



Researchstudie (Anno)

InterCard AG Informationssysteme



**Übernahmen treiben Wachstum voran und stärken
Marktposition – Mittelfristig deutliche Synergie- und
Skaleneffekte zu erwarten**

Kursziel: 7,00 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 16

InterCard AG Informationssysteme *5a;5b;11

Rating: KAUFEN
Kursziel: 7,00 €

Aktueller Kurs: 5,68
18.5.2015 / FFM
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0JC0V8
WKN: A0JC0V
Börsenkürzel: I18
Aktienanzahl³: 1,45
Marketcap³: 8,24
Enterprise Value³: 9,34
³in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 72,30 %

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.2014

Analysten:

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 17

Unternehmensprofil

Branche: Technologie

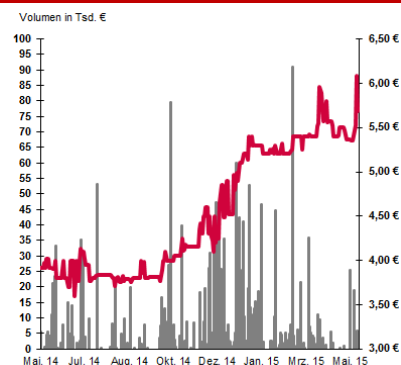
Fokus: Multifunktionale Chipkarten, Zutrittslösungen

Mitarbeiter: 79

Gründung: 1978

Firmensitz: Villingen-Schwenningen

Vorstand: Gerson Riesle



Die InterCard AG Informationssysteme mit Sitz in Villingen-Schwenningen ist gemeinsam mit ihren Tochtergesellschaften InterCard GmbH Kartensysteme, IntraKey technologies AG, Multicard GmbH, Professional Services GmbH und MobileServices GmbH Informationssysteme Marktführer im Bereich multifunktionale Chipkartensysteme für Universitäten, Hochschulen und andere Bildungseinrichtungen in Deutschland. Mehr als 1.000.000 Menschen nutzen die Multifunktionskarte von InterCard als elektronischen Ausweis, virtuelle Geldbörse, für die Zutrittskontrolle und für eine große Anzahl weiterer Funktionen im täglichen Gebrauch. Die InterCard AG Informationssysteme realisiert darüber hinaus zukunftsweisende Lösungen auf der Basis multifunktionaler Kartensysteme für Unternehmen und öffentliche Einrichtungen. Die intelligente Bündelung und Vernetzung unterschiedlicher Vorgänge auf einer Karte eröffnet dem Kunden die Möglichkeit, Prozesse effizient und damit kostengünstig zu organisieren. Das InterCard-Lösungsportfolio steht damit für schnellen Return on Investment.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015e	31.12.2016e
Umsatz	10,37	11,12	12,40	13,30
EBITDA	1,06	1,05	1,16	1,29
EBIT	0,80	0,74	0,84	0,96
Jahresüberschuss	0,46	0,47	0,54	0,63

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,32	0,33	0,37	0,44
Dividende je Aktie	0,05	0,06	0,07	0,08

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,90	0,84	0,75	0,70
EV/EBITDA	8,83	8,89	8,07	7,24
EV/EBIT	11,67	12,58	11,16	9,69
KGV	17,94	17,52	15,25	13,07
KBV		1,49		

Finanztermine

23.06.2015: Hauptversammlung
September 2015: Veröffentlichung HJ-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
28.01.2015: RG / 5,50 / HALTEN
08.12.2014: RG / 5,50 / KAUFEN
01.10.2014: RS / 5,50 / KAUFEN
14.08.2014: RS / 5,00 / KAUFEN
29.07.2014: RG / 5,00 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Mit einem Wachstum um 7,2 % konnte die InterCard AG an die dynamische Entwicklung des Vorjahres anknüpfen. Vor allem die auf Zeit- und Zutrittssysteme spezialisierte Tochtergesellschaft IntraKey GmbH wies mit 16 % eine besonders starke Entwicklung auf. Dabei ist zu berücksichtigen, dass durch die Übernahme der MultiCard GmbH sowie der Cosmo.ID GmbH ein anorganischer Umsatzeffekt in Höhe von 0,62 Mio. € entstand.
- Auf der Ergebnisseite konnte die InterCard AG nicht ganz an das Vorjahresniveau anknüpfen. Mit 0,74 Mio. € lag das EBIT leicht unter dem 2014er Ergebnis von 0,80 Mio. €. Hierbei machten sich jedoch Einmaleffekte bemerkbar. Im Zuge personelle Veränderungen fielen Umstrukturierungsaufwendungen in Höhe von 0,10 Mio. € an. Bereinigt um diese einmaligen Aufwendungen wäre das EBIT bei 0,84 Mio. € gelegen und damit über dem Vorjahresniveau.
- Das Nettoergebnis konnte trotz des etwas niedrigeren EBIT um 3,3 % auf 0,47 Mio. € gesteigert werden. Hierfür waren zwei Effekte maßgeblich. Zum einen optimierte die InterCard AG ihre Finanzierungsstruktur, so dass die Zinsaufwendungen bei einem gleichbleibenden Finanzierungsvolumen um 40 % sanken. Zum anderen entfielen durch die Aufstockung der Anteile an der IntraKey GmbH in 2014 auf nunmehr 100 % entsprechende Minderheitenanteile beim Ergebnis.
- Bilanziell hat sich das gute Bild der Vorjahre nicht wesentlich verändert. Die Eigenkapitalquote ist mit 69,3 % unverändert hoch. Die Finanzverbindlichkeiten lagen mit 1,40 Mio. € ebenfalls auf Vorjahresniveau. Jedoch wurde die Finanzierungsstruktur optimiert, so dass die Zinsaufwendungen deutlich rückläufig waren.
- Mit Blick auf das GJ 2015 ist durch die Übernahme der Professional Services GmbH erneut mit einem anorganischen Wachstumseffekt in Höhe von rund 0,50 Mio. € zu rechnen. Aber auch das organische Wachstum sollte in 2015 wieder stärker ausfallen, so dass wir insgesamt mit Umsatzerlösen in Höhe von 12,40 Mio. € bzw. einem Wachstum um 11,6 % rechnen. Für 2016 erwarten wir dann Umsatzerlöse in Höhe von 13,30 Mio. €.
- Das EBIT erwarten wir für das GJ 2015 bei 0,84 Mio. €, bevor in 2016 Synergien und Skaleneffekte noch deutlicher greifen und das EBIT dann überproportional auf 0,96 Mio. € steigen lassen sollten. Die EBIT-Marge erwarten wir dann bei 7,2 %.
- **Insgesamt schätzen wir den eingeschlagenen Weg der InterCard AG, hin zu einer Technologieholding im Bereich der Bezahl- und Abrechnungssysteme für geschlossene Nutzergruppen sowie ID-Systeme für Gebäudesicherheit, Zutrittskontrolle und Zeiterfassung, als zielführend ein. Die Wertschöpfung des Unternehmens sollte dadurch mittelfristig deutlich gesteigert werden können. Auch neue Wachstumsimpulse sind aus der breiteren Aufstellung abzuleiten. Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir für die Aktien der InterCard AG einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 7,00 € ermittelt. Auf Grund des sich daraus ergebenden Kurspotenzials leitet sich das Rating KAUFEN ab.**

