



Researchstudie (Anno)

**artec
technologies**

Aufbau des Cloud-Geschäfts eröffnet hohes Wachstumspotenzial

-

Umsatz- und Ergebnis jedoch zunächst belastet

-

Mittelfristig deutliche Skaleneffekte zu erwarten

Kursziel: 6,45 € (bislang: 8,20 €)

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 17**

artec technologies AG^{*4,5a,5b,6a,10,11}

Rating: KAUFEN

Kursziel: 6,45 €

Aktueller Kurs: 4,53
16.06.2017 / ETR/ 12:38 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005209589
WKN: 520958
Börsenkürzel: A6T

Aktienanzahl³: 2,365
Marketcap³: 10,71
Enterprise Value³: 10,48
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 35,0 %

Transparenzlevel:
Scale

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
ICF (Kursmakler)

Analysten:

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 18

Unternehmensprofil

Branche: Software
Fokus: Videosicherheitssysteme, Broadcast & Media
Mitarbeiter: 27 (Stand: 31.12.2016)
Gründung: 2000
Firmensitz: Diepholz
Vorstand: Thomas Hoffmann, Ingo Hoffmann



Die artec technologies AG konzentriert sich auf die Entwicklung, die Produktion und den Vertrieb von Software- und Systemlösungen zur Erfassung, Übertragung, Aufzeichnung, Verarbeitung und Analyse von Video-, Audio- und Metadaten in Netzwerken und Internet. Die entwickelten Gesamtlösungen von artec finden Anwendung im Bereich der Videosicherheit, Video Monitoring, Produktion, Training/Simulation, Analyse, Cloud-Dienste, IPTV, Kabel-TV, TV/Radio Nachweis und Mitschnitt.

Die Geschäftsbereiche unterteilen sich in die Bereiche **Videosicherheits- und Informationssysteme** sowie **Media & Broadcast**. Beide Geschäftsbereiche basieren auf einer ähnlichen Softwareplattform und schaffen somit Synergieeffekte und Produktlösungen, die beide Geschäftsbereiche zunehmend verbinden. artec begleitet den Kunden über den gesamten Wertschöpfungsprozess von der Beratung, über die Entwicklung, Fertigung, Abnahme und Wartung, bis hin zum dauerhaften Service. Die beiden Kernprodukte sind dabei die Softwareplattformen **MULTIEYE** im Bereich Videosicherheitssysteme und **XENTAURIX** im Bereich Broadcast & Media. Seit Anfang 2017 wird XENTAURIX auch als Cloud angeboten.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2016	31.12.2017e	31.12.2018e	31.12.2019e
Nettoerlöse	2,47	2,45	3,20	5,00
EBITDA	-0,11	-0,14	0,41	1,53
EBIT	-0,41	-0,47	0,06	1,15
Jahresergebnis	-0,31	-0,33	0,17	1,13

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,13	-0,14	0,07	0,48
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	4,23	4,27	3,27	2,09
EV/EBITDA	neg.	neg.	25,52	6,86
EV/EBIT	neg.	neg.	174,36	9,10
KGV	neg.	neg.	63,64	9,72
KBV	1,57			

Finanztermine

September 2017: Veröffentlichung HJ-Bericht

****letzter Research von GBC:**

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
18.10.2016: RS / 8,20 / KAUFEN
10.06.2016: RS / 9,00 / KAUFEN
17.03.2016: RS / 7,00 / KAUFEN
08.03.2016: RS / 7,00 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Die artec technologies AG hat im GJ 2016 begonnen das Geschäftsmodell zu erweitern. Im ersten Schritt wurden die beiden Softwareplattformen für die Videoüberwachung (MULTIEYE) und den Broadcast-Bereich (XENTAURIX) auf den neusten technologischen Stand gebracht. Im laufenden Jahr wird für XENTAURIX eine Cloud-Lösung aufgebaut. Diese soll in Zukunft das Projektgeschäft ergänzen und aufgrund der Skalierbarkeit zum Ertragsmotor werden.
- Im GJ 2016 erzielte artec Umsatzerlöse in Höhe von 2,47 Mio. € und damit 28,7% weniger als im Vorjahr. Diese Entwicklung war vor allem auf gebundene Mitarbeiterkapazitäten für die Weiterentwicklung der Software und Technologieplattformen zurückzuführen, jedoch sollten die Anstrengungen das Unternehmen in eine aussichtsreiche Position für die kommenden Jahre gebracht haben.
- Aufgrund der beschriebenen Fokussierung auf die technologische Entwicklung lag auch das operative Ergebnis deutlich unter dem Vorjahreswert. So betrug das EBITDA -0,11 Mio. € nach 1,03 Mio. € im Vorjahr.
- Einhergehend mit dem erfolgreichen Aufbau des Cloud-Geschäfts, wo bereits ein wichtiger internationaler Referenzkunde gewonnen werden konnte, spricht artec heute nicht nur einen viel größeren Kundenkreis an. Vielmehr wird sich das Geschäftsmodell verändern. Dies eröffnet zusätzliches Umsatzpotenzial. Mit zunehmendem Anteil des Cloud-Geschäfts werden die Umsatzerlöse stabiler und planbarer, was die Umsatzvolatilität in Zukunft senken dürfte. Auch die wiederkehrenden Wartungs- und Serviceerträge dürften mit steigender Anzahl an realisierten Projekten eine zunehmende Rolle spielen.
- Das GJ 2017 sollte ein Übergangsjahr sein. Vor dem Hintergrund des Aufbaus des Cloud-Geschäfts erwarten wir eine flache Umsatzentwicklung gegenüber 2016. Das EBITDA sollte leicht negativ sein.
- Im Jahr 2018 sollte dann der Turnaround gelingen. Insbesondere die hohe Skalierbarkeit der Cloud-Sparte sollte sich in den kommenden Jahren bemerkbar machen, so dass wir mit einem EBITDA von 0,41 Mio. € für 2018 und 1,53 Mio. € für 2019 rechnen – Tendenz weiter steigend.
- Hinsichtlich der erwarteten EBITDA-Marge von über 30% haben wir unsere grundsätzliche Erwartungshaltung die Rentabilität der artec betreffend unverändert belassen. Weiterhin messen wir der XENTAURIX-Technologie ein hohes Potenzial bei, das über die kommenden Jahre gehoben werden kann. Durch die Weiterentwicklung der Lösung hat sich zunächst eine Verschiebung der Materialisierung ergeben. Dies ist jedoch als positiv einzustufen, da die Weiterentwicklung die Alleinstellung und technologische Marktführerschaft des Unternehmens nochmals gefestigt haben dürfte.
- **Auf Basis der angepassten Prognosen für die GJ 2017-2019 haben wir unser Kursziel für die artec technologies AG von zuvor 8,20 € auf 6,45 € gesenkt. Auf Basis des aktuellen Kursniveaus ergeben sich daraus unverändert ein hohes Kurspotenzial und damit weiterhin das Rating KAUFEN. Das laufende Geschäftsjahr sollte durch den Aufbau des Cloud-Geschäfts die Grundlage für ein dynamisches Umsatzwachstum ab 2018 bilden. Mittel- und langfristig sind wir davon überzeugt, dass die artec technologies AG deutlich höhere Rentabilitätsniveaus erreichen kann.**

