, aufgrund der fehlenden Konkretisierung beziehen wir anorganisches Wachstum jedoch nicht in unsere Planungen ein.

Schließlich soll der Ausbau der Wertschöpfung weiter vorangetrieben werden, um den Wandel zum Medientechnologieunternehmen zu unterstützen. Dieser Wandel soll sowohl anorganisch als auch durch eigene Produktentwicklungen unterstützt werden. Dieser strategische Baustein wird sehr gut durch die Akquisition der MoovIT GmbH repräsentiert, mit der die Produktpalette um den Bereich der Systemintegration und Softwareentwicklung sowie um Beratungsleistungen zur Optimierung und Automatisierung von Videoworkflows erweitert wurde. Aber auch digitale Eigenentwicklungen, die innerhalb von Start-ups vorangetrieben werden, sollen zum geplanten Wandel beitragen. Hervorzuheben ist hier insbesondere die ObviousFuture GmbH, ein Anbieter einer KI-gestützten Suchmaschine, die sich auf die Suche nach Medieninhalten konzentriert. Diese Tochtergesellschaft soll ab dem laufenden Geschäftsjahr erstmals nennenswerte Umsätze beisteuern.

Umsatz- und Ergebnisprognosen

Die von der Gesellschaft in Aussicht gestellte Umsatzsteigerung von 1 % bis 4 % ist u. E. einer konservativen Erwartung geschuldet. Nach Angaben der Gesellschaft zeichnet sich zwar eine Belebung der Nachfrage im Handelssegment ab, es ist jedoch derzeit unsicher, ob spürbare Umsatzimpulse im zweiten Halbjahr 2024 zu verzeichnen sein werden. Der erwartete Umsatzrückgang im Handelssegment ist daher nachvollziehbar. Demgegenüber sollte das Segment Medientechnologie allein schon von der erstmals ganzjährigen Vollkonsolidierung der MoovIT profitieren, die im abgelaufenen Geschäftsjahr 2024 nur für vier Monate einbezogen wurde. Darüber hinaus ist bei der MoovIT im Umfeld der aktuell laufenden Fußball-Europameisterschaft sowie der anstehenden Olympischen Sommerspiele mit zusätzlichen Aufträgen zu rechnen. Die Umsätze im Bereich Medientechnologie sollten darüber hinaus von der Vermarktung der eigenentwickelten digitalen Produkte profitieren.

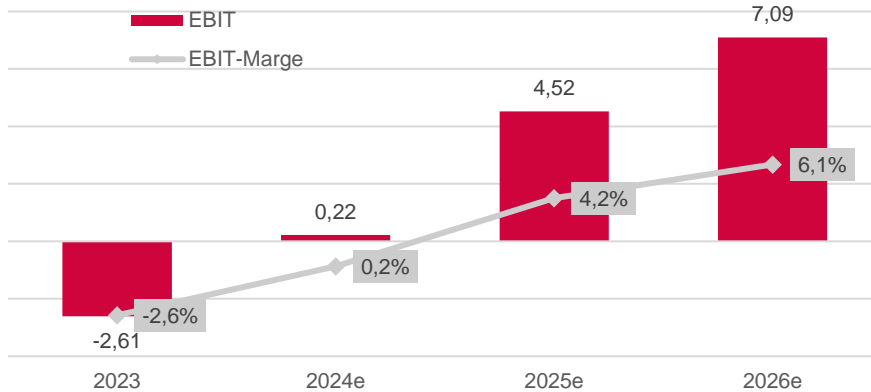
Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Unsere Umsatzerwartung für das laufende Geschäftsjahr 2024 entspricht einem erwarteten Umsatzwachstum von 2,0 % und liegt damit innerhalb der Guidance. Für die beiden folgenden Geschäftsjahre gehen wir von einer konstanten Wachstumsrate von jeweils 7,0 % p.a. aus. Diese sollte zum einen durch das wieder anziehende Handelsgeschäft und zum anderen durch ein weiterhin überproportionales Wachstum des Medientechnologiegeschäfts geprägt sein. Naturgemäß wird das Handelsgeschäft aber weiterhin den Löwenanteil des Konzernumsatzes ausmachen.

Nach unserer Einschätzung wird die Rohertragsmarge im Segment Medientechnik bei rund 75 % liegen, während sie im Segment Handel bei knapp 20 % liegen wird. Der erwartete starke Anstieg der margenstarken Medientechnikumsätze sollte sich im laufenden Geschäftsjahr 2024 in einem Anstieg der konzernweiten Rohertragsmarge auf 21,5 % (VJ: 19,1 %) widerspiegeln. Für die folgenden Geschäftsjahre erwarten wir eine weitere Verbesserung auf 22,9 % (2025e) bzw. 23,8 % (2026e). Darüber hinaus sollte die Gesellschaft von den eingeleiteten Kostensenkungsmaßnahmen profitieren, die sich allerdings erst ab dem kommenden Geschäftsjahr 2025 voll auswirken sollten. Das Einsparpotenzial aus der Zusammenlegung der Zentralfunktionen dürfte leicht über 1,0 Mio. € liegen. Das EBIT sollte nach unserer Einschätzung bereits ab 2024, verstärkt aber ab 2025 überproportional steigen. Bis 2026 erwarten wir eine Verbesserung der EBIT-Marge auf 6,1 %:

EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)

Quelle: GBC AG

Im laufenden Geschäftsjahr 2024 führt die erfolgte Aufnahme neuer Kredite zu marktüblichen und damit teureren Konditionen voraussichtlich zu einem Anstieg der Finanzaufwendungen. Im Zuge der planmäßigen Tilgung der Kredite sollten sich diese in den folgenden Geschäftsjahren wieder rückläufig entwickeln. Dabei gehen wir davon aus, dass die Gesellschaft keine neuen Kredite aufnehmen wird. Dies vor dem Hintergrund, dass wir derzeit keine Unternehmensakquisitionen unterstellen. Der damit geringere Liquiditätsabfluss aus dem Investitionsbereich sollte durch einen positiven operativen Cashflow gestützt werden. Dabei unterstellen wir keinen nennenswerten Aufbau von Vorräten sowie den Wegfall des außerordentlichen Liquiditätsabflusses im Zusammenhang mit Ertragsteuerzahlungen auf Gewinne der Vorjahre.