INHALTSVERZEICHNIS

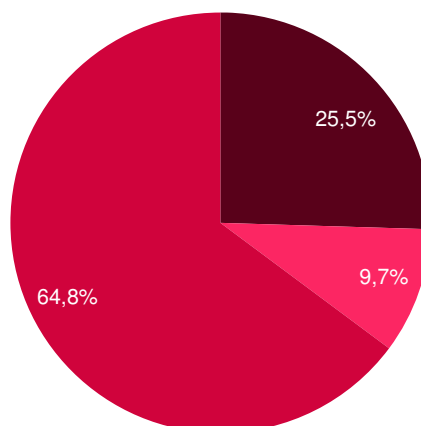
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Unternehmensstruktur	4
Referenzkunden (Auszug)	4
Markt und Marktumfeld	5
Markt für Zutrittskontrollsysteme wächst überproportional	5
Unternehmensentwicklung & Prognose	6
Kennzahlen im Überblick	6
Geschäftsentwicklung 2014	7
Umsatzentwicklung	7
Ergebnisentwicklung	8
Bilanzielle und finanzielle Situation	10
SWOT-Analyse	11
Prognose und Modellannahmen	12
Umsatzprognosen	12
Ergebnisprognosen	13
Bewertung	14
Modellannahmen	14
Bestimmung der Kapitalkosten	14
Bewertungsergebnis	14
DCF-Modell.....	15
Anhang	16

UNTERNEHMEN

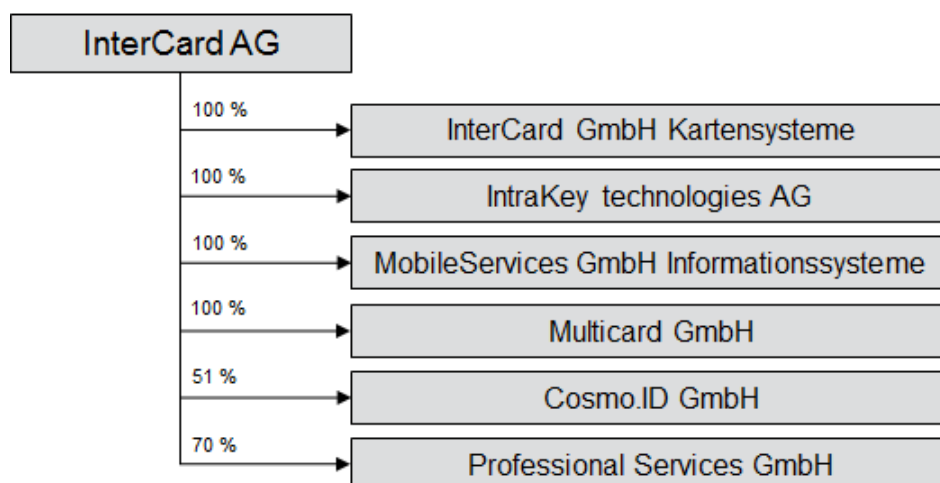
Aktionärsstruktur

Aktionär	Anteil
Vorstand, Management, Aufsichtsrat	25,5%
Alto Invest	9,7%
Streubesitz	64,8%
Summe	100,0%

Quelle: InterCard, GBC



Unternehmensstruktur



Quelle: InterCard, GBC

Referenzkunden (Auszug)

Universitäten	Hochschulen/FHs	Studentenwerke	Berufsakademien
- Bayreuth	- HS Bielefeld	- Bielefeld	- BA Dresden
- Duisburg-Essen	- HS Bochum	- Bonn	- BA Eisenach
- Frankfurt/Main	- HFBK Dresden	- Bremen	- BA Gera
- Frankfurt/Oder	- Heilbronn BS	- Essen-Duisburg	- BA Heidenheim
- Hohenheim	- SpoHo Köln	- Freiburg	- DHBW Lörrach
- TU Ilmenau	- PH Ludwigsburg	- Greifswald	- DHBW Mosbach
- Jena	- Luzern FHZ (CH)	- Halle	- DHBW Ravensburg
- Leipzig	- HS Magdeburg	- Koblenz	- DHBW Schwenningen
- Köln	- HS Mannheim	- Konstanz	- DHBW Stuttgart
- Osnabrück Uni	- HS Osnabrück	- Leipzig	
- Stuttgart	- HS Pforzheim	- Rostock	
- Tübingen	- HS Reutlingen	- Stuttgart	
- Winterthur (CH)	- HfM Saarbrücken	- Trier	
- Würzburg	- HS Wiesbaden	- Ulm	

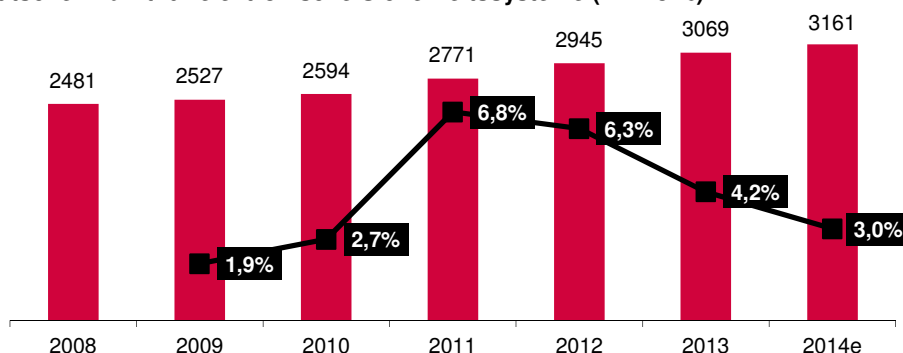
Quelle: InterCard, GBC

MARKT UND MARKTUMFELD

Markt für Zutrittskontrollsysteme wächst überproportional

Der deutsche Markt für elektronische Sicherheitssysteme hat sich über die vergangenen Jahre hinweg stetig nach oben entwickelt. Sogar im konjunkturschwachen Jahr 2009 verzeichnete die Branche ein Wachstum. Jedoch war insbesondere in den vergangenen drei Jahren eine nochmals deutliche Belebung der Branche zu verzeichnen, mit klar überproportional zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) steigenden Umsatzerlösen. Nachdem im Jahr 2013 ein Volumen von 3,07 Mrd. € erreicht wurde, geht der Branchenverband ZVEI davon aus, dass in 2014 ein fortgesetztes Wachstum um 3,0 % stattgefunden hat. Erneut wäre der Markt für elektronische Sicherheitssysteme damit stärker als das BIP gewachsen.