INHALTSVERZEICHNIS

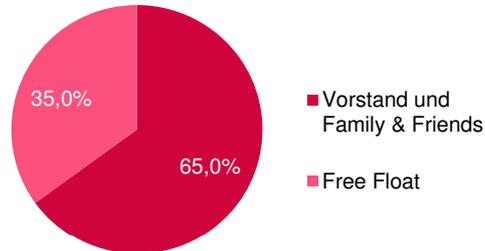
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Cloud-Geschäftsmodell.....	4
Auszug von Referenzkunden	4
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	5
Kennzahlen im Überblick	5
Geschäftsentwicklung 2016	6
Entwicklung der Umsatzerlöse	6
Ergebnisentwicklung	7
Bilanzielle und finanzielle Situation	9
SWOT-Analyse	10
Prognosen und Modellannahmen	11
Umsatzprognosen	11
Ergebnisprognosen	13
Bewertung	15
Modellannahmen	15
Bestimmung der Kapitalkosten	15
Bewertungsergebnis	15
DCF-Modell.....	16
Anhang	17

UNTERNEHMEN

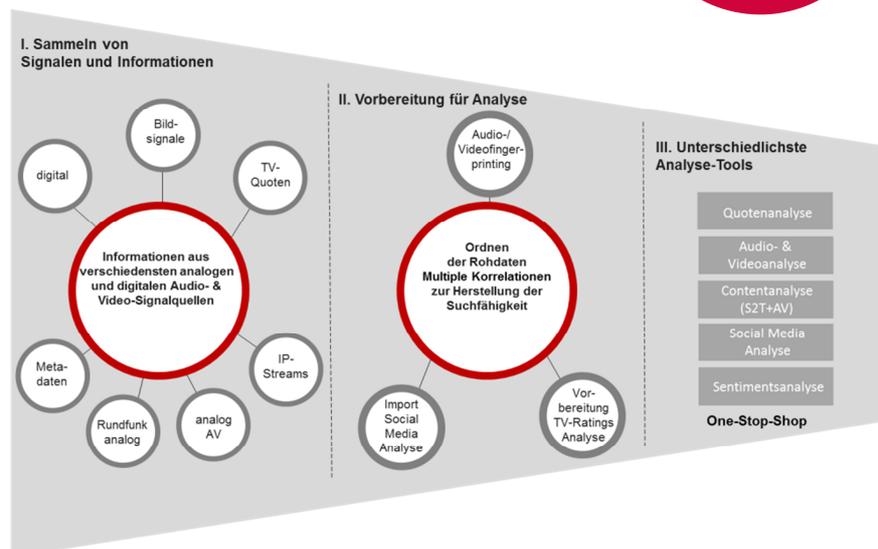
Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	31.12.2016
Vorstand und Family & Friends	65,0 %
Free Float	35,0 %