DCF-Modell

Modellannahmen

Die Avemio AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2024 bis 2026 in Phase 1, erfolgt von 2026 bis 2030 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir eine jährliche Steigerung beim Umsatz von 5,0 %. Die Steuerquote haben wir in Phase 2 mit 30,0 % berücksichtigt. Als Ziel-EBITDA-Marge unterstellen wir 10 % (bisher: 11,6 %). In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir konservativ eine Wachstumsrate von 3,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Avemio 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 2,50 % (bisher: 2,50 %).**

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 1,61.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,34 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,46 % (bisher: 9,46 %).

Bewertungsergebnis

Wir haben ein neues Kursziel in Höhe von 23,00 € ermittelt, was einer Reduktion des bisher ermittelten Kursziels in Höhe von 32,00 € gleichkommt. Die Reduktion ist ein Resultat der geminderten Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2024, die, als Basis, zu einer Minderung der Schätzungen für die kommenden Geschäftsjahre geführt haben. Zudem haben wir unsere langfristige Ziel-EBITDA-Margenerwartung auf 10,0 % (bisher: 11,6 %) reduziert.

DCF-Modell

Avemio AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	10,0%	ewige EBITA - Marge	8,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	12,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	13,7%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	101,14	108,22	115,79	121,58	127,66	134,04	140,75	147,78	
US Veränderung	2,0%	7,0%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	5,02	5,88	6,89	6,89	6,89	6,89	6,89	6,89	
EBITDA	2,57	6,77	9,19	12,16	12,77	13,40	14,07	14,78	
EBITDA-Marge	2,5%	6,3%	7,9%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
EBITA	0,22	4,52	7,09	10,06	10,56	11,09	11,64	12,23	
EBITA-Marge	0,2%	4,2%	6,1%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,6%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,07	-1,35	-2,13	-3,02	-3,17	-3,33	-3,49	-3,67	
EBI (NOPLAT)	0,15	3,16	4,97	7,04	7,39	7,76	8,15	8,56	30,0%
Kapitalrendite	0,4%	9,3%	14,9%	21,5%	21,5%	21,5%	21,5%	21,5%	21,9%
Working Capital (WC)	13,90	14,90	15,90	16,69	17,53	18,40	19,32	20,29	
WC zu Umsatz	13,7%	13,8%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	
Investitionen in WC	-1,00	-1,00	-1,00	-0,79	-0,83	-0,88	-0,92	-0,97	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	20,15	18,40	16,80	17,64	18,53	19,45	20,42	21,45	
AFA auf OAV	-2,35	-2,25	-2,10	-2,10	-2,21	-2,32	-2,43	-2,55	
AFA zu OAV	11,7%	12,2%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	
Investitionen in OAV	-0,50	-0,50	-0,50	-2,94	-3,09	-3,24	-3,40	-3,57	
Investiertes Kapital	34,05	33,30	32,70	34,33	36,05	37,85	39,75	41,73	
EBITDA	2,57	6,77	9,19	12,16	12,77	13,40	14,07	14,78	
Steuern auf EBITA	-0,07	-1,35	-2,13	-3,02	-3,17	-3,33	-3,49	-3,67	
Investitionen gesamt	-1,50	-1,50	-1,50	-3,73	-3,92	-4,12	-4,32	-4,54	
Investitionen in OAV	-0,50	-0,50	-0,50	-2,94	-3,09	-3,24	-3,40	-3,57	
Investitionen in WC	-1,00	-1,00	-1,00	-0,79	-0,83	-0,88	-0,92	-0,97	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	1,00	3,91	5,57	5,41	5,68	5,96	6,26	6,57	121,94

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	92,00	96,79
Barwert expliziter FCFs	27,22	25,88
Barwert des Continuing Value	64,78	70,91
Nettoschulden (Net debt)	8,05	5,01
Wert des Eigenkapitals	83,95	91,78
Fremde Gewinnanteile	-3,32	-3,63
Wert des Aktienkapitals	80,63	88,15
Ausstehende Aktien in Mio.	3,83	3,83
Fairer Wert der Aktie in EUR	21,04	23,00

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,61
Eigenkapitalkosten	11,3%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	2,7%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	28,7%
WACC	9,5%

Kapitalrendite	WACC				
	8,9%	9,2%	9,5%	9,8%	10,1%
21,4%	25,02	23,70	22,51	21,43	20,45
21,6%	25,30	23,97	22,76	21,66	20,67
21,9%	25,58	24,23	23,00	21,89	20,88
22,1%	25,86	24,49	23,25	22,12	21,10
22,4%	26,14	24,75	23,49	22,35	21,32

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,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), Stellv. Chefanalyst
Niklas Ripplinger, Finanzanalyst (junior)

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



GBC AG®
- 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