

Vectron Systems AG *5a,6a,7,11

Rating: KAUFEN
Kursziel: 9,35 EUR
(bisher: 11,00 EUR)

aktueller Kurs: 3,77
 09.09.2022 / XETRA / 17:36
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0KEXC7
 WKN: A0KEXC
 Börsenkürzel: V3S
 Aktienanzahl³: 8,04
 Marketcap³: 30,71
 EnterpriseValue³: 25,49
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

Matthias Greiffenberger
 greiffenberger@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 8

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung 12.09.22 (14:43 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 13.09.22 (09:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2023

Unternehmensprofil

Branche: Software, Technologie

Fokus: Software für Kassensysteme und dazugehörige Hardware

Mitarbeiter: 191 (30.06.2022)

Gründung: 2006

Firmensitz: Münster

Vorstand: Thomas Stümmeler, Jens Reckendorf (bis 30.09.22), 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	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024e
Umsatz	38,23	28,41	35,81	46,93
EBITDA	4,71	-1,90	3,86	7,35
EBIT	3,13	-3,40	1,97	4,87
Jahresüberschuss	2,44	-2,83	1,18	3,21

*gemäß vorläufigen Zahlen

Kennzahlen in EUR	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024e
Gewinn je Aktie	0,30	-0,35	0,15	0,40
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024e
EV/Umsatz	0,66	0,88	0,70	0,53
EV/EBITDA	5,33	neg.	6,50	3,42
EV/EBIT	8,02	neg.	12,75	5,15
KGV	12,43	neg.	25,66	9,44
KBV	1,19			

Finanztermine
-

****letzter Research von GBC:**

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
22.06.2022: RS / 11,00 / KAUFEN
04.03.2022: RS / 15,70 / KAUFEN
01.02.2022: RS / 17,10 / KAUFEN
02.11.2021: RS / 22,00 / 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 2022: Wiederkehrende Umsätze planmäßig ausgebaut, Einmalumsätze etwas unter Erwartungen, „Fit for Future“-Programm soll die Kosten deutlich senken, Kursziel: 9,35 €; Rating: KAUFEN

in Mio. €	1.HJ 2019	1.HJ 2020	1.HJ 2021	1.HJ 2022
	HGB	HGB	IFRS	IFRS
Umsatzerlöse	12,01	12,60	21,36	12,56
EBITDA	-1,03	-1,32	4,88	-0,54
EBIT	-1,24	-1,52	4,20	-1,33
Nachsteuerergebnis	-1,34	-1,60	3,05	-0,98

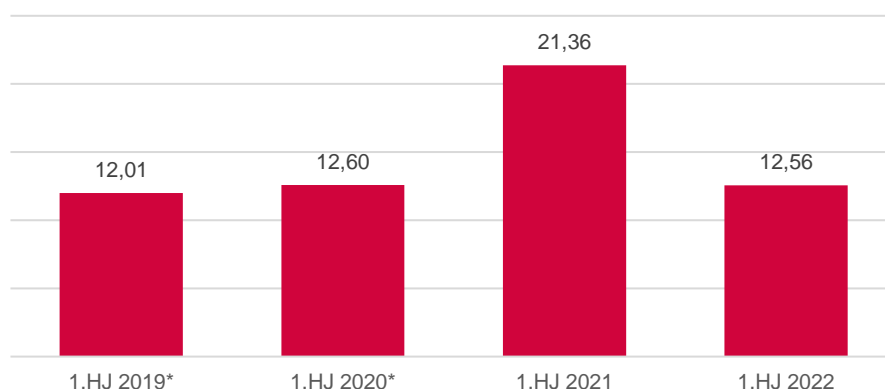
Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2022

Erwartungsgemäß hat die Vectron AG in den ersten sechs Monaten 2022 einen deutlichen Rückgang der Umsätze hinnehmen müssen. Insbesondere aufgrund des weitestgehenden Auslaufens der positiven Effekte aus der TSE-konformen Kassenumstellung (Fiskalisierungseffekt), welche noch die Vorjahresperiode deutlich positiv beeinflusst hatten, lagen die Umsätze mit 12,56 Mio. € (VJ: 21,36 Mio. €) um 41,2 % deutlich unter dem Vorjahreswert. Auch wenn wir mit einem Umsatzrückgang kalkuliert hatten, ist dieser stärker als erwartet ausgefallen. Ein weiterer Aspekt der rückläufigen Geschäftsentwicklung war der vorhergehende Lageraufbau bei den Fachhändlern, als Vorbereitungsmaßnahme von drohenden Lieferengpässen. Dies hatte zu Vorzieheffekten geführt, begleitet von einem entsprechenden Nachfragerückgang in den ersten sechs Monaten 2022.