Quelle: artec, GBC



Cloud-Geschäftsmodell



Quelle: artec, GBC

Auszug von Referenzkunden



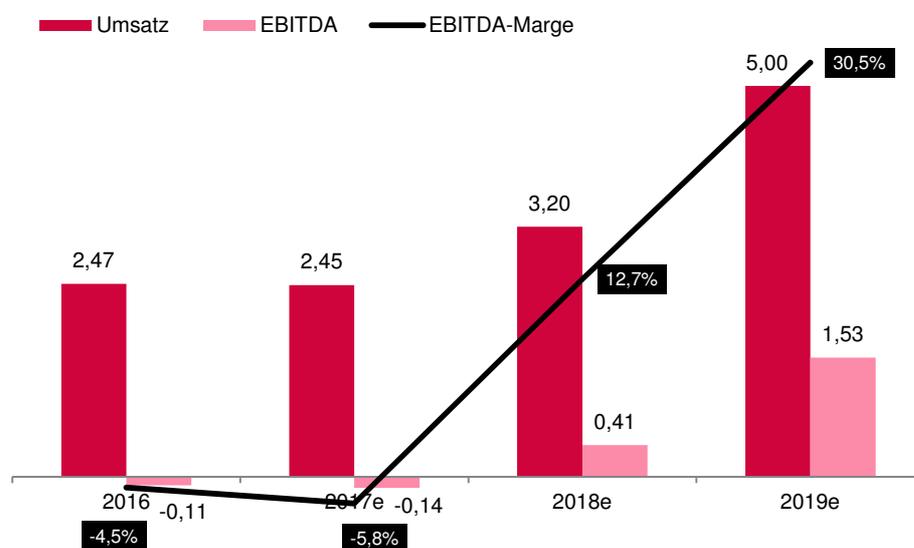
Quelle: artec, GBC

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2016		GJ 2017e		GJ 2018e		GJ 2019e	
Umsatzerlöse	2,47	100,0%	2,45	100,0%	3,20	100,0%	5,00	100,0%
Bestandsveränderung	-0,01	-0,6%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,60	24,4%	0,50	20,4%	0,50	15,6%	0,50	10,0%
Sonstige betriebliche Erträge	0,05	2,1%	0,05	2,0%	0,05	1,6%	0,05	1,0%
Gesamtleistung	3,12	125,9%	3,00	122,4%	3,75	117,2%	5,55	111,0%
Materialaufwand	-1,03	-41,8%	-0,74	-30,0%	-0,88	-27,5%	-1,00	-20,0%
Rohertrag	2,08	84,1%	2,27	92,4%	2,87	89,7%	4,55	91,0%
Personalaufwand	-1,53	-62,0%	-1,50	-61,2%	-1,50	-46,9%	-1,75	-35,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,66	-26,7%	-0,91	-37,0%	-0,96	-30,0%	-1,28	-25,5%
EBITDA	-0,11	-4,5%	-0,14	-5,8%	0,41	12,8%	1,53	30,5%
Abschreibungen	-0,30	-12,1%	-0,33	-13,3%	-0,35	-10,9%	-0,38	-7,5%
EBIT	-0,41	-16,7%	-0,47	-19,0%	0,06	1,9%	1,15	23,0%
Zinserträge	0,00	0,2%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Zinsaufwendungen	0,00	-0,1%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
EBT	-0,41	-16,6%	-0,47	-19,0%	0,06	1,9%	1,15	23,0%
Ertragssteuern	0,10	3,9%	0,14	5,7%	0,11	3,5%	-0,02	-0,4%
Jahresüberschuss	-0,31	-12,7%	-0,33	-13,3%	0,17	5,4%	1,13	22,6%
EBITDA	-0,11		-0,14		0,41		1,53	
<i>in % der Nettoerlöse</i>	<i>neg.</i>		<i>neg.</i>		12,8%		30,5%	
EBIT	-0,41		-0,47		0,06		1,15	
<i>in % der Nettoerlöse</i>	<i>neg.</i>		<i>neg.</i>		1,9%		23,0%	
Ergebnis je Aktie in €	-0,13		-0,14		0,07		0,48	
Dividende je Aktie in €	0,00		0,00		0,00		0,00	
Aktienzahl in Mio. Stück	2,365		2,365		2,365		2,365	

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



Quelle: artec, GBC

Geschäftsentwicklung 2016

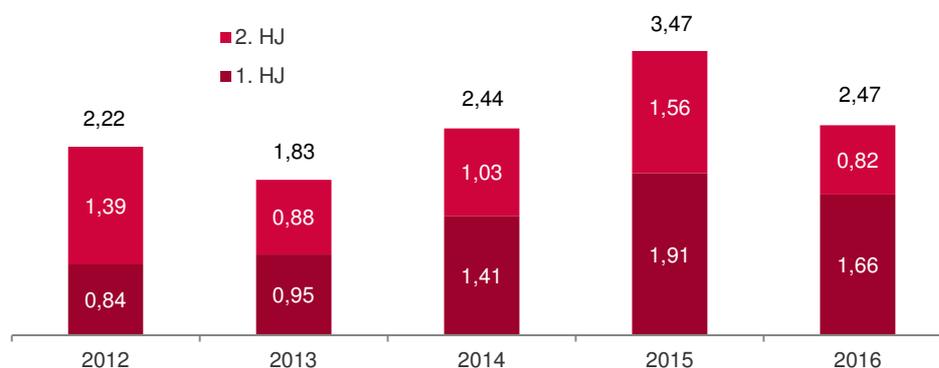
GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016
Umsatzerlöse	1,83	2,44	3,47	2,47
EBITDA (Marge)	-0,19 (neg.)	0,49 (20,2%)	1,03 (29,7%)	-0,11 (neg.)
EBIT (Marge)	-0,42 (neg.)	0,11 (4,4 %)	0,64 (18,4%)	-0,41 (neg.)
Periodenergebnis	-0,24	0,52	0,46	-0,31
EPS in €	-0,11	0,24	0,22	-0,13

Quelle: artec, GBC

Entwicklung der Umsatzerlöse

Die Geschäftsentwicklung der artec technologies AG (artec) war über das gesamte GJ 2016 hinweg von einer starken Konzentration auf die Fortentwicklung des Produktportfolios geprägt, was dem Unternehmen eine aussichtsreiche Positionierung für ein hohes Wachstum in den kommenden Jahren verschafft. Dabei war das GJ 2016 insbesondere im 2. HJ 2016 von den Entwicklungsprojekten geprägt. Zwar lagen die Umsatzerlöse bereits im 1. HJ 2016 mit 1,66 Mio. € um 13,2 % unterhalb des Vorjahresniveaus, wobei jedoch zu berücksichtigen ist, dass die Halbjahresentwicklung so zu erwarten war, da im Vorjahreszeitraum ein sehr starker Softwareanteil verzeichnet wurde, der so nicht wiederholt werden konnte. Vielmehr war der Umsatzmix im 1. HJ 2016 stärker von Hardwarekomponenten dominiert.