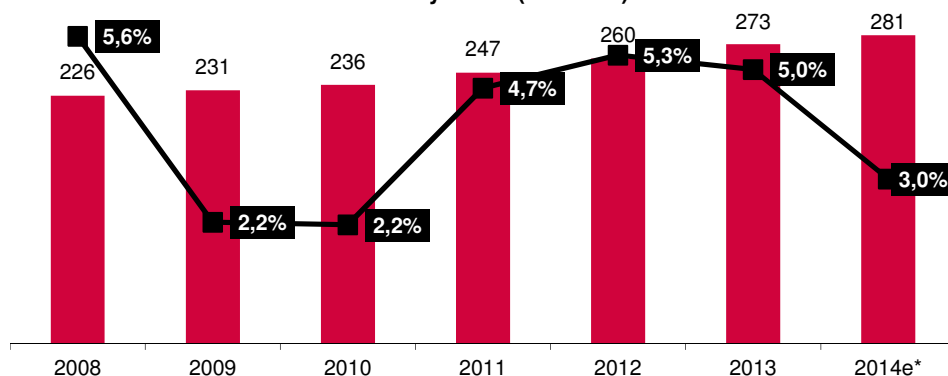
Deutscher Markt für elektronische Sicherheitssysteme (in Mio. €)



Quelle: ZVEI-Fachverband, GBC

Während der Großteil des Marktes für elektronische Sicherheitssysteme von Brandmeldeanlagen dominiert wird, entfällt ein kleiner Teil von rund 9 % des Marktes auf Zutrittskontrollsysteme. Im Jahr 2013 entwickelte sich dieser Bereich nochmals stärker als die Gesamtbranche. Als Hintergrund dessen wird die gute Baukonjunktur genannt. Wachstumstreiber waren im Bereich der Zutrittskontrollsysteme vor allem der öffentliche Bau sowie der Industriebau.

Deutscher Markt für Zutrittskontrollsysteme (in Mio. €)



Quelle: ZVEI-Fachverband, GBC; *Wachstumserwartung 2014 bezieht sich auf Gesamtbranche der elektronischen Sicherheitstechnik

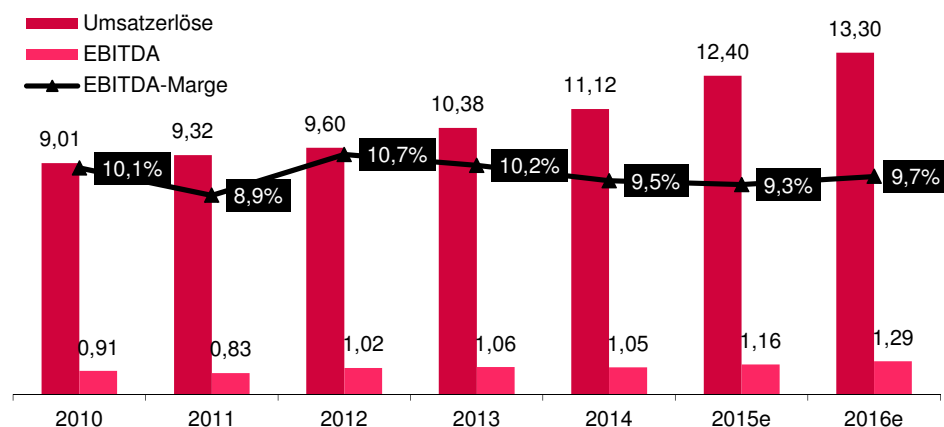
Wenn der Teilbereich auch in 2014 im gleichen Tempo wie die Gesamtbranche mit 3,0 % zulegen konnte, sollte sich das Marktvolumen im Jahr 2014 nochmals auf 281 Mio. € erhöht haben. Auf den InterCard-Konzern bezogen, unterstreicht insbesondere die gute Entwicklung der IntraKey technologies AG in den vergangenen beiden Geschäftsjahren diese Marktentwicklung.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2013		GJ 2014		GJ 2015e		GJ 2016e	
Umsatzerlöse	10,37	100,0%	11,12	100,0%	12,40	100,0%	13,30	100,0%
Bestandsveränderung	0,05	0,5%	-0,10	-0,9%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Gesamtleistung	10,42	100,5%	11,01	99,1%	12,40	100,0%	13,30	100,0%
sonstige betriebliche Erträge	0,16	1,6%	0,16	1,5%	0,15	1,2%	0,15	1,1%
Materialaufwand	-3,90	-37,6%	-3,93	-35,4%	-4,71	-38,0%	-5,05	-38,0%
Personalaufwand	-4,16	-40,1%	-4,57	-41,1%	-4,90	-39,5%	-5,20	-39,1%
Abschreibungen	-0,26	-2,5%	-0,31	-2,8%	-0,32	-2,6%	-0,33	-2,4%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,47	-14,2%	-1,62	-14,6%	-1,78	-14,4%	-1,91	-14,3%
EBIT	0,80	7,7%	0,74	6,7%	0,84	6,8%	0,96	7,2%
Ergebnis aus assoziierten Unternehmen	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Zinserträge	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Zinsaufwendungen	-0,10	-1,0%	-0,06	-0,5%	-0,06	-0,5%	-0,05	-0,4%
EBT	0,70	6,8%	0,68	6,2%	0,78	6,3%	0,91	6,9%
Ertragssteuern	-0,22	-2,1%	-0,21	-1,9%	-0,24	-1,9%	-0,28	-2,1%
Konzernjahresüberschuss vor Minderheiten	0,48	4,7%	0,48	4,3%	0,54	4,3%	0,63	4,7%
Minderheitenanteile	-0,03	-0,2%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Jahresüberschuss	0,46	4,4%	0,47	4,3%	0,54	4,3%	0,63	100,0%
EBITDA	1,06		1,05		1,16		1,29	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>10,2 %</i>		<i>9,5 %</i>		<i>9,3 %</i>		<i>9,7 %</i>	
EBIT	0,80		0,74		0,84		0,96	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>7,7 %</i>		<i>6,7 %</i>		<i>6,8 %</i>		<i>7,2 %</i>	
Ergebnis je Aktie in €	0,32		0,33		0,37		0,44	
Dividende je Aktie in €	0,05		0,06		0,07		0,08	
Aktienzahl in Mio. Stück	1,45		1,45		1,45		1,45	