In der Zusammensetzung der Umsatzerlöse wird jedoch deutlich, dass sich die Strategie der Gesellschaft, verstärkt auf wiederkehrende Umsätze zu setzen, die weniger von Investitionszyklen abhängig sind, ausbezahlt. Während die Einmalumsätze in Höhe von 8,36 Mio. € (VJ: 18,58 Mio. €) stark rückläufig waren, legten die wiederkehrenden Umsätze auf 4,20 Mio. € (VJ: 2,79 Mio. €) signifikant zu. Bezüglich unserer Prognose, in der wir auf Gesamtjahresbasis 2022 bislang von wiederkehrenden Erträgen in Höhe von 8,91 Mio. € ausgegangen sind, liegt diese Entwicklung, im Gegensatz zu den Einmalerträgen, im Plan.

Umsatzerlöse auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



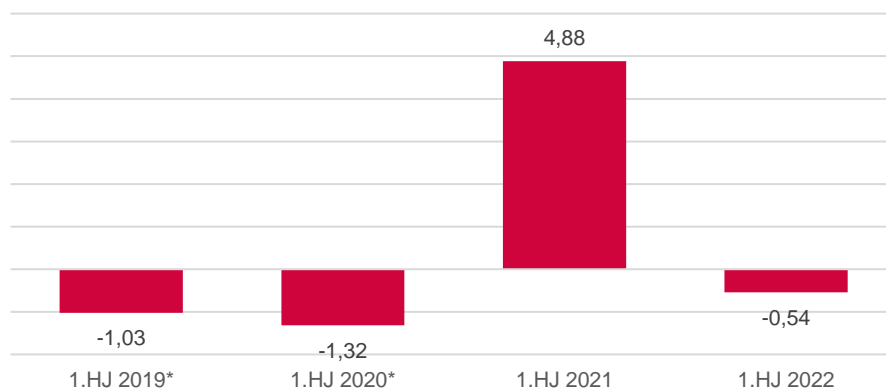
Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG; *nach HGB

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2022

Ergebnisseitig findet sich der starke Umsatzrückgang in einer sichtbaren EBITDA-Reduktion auf -0,54 Mio. € (VJ: 4,88 Mio. €) wieder. Im Hinblick auf die bisherige Unternehmens-Guidance, die ein EBITDA in Höhe von -0,8 bis 0,8 Mio. € in Aussicht gestellt hatte, liegt

auch das EBITDA leicht unterhalb der Erwartungen. Die operative Kostenentwicklung war dabei von einem deutlichen Rückgang des Materialaufwandes sowie von einer insgesamt konstanten Entwicklung der übrigen Aufwendungen (sonstige Aufwendungen und Personalaufwand) geprägt. Die um 60,9 % auf 2,30 Mio. € (VJ: 5,89 Mio. €) rückläufigen Materialaufwendungen hängen einerseits mit der rückläufigen Umsatzentwicklung sowie andererseits mit IFRS-Anpassungen beim Absatzförderungsmodell zusammen.

EBITDA auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



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

Bilanzbild zum 30.06.2022

in Mio. €	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Eigenkapital (EK-Quote)	23,17 (72,6%)	25,55 (53,6%)	24,58 (57,4%)
Liquide Mittel	8,31	19,87	15,47
Working Capital	8,07	2,43	6,26
Finanzverbindlichkeiten	5,30	16,09	15,83
Cashflow - operativ	-2,08	10,18	-3,64
Cashflow - Investition	-1,23	0,06	-0,17
Cashflow - Finanzierung	0,31	1,34	-0,57

Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Angesichts des negativen Ergebnismiveaus sowie des darüberhinausgehenden Anstiegs des Working Capitals (insbesondere Rückgang der Verbindlichkeiten aus LuL) wurde ein insgesamt negativer Cashflow in Höhe von -4,38 Mio. € (VJ: 9,24 Mio. €) ausgewiesen. Folglich haben sich die liquiden Mittel auf 15,47 Mio. € (31.12.21: 19,87 Mio. €) sichtbar gemindert. Nach wie vor verfügt aber die Gesellschaft über einen umfangreichen Liquiditätsbestand, der die ausstehenden Kreditverbindlichkeiten in Höhe von 7,42 Mio. € deutlich übertrifft. Der überwiegende Teil der Finanzverbindlichkeiten steht im Zusammenhang mit der IFRS 16-Bilanzierung von Leasingverträgen.