Historische Umsatzentwicklung nach Halbjahren (in Mio. €)



Quelle: artec, GBC

Das 2. HJ 2016 fiel mit einem Umsatz von 0,82 Mio. € deutlich schwächer aus. Der Hintergrund dessen ist die Konzentration auf die Fortentwicklung der Softwareplattformen MULTIEYE (Videosicherheit) sowie XENTAURIX (Broadcast), was die Kapazitäten im Unternehmen stark gebunden hat und damit Neuaufträge zum Teil nicht angenommen werden konnten. Die verstärkten Anstrengungen waren jedoch notwendig, um die technologische Positionierung des Unternehmens auf ein nochmals höheres Niveau zu heben und die führende Wettbewerbsposition zu festigen. Bei der operativen Entwicklung im 2. HJ ist auch zu berücksichtigen, dass ein Großprojekt in Katar noch nicht abgeschlossen wurde.

Das Projekt in Katar ist Ausgangspunkt und Blaupause für die Cloud. Der Großauftrag im siebenstelligen Eurobereich eines weltweit führenden TV-Senders für Sportveranstaltungen umfasste ein komplettes TV-Monitoring und Content Analysesystem für 350 TV-Kanäle. Die Herausforderung für artec bestand dabei vor allem in der Umsetzung der Echtzeitanalyse im XENTAURIX-System außerhalb der stabilen europäischen Infrastruktur, wofür entsprechende Entwicklungsaufwendungen notwendig waren. Mit der Umsetzung hat artec ein klares Leuchtturmprojekt erstellt. Neben den zu erwartenden Folge-

aufträgen nutzt artec die Erfahrung um das bisher insbesondere zu Testzwecken betriebene Datacenter zu erweitern und die Leistungen künftig in der Cloud anbieten zu können.

Das Resultat ist eine komplett neue Cloud-Plattform für TV- und Online-Analysen, welche Echtzeitanalysen für über 300 europäische TV-Sender ermöglicht. Dabei ist aber nicht nur die Dokumentierung, Archivierung und Recherche möglich, sondern auch die Einbindung von Sentiment-Analysen über Zielgruppen aus sozialen Netzwerken. Basis dieser Leistungen ist das automatisierte Erkennen von Bildern, Texten, Gesichtern, Objekten und Metadaten aus unterschiedlichen Quellen. Darauf ist artec seit mehr als 10 Jahren spezialisiert.

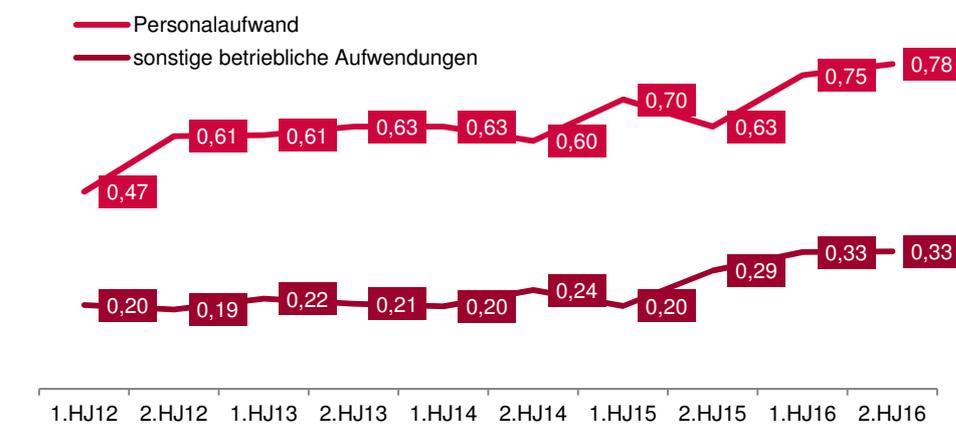
Dass die Weiterentwicklung von XENTAURIX und die Ausweitung des Angebots auf eine Software-as-a-Service-Lösung (SaaS) am Markt angenommen wird, machte die Gewinnung eines internationalen Medienkonzerns als Ankerkunden im April 2017 deutlich. Dies sollte sich positiv auf die weiteren Vertriebsaktivitäten für die neue Lösung auswirken. Mit der erweiterten Funktionalität wurde auch die Zielgruppe nochmals ausgeweitet. Waren bislang insbesondere TV-Sender wichtigster Adressat, kommen nunmehr z.B. auch Rechteinhaber, Medienanstalten und Werbeagenturen in Betracht, die Nutzungsrechte an ihren eigenen Inhalten besser überwachen möchten. Auch die Werbeindustrie kann von diesen Diensten profitieren.

Insgesamt hat artec mit 2,47 Mio. € einen deutlichen Umsatzrückgang um 28,7% hinnehmen müssen, was sich auch auf der Ergebnisseite niedergeschlagen hat. Dabei ist zu betonen, dass artec – wie die erste Kundenresonanz bestätigt – auf einem guten Weg ist, sich neben dem soliden Projektgeschäft (Sicherheit, Broadcast) einen chancenreichen und skalierbaren Geschäftsbereich aufzubauen.