Entwicklung der Umsatzerlöse, EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: InterCard, GBC

Geschäftsentwicklung 2014

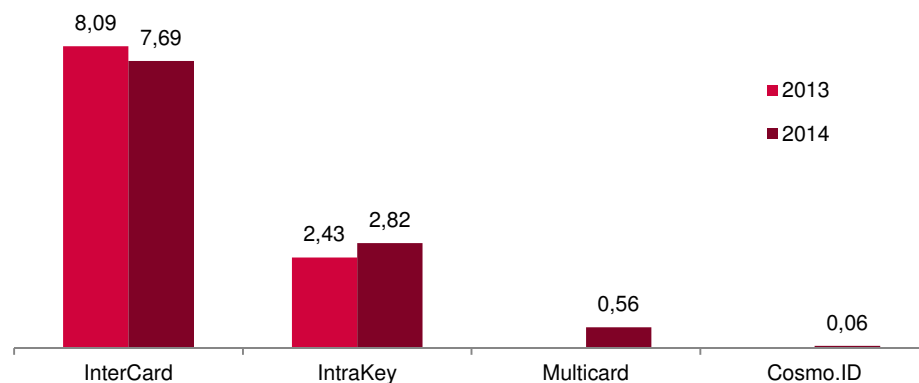
GuV (in Mio. €)	GJ 2013	Δ zum VJ	GJ 2014
Umsatzerlöse	10,37	+7,2%	11,12
EBITDA	1,06	-0,3%	1,05
EBITDA-Marge	10,2%	-0,7 Pp.	9,5%
EBIT	0,80	-7,2%	0,74
EBIT-Marge	7,7%	-1,0 Pp.	6,7%
Jahresüberschuss	0,46	+3,3%	0,47
EPS in €	0,32	+3,3%	0,33

Quelle: InterCard, GBC

Umsatzentwicklung

Mit einer Steigerung um 7,2 % konnte die InterCard AG im GJ 2014 erneut eine gute Wachstumsrate aufweisen. Dabei konnte die Tochtergesellschaft IntraKey GmbH, welche auf Systeme für die Zeit- und Zutrittskontrolle spezialisiert ist, ein überproportionales Wachstum um 16,0 % aufweisen und war damit der Wachstumstreiber im Konzernverbund. Zu berücksichtigen ist auch, dass die Multicard GmbH, mit Fokus auf Chipkartenlösungen für Kommunen und den öffentlichen Nahverkehr sowie die Beratungsgesellschaft Cosmo.ID GmbH in 2014 erstmalig in den Konsolidierungskreis einbezogen wurden. Beide Gesellschaften zusammen steuerten einen Umsatz von 0,62 Mio. € bei.

Umsatzentwicklung nach Konzerngesellschaften (in Mio. €, ohne Eliminierungen)

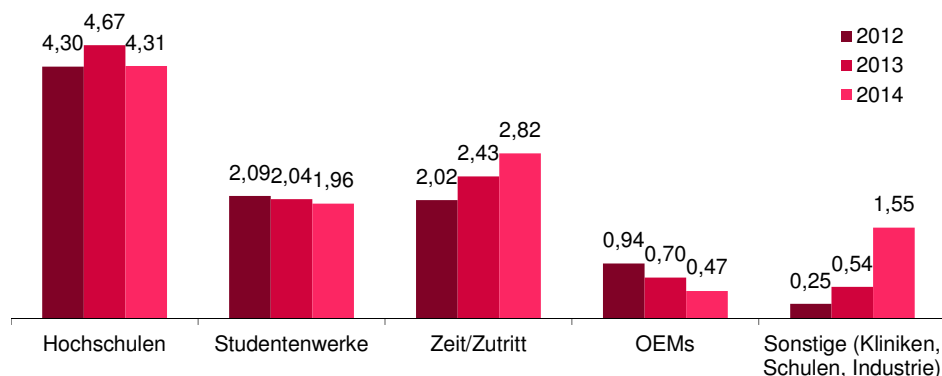


Quelle: InterCard, GBC

Unsere Umsatzprognose wurde durch die erfolgten Übernahmen mit einer Abweichung von nur 1,1 % nahezu exakt getroffen. Organisch konnten die Ziele nicht ganz erreicht werden. Während die Entwicklung der IntraKey GmbH, wie oben dargestellt, sehr überzeugend war, zeigte sich das Neukundengeschäft im Hochschulbereich bei der InterCard GmbH nicht so stark wie erwartet. Durch den bereits hohen Marktanteil ist das Wachstumstempo bei Neukunden im Bereich der Hochschulanwendung von Chipkartensystemen in der Konsequenz niedriger. Upselling-Potenziale mit Bestandskunden sind dabei wohlbemerkt unverändert vorhanden und bieten nach wie vor Wachstumspotenzial. Zudem konnten in 2014 Aufträge auf Grund verspäteter Produktverfügbarkeiten noch nicht ausgeliefert werden und kommen daher erst in 2015 zum Tragen. Daher verzeichnete die InterCard GmbH einen leichten Umsatzrückgang um 4,9 %.

Die Betrachtung der Umsatzsegmentierung nach Märkten macht jedoch deutlich, dass der eingeschlagene Weg der InterCard AG Früchte trägt. Wenngleich die Sättigungerscheinungen im Hochschulbereich erkennbar sind, wird das Wachstum im Bereich der außerhochschulischen Kunden erzielt (Zeit-/Zutritt, Sonstige). Unter dem Bereich „Sonstige“ ist auch das Geschäft der Multicard zu subsumieren.