Auch das Eigenkapital in Höhe von 24,58 Mio. € (31.12.21: 25,55 Mio. €) weist mit einer EK-Quote in Höhe von 57,4 % (31.12.21: 53,6 %) eine solide Größenordnung auf.

Prognosen und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2022e (alt)	GJ 2022e (neu)	GJ 2023e (alt)	GJ 2023e (neu)	GJ 2024e (alt)	GJ 2024e (neu)
Umsatzerlöse	28,41	28,41	36,16	35,81	47,19	46,93
EBITDA	0,12	-1,90	5,19	3,86	7,48	7,35
EBIT	-1,38	-3,40	3,28	1,97	4,99	4,88
Nachsteuerergebnis	-1,18	-2,83	2,10	1,18	3,29	3,21

Quelle: GBC AG

Am 22.08.2022 hat das Vectron-Management über den Beschluss des Kostensenkungsprogramms „Fit for Future“ informiert. Im Rahmen dieses Programms sollen künftig Hardware-Produktionsschritte (Endmontage der Kassensysteme wurde bislang von der Vectron AG vorgenommen) ausgelagert und damit jährliche Einsparungen von 1,80 bis 2,16 Mio. € erreicht werden. Dies geht mit der Unternehmensstrategie einher, die insbesondere die Ausweitung des Digitalgeschäftes vorsieht und daher von einer abnehmenden Bedeutung der Hardware-Einmalumsätze ausgeht. Im Zusammenhang mit dem Kostensenkungsprogramm rechnet der Vectron-Vorstand für das laufende Geschäftsjahr mit einmaligen Restrukturierungskosten (Abfindungen, Rückstellungen) in Höhe von 1,25 Mio. €. Dementsprechend wurde die EBITDA-Guidance auf -2,05 bis -0,45 Mio. € angepasst, gegenüber der bisherigen Erwartung von -0,8 bis 0,8 Mio. €. Die Umsatz-Guidance (27,0 Mio. € bis 30,0 Mio. €) wurde hingegen bestätigt.

Analog zur angepassten Guidance passen wir unsere Ergebnisschätzungen für das laufende Geschäftsjahr an und gehen nunmehr von einem EBITDA in Höhe von -1,90 Mio. € (bisher: 0,12 Mio. €) aus. Wir gehen davon aus, dass zum Geschäftsjahresende hin noch im geringen Umfang Nachlaufeffekte im Zusammenhang mit der Kassenumstellung vorliegen dürften. Darüber hinaus rechnen wir mit einem weiteren Ausbau der wiederkehrenden Umsätze, die bislang im Rahmen unserer Erwartungen lagen. Gemäß unserer unveränderten Prognose rechnen wir für 2022 mit wiederkehrenden Umsätzen in Höhe von 8,91 Mio. €. In der angepassten Guidance geht die Vectron AG von wiederkehrenden Umsätzen in Höhe von 9,0 bis 9,5 Mio. € aus.

Für das kommende Geschäftsjahr 2023 gehen wir, gegenüber unserer bisherigen Prognose konservativer vor und rechnen sowohl bei den Einmalumsätzen als auch bei den wiederkehrenden Umsätzen des Digitalgeschäftes mit einem jeweils etwas geringeren Wachstum. Damit tragen wir der zunehmenden konjunkturellen Eintrübung Rechnung, die sich negativ auf die Investitionsbereitschaft der Vectron-Hauptkunden auswirken könnte.

Weiterhin wird der Unternehmensfokus auf der Ausweitung des Digitalgeschäftes liegen, womit die Gesellschaft von den übergeordneten Digitalisierungs-Trends in der Gastronomie profitieren sollte. Nachdem in den vergangenen Geschäftsjahren die Verbindung der digitalen Services mit den Kassensystemen erfolgt ist und bereits Erfolge mit der Einführung von Cloud-Paketen (DATEV-Schnittstelle, digitaler Bon, Reporting-App, Payment, Tischreservierung, Online- Bestellungen etc.) erzielt wurden, soll das Service-Angebot deutlich ausgeweitet werden. Der Ausbau des Digitalgeschäftes sollte für eine Beschleunigung der Wachstumsdynamik im Geschäftsjahr 2024 sorgen, die mit einem Anstieg der Rentabilität einhergeht. Darüber hinaus sollten die Kosteneinspareffekte des „Fit for future“-Programms im Geschäftsjahr 2024 voll zum Tragen kommen. Wir behalten daher unsere bisherigen 2024er Prognosen nahezu unverändert bei.