Ergebnisentwicklung

Auch die Ergebnisentwicklung war von der Entwicklungsoffensive im GJ 2016 geprägt. Vor allem im Personalbereich sind die Effekte sichtbar. Zum einen wurde der Personalbestand weiter auf 27 Mitarbeiter aufgestockt, zum anderen fielen zahlreiche Überstunden an. Somit lag der Personalaufwand im GJ 2016 um 15,7% über dem Vorjahresniveau.

Entwicklung wichtiger Kostenpositionen nach Halbjahren (in Mio. €)

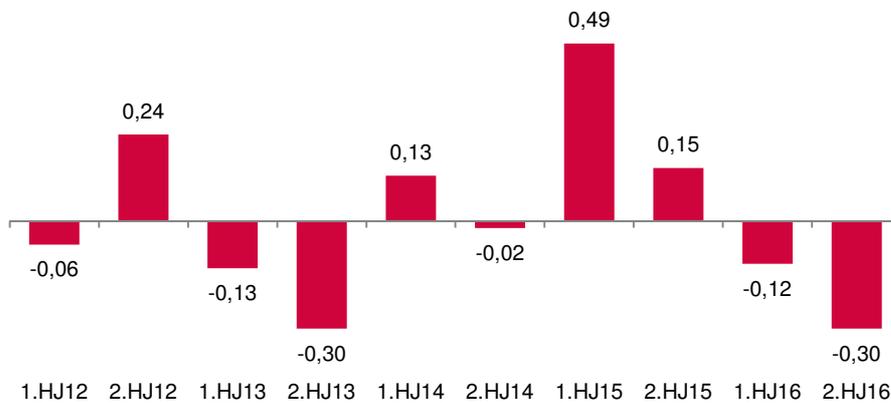


Quelle: artec, GBC

Auch in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen schlug sich die Entwicklungsaktivität nieder. So wurden Teile der Entwicklungsarbeit an externe Teams vergeben, was sich entsprechend in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen abbildet. Nicht zuletzt mussten mit der Weiterentwicklung von MULTIEYE und XENTAURIX und der Abbildung der Software als SaaS-Lösung für internationale Kunden auch rechtliche Fragestellungen gelöst werden, wofür spezialisierte Anwälte beauftragt wurden. Insgesamt lagen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen in 2016 damit um 36,1% über dem Vorjahresniveau.

In der Konsequenz der beiden Effekte – reduzierte Umsatzerlöse und erhöhte operative Kosten – war auf der Ergebnisebene eine deutliche Reduktion gegenüber 2015 zu verzeichnen. So wurde beim EBIT ein Wert von -0,41 Mio. € erwirtschaftet, nachdem in 2016 noch ein klar positiver Wert von 0,64 Mio. € zu Buche stand. Wie in der halbjährlichen Darstellung sichtbar wird, betraf die Belastung vor allem das 2. HJ.

EBIT-Entwicklung nach Halbjahren (in Mio. €)



Quelle: artec, GBC

Bilanzielle und finanzielle Situation

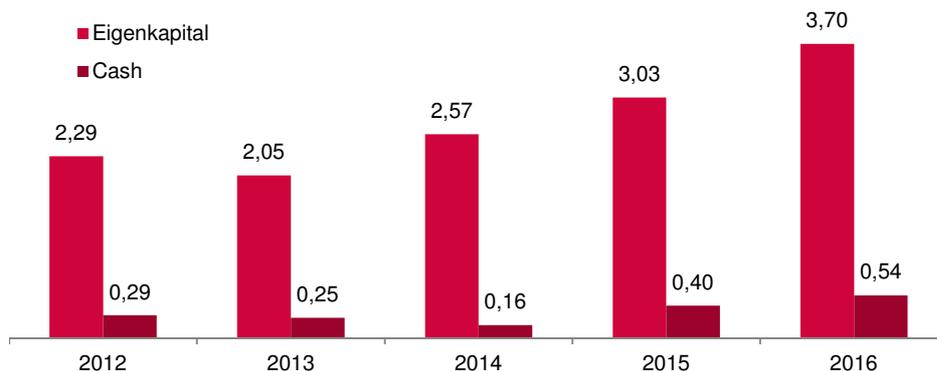
in Mio. €	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
Eigenkapital	2,05	2,57	3,03	3,70
EK-Quote (in %)	86,6%	84,1%	92,1%	95,8%
Liquide Mittel*	0,25	0,16	0,40	0,54
Finanzverbindlichkeiten	0,12	0,22	0,00	0,00
Nettoliquidität	-0,14	0,06	-0,40	-0,54
Working Capital	0,35	0,62	0,67	0,76

Quelle: artec, GBC; *inkl. Forderungen aus Gesellschafterdarlehen

Bilanziell ist artec unverändert sehr stabil aufgestellt. Das Eigenkapital lag zum Ende des GJ 2016 bei 3,70 Mio. € und damit trotz des erzielten Verlusts klar über dem Vorjahresniveau. Die Eigenkapitalquote belief sich auf 95,8%. Dabei greift das Unternehmen derzeit auf keinerlei Bankenfinanzierung zurück und verfügte zum Stichtag über einen Cashbestand in Höhe von 0,54 Mio. €.