Umsatzentwicklung nach Märkten (in Mio. €)



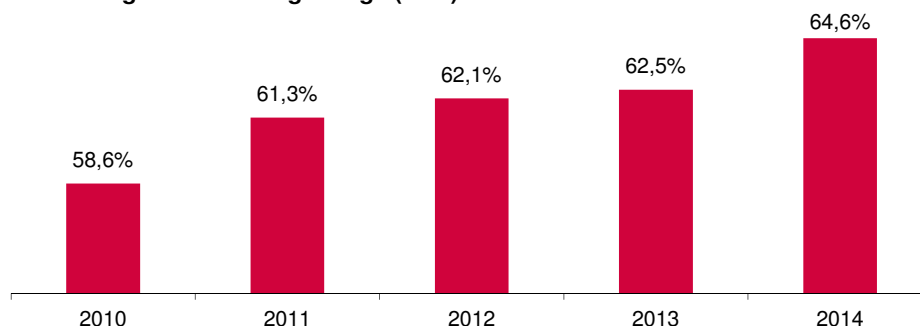
Quelle: InterCard, GBC

Die Diversifikation der Kundenstruktur und damit die Umsatzzusammensetzung konnte durch die erfolgten Übernahmen in 2014 sowie durch das hohe Wachstumstempo der IntraKey GmbH deutlich vorangebracht werden. Perspektivisch stellt sich das Unternehmen damit breiter und unabhängiger vom Hochschulmarkt auf. Zudem werden neue Wachstumspotenziale eröffnet. Aus diesem Grund schätzen wir die Umsatzentwicklung der InterCard AG im GJ 2014 als sehr zufriedenstellend ein, insbesondere hinsichtlich der Positionierung für die kommenden Geschäftsperioden.

Ergebnisentwicklung

Ergebnisseitig zeigte sich insbesondere eine deutlich gestiegene Rohertragsmarge. Trotz der Umsatzausweitung um 7,2 % lagen die Materialaufwendungen nur geringfügig um 1,0 % über dem Vorjahresniveau, mit einem entsprechenden Effekt auf die Rohmarge. Hierbei machten sich zum einen ein niedrigerer Umsatzanteil im Hardwarebereich sowie ein höherer Umsatzanteil im Software- und Dienstleistungsbereich bemerkbar. Auch gelang es dem Unternehmen über die vergangenen Jahre die Einkaufskonditionen zu optimieren. Zum anderen wurden im GJ 2014 vergleichsweise hohe Entwicklungsaufwendungen aktiviert. Insofern gehen wir davon aus, dass sich die Rohmarge in 2015 wieder normalisieren wird.

Entwicklung der Rohertragsmarge (in %)

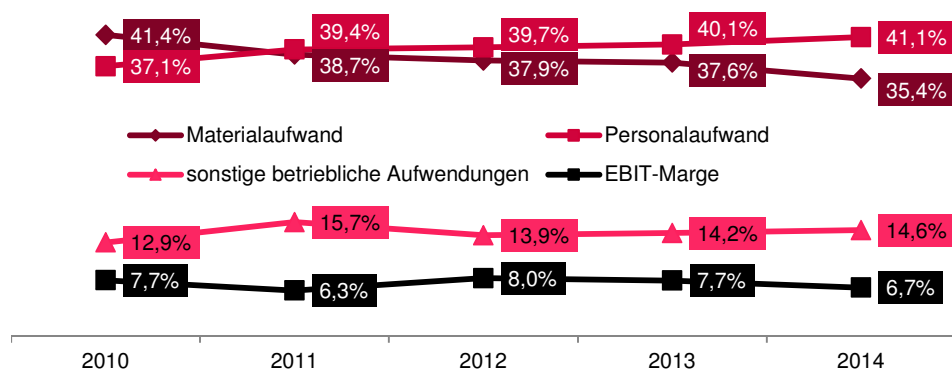


Quelle: InterCard, GBC

Auf den weiteren Kostenpositionen waren hingegen Steigerungen der absoluten Werte, als auch der Kostenquoten, zu beobachten. So legten die Personalaufwendungen um rund 10 % gegenüber dem Vorjahr zu. Hierbei war zum einen die Übernahme der Multicard GmbH und der damit verbundene Mitarbeiteraufbau maßgeblich. Zum anderen ist zu berücksichtigen, dass diese Kostenposition durch personelle Umstrukturierungen bei der InterCard GmbH in Höhe von rund 0,10 Mio. € belastet war. Zudem wurden im GJ

2014 verstärkt Entwicklungsaktivitäten unternommen, welche nicht aktiviert werden konnten. Die Personalkostenquote stieg daher von 40,1 % im Vorjahr auf 41,1 %. Im GJ 2015 sollte sich der Effekt jedoch umkehren, sodass wieder von einer sinkenden Personalaufwandsquote auszugehen ist.

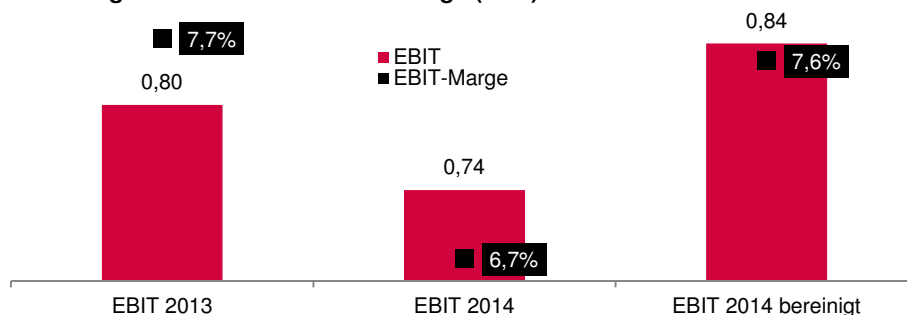
Entwicklung der Kostenquoten (in % vom Umsatz)



Quelle: InterCard, GBC

In Summe bewirkten die genannten Effekte einen Rückgang des EBIT auf 0,74 Mio. €, bzw. der EBIT-Marge auf 6,7 % (siehe Grafik). Bereinigt man jedoch die 0,10 Mio. € Einmalaufwendungen, wird deutlich, dass das bereinigte EBIT bei 0,84 Mio. € lag und damit entsprechend ein leichter Anstieg gegenüber dem Vorjahr zu verzeichnen war. Auch die bereinigte EBIT-Marge lag mit 7,6 % in etwa auf Vorjahresniveau.

Entwicklung des EBIT und der EBIT-Marge (in %)



Quelle: InterCard, GBC

Eine deutliche Verbesserung konnte beim Finanzergebnis erreicht werden. Auf Basis des niedrigen Zinsniveaus wurde eine langfristige Konzernfinanzierung eingegangen, so dass in deutlich geringerem Umfang auf bestehende Kontokorrentlinien zurückgegriffen werden muss. Die Verzinsung der Darlehen liegt dabei im niedrigen einstelligen Prozentbereich und hat zu einer Senkung der Zinsaufwendungen von 0,10 Mio. € im Vorjahr auf 0,06 Mio. € geführt, bei einer nahezu unveränderten Höhe der bestehenden Fremdfinanzierungen.