Im Rahmen des aktualisierten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 9,35 € (bisher: 11,00 €) ermittelt. Die Kurszielreduktion ist sowohl eine Folge der angepassten Prognosen für 2022 und 2023 als auch auf die Anhebung des risikolosen Zinssatzes zurückzuführen. 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 2022 - 2024 in Phase 1, erfolgt von 2025 bis 2029 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 6,5 % (bisher: 7,5 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 20,0 % (bisher: 21,0 %) 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 1,25 % (bisher: 0,80 %).**

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 9,26 % (bisher: 8,81 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,26 % (bisher: 8,81 %).

Modellergebnis

Das im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells ermittelte Kursziel liegt bei 9,35 € (bisher: 11,00 €). Die Kurszielminderung ist eine Folge des angehobenen risikolosen Zinssatzes sowie unserer Prognosereduktion für die Geschäftsjahre 2022 und 2023.

DCF-Modell

Vectron Systems AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	6,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	20,0%	ewige EBITA - Marge	15,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	18,8%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	9,9%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
Umsatz (US)	28,51	35,91	47,03	50,09	53,34	56,81	60,50	64,43	
US Veränderung	-25,7%	25,9%	31,0%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,55	3,12	3,56	3,56	3,56	3,56	3,56	3,56	
EBITDA	-1,90	3,86	7,35	10,02	10,67	11,36	12,10	12,89	
EBITDA-Marge	-6,6%	10,7%	15,6%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
EBITA	-3,40	1,97	4,87	7,54	8,03	8,55	9,11	9,70	
EBITA-Marge	-11,9%	5,5%	10,3%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%
Steuern auf EBITA	0,78	-0,59	-1,46	-2,26	-2,41	-2,57	-2,73	-2,91	
zu EBITA	22,9%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-2,62	1,38	3,41	5,28	5,62	5,99	6,37	6,79	
Kapitalrendite	-19,8%	10,1%	22,4%	30,2%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	28,3%
Working Capital (WC)	2,50	3,70	4,30	4,96	5,28	5,62	5,99	6,38	
WC zu Umsatz	8,8%	10,3%	9,1%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	
Investitionen in WC	-0,07	-1,20	-0,60	-0,66	-0,32	-0,34	-0,37	-0,39	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	11,20	11,50	13,20	14,06	14,97	15,94	16,98	18,09	
AFA auf OAV	-1,50	-1,89	-2,48	-2,48	-2,64	-2,81	-2,99	-3,19	
AFA zu OAV	13,4%	16,4%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	
Investitionen in OAV	-1,94	-2,19	-4,18	-3,34	-3,55	-3,78	-4,03	-4,29	
Investiertes Kapital	13,70	15,20	17,50	19,02	20,25	21,57	22,97	24,46	
EBITDA	-1,90	3,86	7,35	10,02	10,67	11,36	12,10	12,89	
Steuern auf EBITA	0,78	-0,59	-1,46	-2,26	-2,41	-2,57	-2,73	-2,91	
Investitionen gesamt	-2,00	-3,39	-4,78	-3,99	-3,87	-4,13	-4,40	-4,68	
Investitionen in OAV	-1,94	-2,19	-4,18	-3,34	-3,55	-3,78	-4,03	-4,29	
Investitionen in WC	-0,07	-1,20	-0,60	-0,66	-0,32	-0,34	-0,37	-0,39	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-3,12	-0,12	1,11	3,76	4,38	4,67	4,97	5,30	88,59

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	63,19	69,17
Barwert expliziter FCFs	15,54	17,11
Barwert des Continuing Value	47,65	52,06
Nettoschulden (Net debt)	-6,35	-5,95
Wert des Eigenkapitals	69,55	75,12
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	69,55	75,12
Ausstehende Aktien in Mio.	8,04	8,04
Fairer Wert der Aktie in EUR	8,65	9,35

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	9,3%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	2,8%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	28,7%

WACC **9,3%**

Kapitalrendite	WACC				
	8,7%	9,0%	9,3%	9,6%	9,9%
27,8%	10,03	9,61	9,22	8,87	8,55
28,1%	10,10	9,67	9,28	8,93	8,60
28,3%	10,17	9,74	9,35	8,99	8,66
28,6%	10,24	9,80	9,41	9,05	8,71
28,8%	10,30	9,87	9,47	9,10	8,77

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