Hintergrund der weiteren Verbesserung des Eigenkapitals war eine im März 2016 durchgeführte Kapitalerhöhung, wobei 215.000 neue Aktien zu einem Preis von 4,60 € ausgegeben wurden. Entsprechend flossen dem Unternehmen dabei 0,99 Mio. € an liquiden Mitteln zu, welche vor allem zur Weiterentwicklung der Softwarelösungen verwendet wurden.

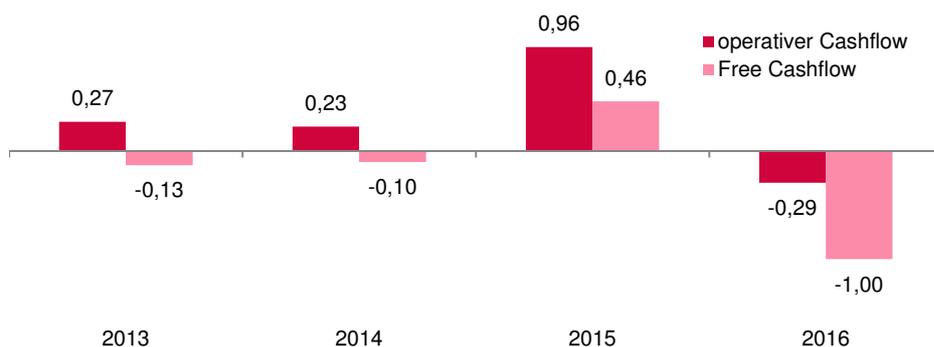
Entwicklung des Eigenkapitals und des Cashbestandes (in Mio. €)



Quelle: artec, GBC

Die Entwicklung des operativen Cashflows spiegelte die Ergebnisentwicklung und die operativen Aufwendungen wider. Zudem investierte artec auch verstärkt in Hardware, um die gesteigerten Leistungsanforderungen des erweiterten XENTAURIX-Systems und dem neuen Cloud-Angebot abbilden zu können.

Entwicklung des operativen Cashflows und des Free Cashflows (in Mio. €)



Quelle: artec, GBC

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Softwareprodukte verfügen über vielfältige Anwendungsgebiete • Starke internationale Nachfrage wird adressiert • Starke Kundenbindung nach einmaliger Installation durch hohen Wechselaufwand • Bereits heute namhafte Großkunden in beiden Segmenten • Gut gefüllte Projektpipeline für die kommenden Jahre • Starke Bilanz mit hoher Eigenkapitalquote und keiner Bankverschuldung 	<ul style="list-style-type: none"> • Geschäft ist stark abhängig von Projektakquisitionen und Großkunden • Momentan nahezu am Kapazitätslimit • Videoüberwachungsmarkt sehr auf den deutschen Markt fokussiert • Relativ geringe Unternehmensgröße • Geringer Free-Float und niedriges Handelsvolumen in der Aktie
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Mit dem Ausbau des Vertriebs und des Entwicklungsteams sind große Umsatz- und Ergebnissprünge möglich • Einmal installierte Mediasysteme können für artec kostenneutral erweitert werden und bringen zusätzliches Upselling-Potenzial • Das Bedürfnis nach Sicherheitslösungen wächst vor dem Hintergrund steigender internationaler Bedrohungen • Die steigenden internationalen Bandbreiten eröffnen heute ganz neue Nutzungsmöglichkeiten der Softwarelösungen von artec • Der Aufbau des Cloud-Geschäfts eröffnet zusätzliches Wachstumspotenzial 	<ul style="list-style-type: none"> • Andere Unternehmen könnten ähnliche technologische Lösungen auf den Markt bringen und das Alleinstellungsmerkmal von artec auflösen • Es könnten nicht ausreichend personelle Kapazitäten gefunden werden, um die starken Wachstumspläne umzusetzen • artec könnte mit technologischen Weiterentwicklungen nicht Schritt halten können, womit die Produkte an Attraktivität verlieren • Die Ausweitung des Vertriebs auf den internationalen Markt könnte nicht die gewünschten Erfolge bringen und so das Umsatzwachstum hemmen

Prognosen und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017e (alt)	GJ 2017e (neu)	GJ 2018e (alt)	GJ 2018e (neu)	GJ 2019e (neu)
Umsatzerlöse	2,47	6,00	2,45	7,00	3,20	5,00
EBITDA (Marge)	-0,11 (neg.)	2,25 (37,5%)	-0,14 (neg.)	2,60 (37,2%)	0,41 (12,8%)	1,53 (30,5%)
EBIT (Marge)	-0,41 (neg.)	1,80 (30,0%)	-0,47 (neg.)	2,13 (30,5%)	0,06 (1,9%)	1,15 (23,0%)
Konzernjahresüberschuss	-0,31	1,30	-0,33	1,54	0,17	1,13
EPS in €	-0,13	0,60	-0,14	0,65	0,07	0,48

Quelle: artec, GBC

Umsatzprognosen

Segment Media & Broadcast

Mit der Weiterentwicklung von XENTAURIX über das Jahr 2016 hinweg hat artec nochmals einen deutlichen Schritt nach vorne unternommen, was die Leistungsfähigkeit und Funktionalität der Software anbelangt. Inzwischen ist XENTAURIX ein Produkt zur vollständigen TV-, Web-TV- und Radio-Analytik. Dabei werden alle denkbaren Quellen genutzt, um Daten zu sammeln. Dank der neu entwickelten Encoder-Technik lassen sich zudem verschiedene Analyseverfahren wie Fingerprint-Analysen zur Erkennung von urheberrechtlich geschützten Inhalten, semantische Analysen unter Einbindung von sozialen Netzwerken, Bilderkennungen etc. bewerkstelligen. Dabei kann das System in Echtzeit arbeiten und auch als Cloud-Lösung angeboten werden, so dass Kunden keine eigene Hardware-Infrastruktur mehr bereitstellen müssen.