Sehr positiv wirkte sich auch die Aufstockung der Anteile an der IntraKey GmbH von 66 % auf 100 % aus, insbesondere da sich das Tochterunternehmen im GJ 2014 weiterhin sehr dynamisch entwickelt. Im Zuge dessen sanken die Minderheitenanteile im GJ 2014 nahezu auf null ab. Auf Basis des Jahresüberschusses wurde auf Grund der optimierten Finanzierungsstruktur und der reduzierten Minderheiten trotz des rückläufigen EBIT eine Steigerung herbeigeführt. Mit einem Plus von 3,3 % gegenüber 2014 lag der Jahresüberschuss der InterCard AG bei 0,47 Mio. €. Berücksichtigt man die Einmaleffekte wäre die Steigerung des Jahresüberschusses nochmals merklich dynamischer ausgefallen.

Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014
Eigenkapital	4,10	5,39	5,51
EK-Quote (in %)	58,9 %	70,0 %	69,3 %
Finanzverbindlichkeiten	1,79	1,43	1,40
Liquide Mittel	0,47	0,91	0,33
Nettoverschuldung	1,32	0,51	1,07
Operatives Anlagevermögen (ohne Goodwill)	1,17	1,17	1,38
Goodwill	3,02	3,02	3,30
Working Capital	1,23	1,71	1,91

Quelle: InterCard, GBC

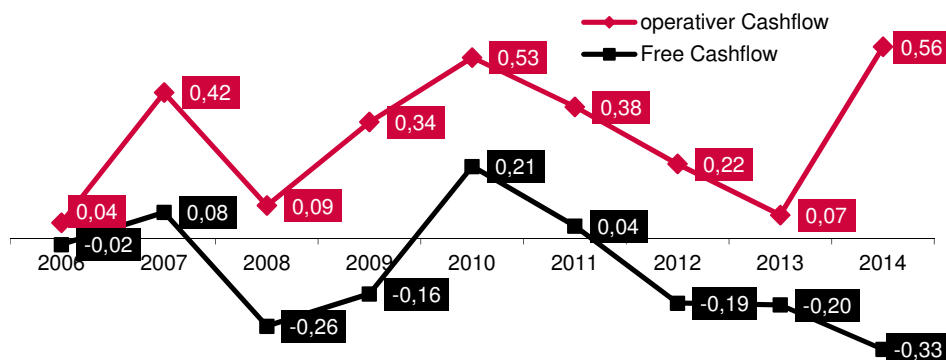
Bilanziell weist die InterCard AG unverändert stabile Relationen auf. Die Eigenkapitalquote hielt sich auch im GJ 2014 in der Größenordnung von 70 %. Die Finanzverbindlichkeiten bleiben in der Höhe mit 1,40 Mio. € unverändert gegenüber dem Vorjahr. Jedoch wurde eine Umfinanzierung vorgenommen, so dass die Finanzverbindlichkeiten nunmehr einen langfristigen Charakter haben und im niedrigen einstelligen Prozentbereich verzinst werden. Insofern wurde das Zinsergebnis bereits 2014 merklich entlastet.

Die Nettoverschuldung verdoppelte sich dennoch in 2014 auf 1,07 Mio. €, was auf einen reduzierten Cashbestand zurückzuführen ist. Dieser sank gegenüber dem Vorjahresstichtag auf 0,33 Mio. €, insbesondere auf Grund getätigter Investitionen und Übernahmen in Höhe von insgesamt 0,89 Mio. €, wobei rund 0,40 Mio. € für den Erwerb der MultiCard GmbH sowie der Cosmo.ID GmbH abflossen. 0,49 Mio. € wurden in die Produktentwicklung und Investitionen in Sachanlagen investiert. Vor allem wurde in neue Abrechnungssysteme und Servicetools investiert, um die Bestandskundenpflege zu optimieren und neue Umsatzpotenziale heben zu können.

Eine leichte Erhöhung war im Working Capital festzustellen, was vor allem auf erhöhte Vorräte zurückzuführen ist. Insgesamt betrachtet, weist die InterCard AG aber über viele Perioden hinweg sehr stabile Working Capital-Quoten auf, was einen wesentlichen Beitrag dazu geleistet hat, dass die operativen Cashflows in jedem Jahr positiv ausfielen.

Trotz des erhöhten Working Capitals konnte die InterCard AG im GJ 2014 mit 0,56 Mio. € den höchsten operativen Cashflow im Betrachtungszeitraum seit 2006 erzielen. Auf Grund der erfolgten Übernahmen sowie des CAPEX lag der Free Cashflow dennoch leicht im negativen Bereich.

Entwicklung der Cashflows (in Mio. €)



Quelle: InterCard, GBC

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Starker Marktanteil, mit 80 % bei allen installierten Chipkartensystemen bei Hochschulen. • Wachstumsraten von durchschnittlich 7,0 % über die letzten 7 Jahre weisen auf eine gute Marktpositionierung des Unternehmens hin. • Mit ca. 60 % besteht ein sehr hoher Anteil an wiederkehrenden Umsatzerlösen auf Grund der regelmäßigen Nachbestellungen von Chipkarten seitens der Kunden. • Dank einer stetigen Weiterentwicklung und Integration der Produkte und Anwendungen können Upselling-, Cross-Selling-Potenziale und Synergieeffekte gehoben werden. 	<ul style="list-style-type: none"> • Noch kleine Unternehmensgröße. • Hoher Goodwill-Anteil an der Bilanzsumme. • Geringes Handelsvolumen der Aktie. • Das Altgeschäft mit Magnet-Kopierkarten ist stetig rückläufig.
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Weitere Zukäufe könnten das Wachstumstempo nochmals beschleunigen. • Bei einem hohen Marktanteil von bis zu 80 % bei Hochschulen mit Chipkartensystemen ist die Marktdurchdringung mit ca. 50-60 % noch ausbaufähig und eröffnet noch weiteres Umsatzpotenzial in den kommenden Jahren. • Die Fokussierung liegt derzeit noch auf Kunden aus dem Hochschulbereich. Die weitere Diversifizierung der Kundengruppen eröffnet zusätzliche Wachstumspotenziale. • Derzeit ist die InterCard AG hauptsächlich auf dem deutschen Markt und in der Schweiz aktiv. Das Kundeninteresse aus anderen Ländern birgt neue Wachstumsperspektiven auf Märkten außerhalb Deutschlands und der Schweiz. 	<ul style="list-style-type: none"> • Der Markt für Zutrittskontrolle ist stark fragmentiert, wodurch der Markt von einer hohen Wettbewerbsintensität geprägt ist. • Wettbewerber im Bereich der multifunktionalen Chipkarten könnten verstärkt Hochschulen als Kundenkreis adressieren und den Marktanteil der InterCard AG damit senken. • Die Ausnutzung der bislang ungenutzten Umsatzpotenziale ist von der Ausweitung der Vertriebskapazitäten abhängig. Fehlende Möglichkeiten des Ausbaus der Vertriebsstärke könnten das Wachstumstempo verlangsamen. • Sollten erfolgte Akquisitionen nicht den gewünschten Wertbeitrag liefern, könnten Umsatzwachstum und Ergebnisse beeinträchtigt werden.

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015e	GJ 2016e
Umsatzerlöse	11,12	12,40	13,30
EBITDA	1,05	1,16	1,29
EBITDA-Marge	9,5%	9,3%	9,7%
EBIT	0,74	0,84	0,96
EBIT-Marge	6,7%	6,8%	7,3%
Konzernjahresüberschuss	0,47	0,54	0,63
EPS in €	0,33	0,37	0,44

Quelle: InterCard, Schätzungen GBC

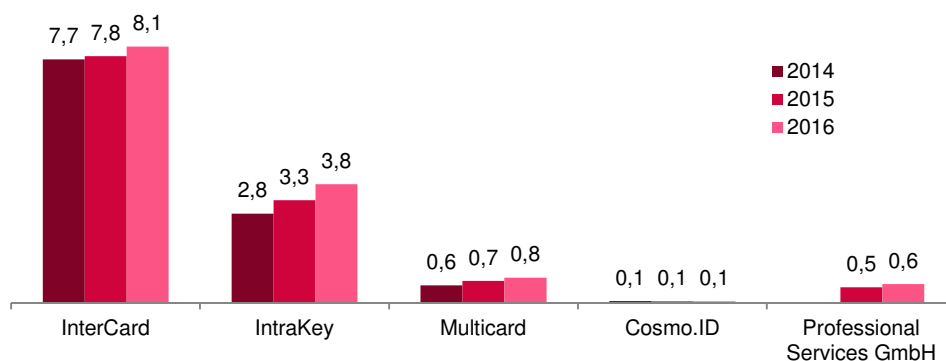
Umsatzprognosen

Mit der Übernahme der Professional Services GmbH im April 2015 hat die InterCard AG den im vergangenen Jahr eingeschlagenen strategischen Weg weitergeführt und einen weiteren Schritt im aktiven Konsolidierungsprozess der Branche unternommen. Die Professional Services GmbH ist im gleichen Geschäftssegment wie die InterCard GmbH aktiv und ergänzt den Konzernverbund damit sehr gut. Dies gilt nicht zuletzt deshalb, weil der Kundenbestand im Hochschulbereich durch die Übernahme um 17 Kunden erweitert wird. Zudem verfügt das Unternehmen über ein sehr gutes Kartenmanagementsystem, das zukünftig konzernweit eingesetzt werden soll.

Mit einem erwarteten Umsatzbeitrag in Höhe von 0,50 Mio. € sollte die Professional Services GmbH in 2015 bereits einen deutlichen anorganischen Umsatzeffekt beisteuern. Aber auch bei den weiteren Konzerngesellschaften erwarten wir positive Wachstumsraten.

Dabei gehen wir insbesondere bei der IntraKey GmbH auch im laufenden und kommenden Geschäftsjahr von zweistelligen Zuwachsraten aus. Aber auch die im Bereich der Industriekunden aktive MultiCard GmbH sollte organisches Wachstum aufweisen können und somit einen entscheidenden Beitrag dazu leisten, dass der Umsatzanteil an Umsatzerlösen mit außerhochschulischen Kunden weiter gesteigert wird.

Erwartete Umsatzentwicklung nach Tochterunternehmen (in Mio. €)



Quelle: GBC

Neben den organischen Beiträgen plant das Unternehmen auch in Zukunft Akquisitionen vorzunehmen und damit neue Wachstumspotenziale zu erschließen. Erklärtes Ziel des Managements ist es dabei, die InterCard AG zu einem führenden Anbieter im Bereich der RFID-basierten Sicherheits-, Abrechnungs- und Bezahlsysteme zu entwickeln. In unseren Prognosen ist hingegen derzeit nur die organische Entwicklung berücksichtigt.

Wir halten den eingeschlagenen Weg der InterCard AG für richtig, da durch die Akquisitionen nicht nur das Umsatzvolumen anorganisch gesteigert wird, sondern vor allem weil

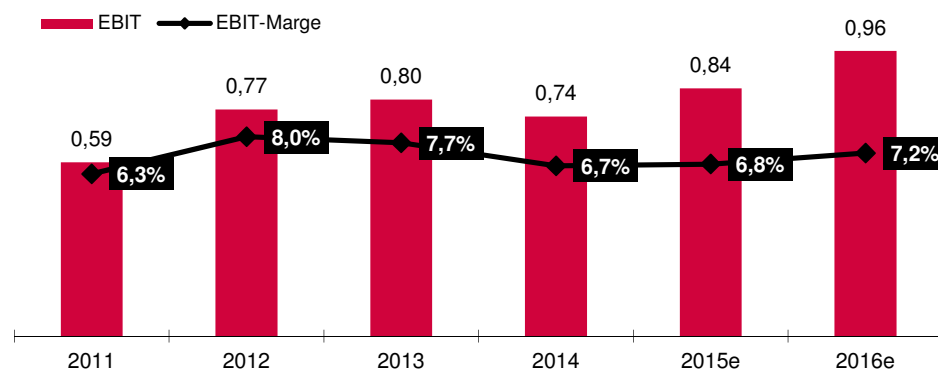
die bisher getätigten Zukäufe synergetisch sind, die Marktstellung der InterCard AG verbessern und technologische Erweiterungen gebracht haben, welche auf mittel- und langfristige Sicht neue Umsatz- und Ergebnispotenziale bergen. Bilanziell ist die InterCard AG zudem gut aufgestellt, so dass auch durch weitere Übernahmen keine Belastung des bilanziellen und finanziellen Rahmens zu erwarten ist.

Ergebnisprognosen

Im Zuge des zu erwartenden Umsatzwachstums in den kommenden Jahren sollten auch die Ergebnisniveaus weiter zulegen. Wir gehen davon aus, dass bereits in 2015 ein neuer Ergebnisrekord, mit einem EBIT in Höhe von 0,84 Mio. € erreicht wird. Zu den sich normalisierenden Materialaufwendungen erwarten wir auch weiter steigende Personalaufwendungen. Daher rechnen wir zunächst mit einer EBIT-Marge von 6,8 %, nur leicht über dem Vorjahresniveau.