Mit der Weiterentwicklung von XENTAURIX wird auch ein deutlich erweiterter Kundenkreis angesprochen, was das mittel- und langfristige Kundenpotenzial merklich erhöhen sollte. Neben TV-Sendern kommen nunmehr z.B. auch Rechteinhaber, Medienanstalten und Werbeagenturen in Betracht, die Nutzungsrechte an ihren eigenen Inhalten besser überwachen möchten. Auch die Werbeindustrie kann von diesen Diensten profitieren.

Allerdings wird sich das Umsatzmodell der artec durch das Cloud-Angebot auch verändern. War das Geschäft in der Vergangenheit überwiegend vom Projektgeschäft geprägt, werden die Bezahlmodelle im Zuge der Cloudlösung mehr als Mietmodelle abgerechnet werden. Dies hat im Wesentlichen zwei Effekte. Zum einen wird das absolute Umsatzniveau zunächst beeinträchtigt werden, da weniger Projekterträge in großem Umfang erzielt werden. Vielmehr werden über die Mietzahlungen jährliche Beträge in entsprechend kleinerer Größenordnung erhalten werden. Zum anderen handelt es sich jedoch bei den Mieterträgen um wiederkehrende Umsätze, da die Nutzungsverträge langfristig geschlossen werden.

Insofern wird sich bei artec in den kommenden Jahren eine Stabilisierung des Umsatzniveaus einstellen, das deutlich weniger von großen Projektaufträgen abhängig ist als bisher. Durch die Umstellung auf das Mietmodell wird das Umsatzniveau jedoch auf der anderen Seite absolut betrachtet zunächst flacher verlaufen. Mittel- und langfristig sollte sich die Stabilisierung der Umsatzerlöse jedoch sehr positiv auswirken und für eine verbesserte Planbarkeit sorgen.

Segment Videosicherheit

Im Segment Videosicherheit plant artec ebenfalls Veränderungen. Insbesondere soll eine Fokussierung der Kundengruppe erfolgen und zukünftig vornehmlich Behörden mit Sicherheitsaufgaben (BOS) adressiert werden. Hintergrund dessen ist, dass dieser Be-

reich deutlich weniger wettbewerbsintensiv ist als z.B. der Markt für Kunden aus der Industrie. Hier sind vor allem asiatische Anbieter in den vergangenen Jahren auf den Markt gedrängt und haben die Preisniveaus gesenkt. Im BOS-Bereich sind die Anforderungen für Auftragsvergaben höher, wodurch artec sich gegenüber Wettbewerbern besser behaupten kann. Gleichzeitig sind die erzielbaren Preisniveaus höher. Auf der anderen Seite sind Auftragsvergaben im öffentlichen Bereich meist langwierig, dafür aber auch mit hohen wiederkehrenden Effekten im Falle der Auftragsgewinnung verbunden. Insofern erwarten wir auch für den Bereich Videosicherheit eine verlangsamte Wachstumsdynamik, jedoch einhergehend mit einer zunehmenden Umsatzstabilität über die kommenden Jahre.

Durch den geplanten weiteren Ausbau des Projektgeschäfts mit dem Fokus auf renditeträchtigeren und geringvolumigeren Aufträgen erhöhen sich zudem die Umsatzerlöse aus Service-Leistungen. Diese haben einen wiederkehrenden Charakter und tragen somit zusätzlich zur Umsatzstabilisierung bei.

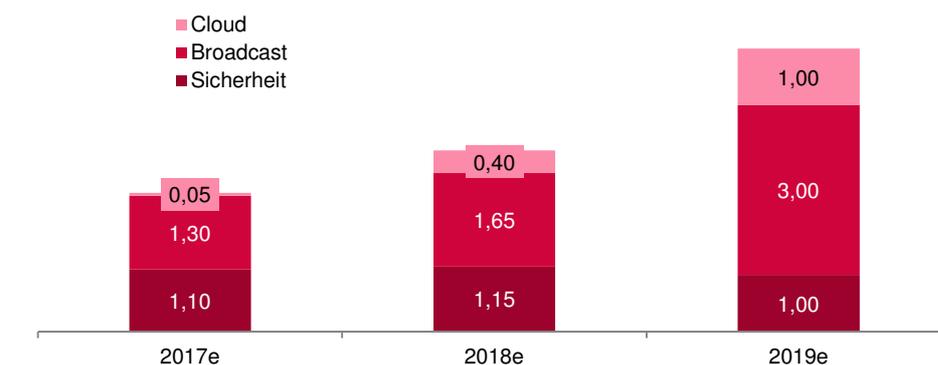
Segmentumsätze

Im Segment Broadcast erwarten wir für das GJ 2017 einen Umsatz in Höhe von 1,30 Mio. €. Wenngleich das Angebot im Bereich Broadcast auf Cloud-Lösungen ausgeweitet wurde, wird artec unverändert Einzelprojekte anbieten und damit Umsatzerlöse generieren. Hintergrund dessen ist die hohe Vielfältigkeit der Einsatzmöglichkeiten des XE-NTAURIX-Systems. Insofern werden auch in Zukunft Projekte mit individuellen Anpassungsanforderungen eine wichtige Rolle spielen.