Vielmehr gehen wir von einem noch deutlicheren Ergebnissprung in 2016 aus, wenn sich Synergien und Skaleneffekte aus den getätigten Übernahmen niederschlagen sollten. Daher erwarten wir für 2016 eine überproportionale EBIT-Steigerung um 15,1 % auf dann 0,96 Mio. €. Die EBIT-Marge sollte dann ebenfalls stärker zulegen und bei 7,2 % liegen.

Erwartete Entwicklung von EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: InterCard, GBC

Die Finanzierungsaufwendungen sollten durch die erfolgte Umfinanzierung, welche in 2014 abgeschlossen wurde, sowohl in 2015, als auch 2016, niedrig bleiben. Auch bei der Steuerquote ist nicht von einer Veränderung auszugehen, so dass wir effektive Steuerquoten in Höhe von unverändert 31 % angesetzt haben.

Wenngleich die Professional Services GmbH nur zu 70 % übernommen wurde und entsprechende Minderheiten bestehen, gehen wir nicht davon aus, dass im laufenden und kommenden Geschäftsjahr merkliche Minderheitenanteile am Ergebnis entstehen werden. Hintergrund dieser Annahme ist, dass die Professional Services GmbH in 2014 bei einem Umsatz von 0,50 Mio. € ein ausgeglichenes Ergebnis erwirtschaftete. Wenngleich wir weiteres Wachstum erwarten, sollten die Ergebniseffekte zunächst noch niedrig sein.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die InterCard AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2015 bis 2016 in Phase 1, erfolgt von 2017 bis 2022 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir eine jährliche Steigerung beim Umsatz von 8,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,0 % angesetzt. Die Steuerquote haben wir in Phase 2 mit 31,0 % berücksichtigt. 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 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der InterCard 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.

Hinweis: Seit dem 28.01.2015 verwenden wir nicht mehr den Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen (mit Untergrenze 2 %) für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes sondern eine neue Methodik.

Der risikolose Zinssatz wird fortan 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 1,00 %.**

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 1,98. Dieses beinhaltet einen Risikoaufschlag auf Grund der kleinen Unternehmensgröße sowie der Illiquidität der Aktie.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,9 % (bislang: 12,9 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % (bislang: 95 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) in Höhe von 10,9 % (bislang: 12,4 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Unter Verwendung der entsprechenden Kapitalkosten (WACC) von 10,9 % resultiert für die InterCard AG zum Ende des Geschäftsjahres 2016 ein **fairer Wert je Aktie in Höhe von 7,00 € (bislang: 5,50 €)**.

DCF-Modell

InterCard AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	8,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	10,0%	ewige EBITA - Marge	8,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	7,0%	effektive Steuerquote im Endwert	31,0%
Working Capital zu Umsatz	16,5%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final	
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e		Endwert
in Mio. EUR										
Umsatz (US)	12,40	13,30	14,37	15,52	16,77	18,12	19,58	21,15		
US Veränderung	11,6%	7,3%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%		2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,69	2,94	3,22	3,53	3,86	4,23	4,62	5,05		
EBITDA	1,16	1,29	1,44	1,56	1,68	1,82	1,97	2,12		
EBITDA-Marge	9,3%	9,7%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%		
EBITA	0,84	0,96	1,13	1,25	1,38	1,52	1,67	1,83		
EBITA-Marge	6,8%	7,2%	7,8%	8,0%	8,2%	8,4%	8,5%	8,6%		8,7%
Steuern auf EBITA	-0,26	-0,30	-0,35	-0,39	-0,43	-0,47	-0,52	-0,57		
zu EBITA	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%		31,0%
EBI (NOPLAT)	0,58	0,67	0,78	0,86	0,95	1,05	1,15	1,26		
Kapitalrendite	8,8%	9,9%	11,5%	12,6%	13,6%	14,7%	15,8%	16,9%		16,9%
Working Capital (WC)	2,12	2,22	2,37	2,56	2,77	2,99	3,23	3,49		
WC zu Umsatz	17,1%	16,7%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%		
Investitionen in WC	-0,21	-0,10	-0,15	-0,19	-0,21	-0,22	-0,24	-0,26		
Operatives Anlagevermögen (OAV)	4,60	4,53	4,46	4,40	4,34	4,29	4,24	4,19		
AFA auf OAV	-0,32	-0,33	-0,32	-0,31	-0,31	-0,30	-0,30	-0,30		
AFA zu OAV	7,0%	7,2%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%		
Investitionen in OAV	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25		
Investiertes Kapital	6,72	6,75	6,83	6,96	7,11	7,28	7,47	7,68		
EBITDA	1,16	1,29	1,44	1,56	1,68	1,82	1,97	2,12		
Steuern auf EBITA	-0,26	-0,30	-0,35	-0,39	-0,43	-0,47	-0,52	-0,57		
Investitionen gesamt	-0,46	-0,35	-0,40	-0,44	-0,46	-0,47	-0,49	-0,51		
Investitionen in OAV	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25		
Investitionen in WC	-0,21	-0,10	-0,15	-0,19	-0,21	-0,22	-0,24	-0,26		
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
Freie Cashflows	0,44	0,64	0,69	0,73	0,80	0,88	0,96	1,05		12,86
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	9,98	10,43								
Barwert expliziter FCFs	3,75	3,52								
Barwert des Continuing Value	6,23	6,91								
Nettoschulden (Net debt)	0,78	0,29								
Wert des Eigenkapitals	9,21	10,15								
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00								
Wert des Aktienkapitals	9,21	10,15								
Ausstehende Aktien in Mio.	1,45	1,45								
Fairer Wert der Aktie in EUR	6,35	7,00								

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,98
Eigenkapitalkosten	11,9%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	2,5%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	25,0%
WACC	10,9%

Kapitalrendite	WACC				
	10,3%	10,6%	10,9%	11,2%	11,5%
16,4%	7,33	7,08	6,84	6,62	6,41
16,7%	7,42	7,16	6,92	6,69	6,48
16,9%	7,51	7,24	7,00	6,77	6,55
17,2%	7,60	7,33	7,08	6,84	6,63
17,4%	7,69	7,41	7,16	6,92	6,70

ANHANG

§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 andere 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.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 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 Wert 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, Aktienrückkäufen, 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.htm>

§ 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 §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

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 §34b WpHG 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;5b;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 Unternehmen.
- (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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine inhaltliche Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine inhaltliche Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligt 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.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: klebl@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), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Sonstige an der Erstellung der Studie beteiligte Personen sind:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst – Qualitätskontrolle

§ 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