Jedoch gehen wir davon aus, dass ein zunehmender Teil der Kunden auf die Cloud-Lösung des Unternehmens zurückgreifen wird. Hierbei ist aus heutiger Sicht schwer einzuschätzen, wie sich die Entwicklung darstellen wird bzw. wie hoch die Umsatzgrößen hieraus zu erwarten sind. Hintergrund ist, dass das Cloud-Geschäft als Mietmodell betrieben wird, wobei Kunden - je nach gebuchter Lösung - monatliche Beiträge bezahlen. Wir erwarten, dass sich die monatlichen Beiträge eines Kunden – je nach Leistungsumfang – zwischen 1.000 € und 15.000 € bewegen werden.

Um dieser Unsicherheit gerecht zu werden, haben wir die Umsatzprognosen für das Cloud-Geschäft zunächst äußerst konservativ gestaltet. So nehmen wir in unseren Prognosen für 2017 einen Umsatz von lediglich 0,05 Mio. € an. Dieser dürfte durch den Anfang des Jahres gewonnenen ersten Kunden für die Cloud bereits abgedeckt sein. Für die Folgejahre 2018 und 2019 gehen wir dann von einer dynamischen Umsatzvervielfachung auf 0,40 Mio. € sowie 1,00 Mio. € aus.

Erwartete Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: GBC

In unseren Prognosen haben wir jedoch den klassischen Projektumsatz mit dem XENTAURIX-System als tragende Umsatzstütze beibehalten. Für die Folgejahre erwarten wir in diesem Bereich eine dynamische Umsatzentwicklung. Erreicht werden soll dies durch den Vertrieb der in 2016 deutlich weiterentwickelten Plattform XENTAURIX. Dem Unternehmen ist es gelungen, diese technologisch auf ein neues Niveau zu heben und zudem die Benutzerfreundlichkeit und das Design zu verbessern, was sich insgesamt positiv auf die Nachfrage auswirken sollte. Zudem hat artec in den vergangenen Jahren bereits bewiesen, dass auch große Projekte technologisch dargestellt werden können. Darüber hinaus sollte auch hier zunehmend eine Stabilisierung der Umsatzniveaus eintreten, was mit steigenden Wartungs- und Serviceumsätzen in Zusammenhang steht. Diese sollten mit zunehmender Anzahl an abgewickelten Aufträgen entsprechend anwachsen.

Für das Segment Sicherheit rechnen wir für 2017 mit einem Umsatz von 1,10 Mio. €. Für die kommenden Jahre erwarten wir dann eine Umsatzstabilisierung in der gleichen Größenordnung. Durch den stärkeren Fokus auf Behörden und Organisationen mit Sicherheitsaufgaben (BOS) sollte es dem Unternehmen gelingen, eine Stabilisierung zu erreichen. Auch hier haben wir die Prognosen konservativ angesetzt. Bei erfolgreicher Etablierung als Anbieter im BOS-Bereich sind auch deutlich höhere Umsatzniveaus denkbar.

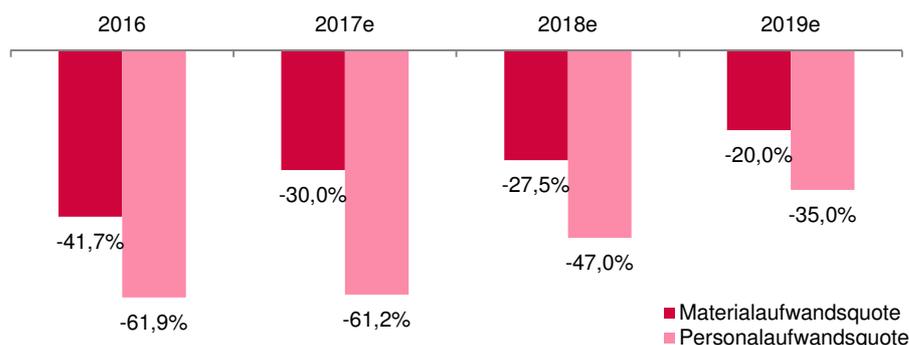
Insgesamt erwarten wir für 2017 einen Umsatz auf Vorjahresniveau. Die Effekte der strategischen Neuausrichtung, v.a. im Bereich Vertrieb und auf Produktebene, sollten vor allem in den Jahren 2018 und danach sichtbar werden. Für die kommenden Jahre gehen wir daher von Umsatzsteigerungen auf 3,20 Mio. € in 2018 und 5,00 Mio. € in 2019 aus.

Gegenüber unseren bisherigen Umsatzprognosen haben wir damit eine deutliche Reduktion vorgenommen. Hintergrund ist dabei vor allem die Umstellung des Geschäftsmodells, welche zunächst das Wachstum bremst. Mittelfristig sollte dies jedoch zu einer spürbaren Stabilisierung der Erlöse beitragen, einhergehend mit einer verbesserten Planbarkeit und Skalierbarkeit der Umsätze.

Ergebnisprognosen

Durch ein höheres Geschäftsvolumen sollten sich zukünftig deutliche Skaleneffekte ergeben. Dadurch sollte artec mittelfristig unverändert zweistellige Ergebnismargen erreichen können. Gegenüber unseren bisherigen Planungen haben wir jedoch zunächst deutliche Adjustierungen vorgenommen. Diese hängen im Wesentlichen mit der Umstellung auf das Cloud-Geschäft und den damit verbunden zunächst niedrigen Umsatzerlösen als bislang erwartet zusammen. Zudem geht die Umstellung zunächst mit Investitionen einher, unter anderem im Personalbereich.

Erwartete Entwicklung der Kostenquoten (in %)



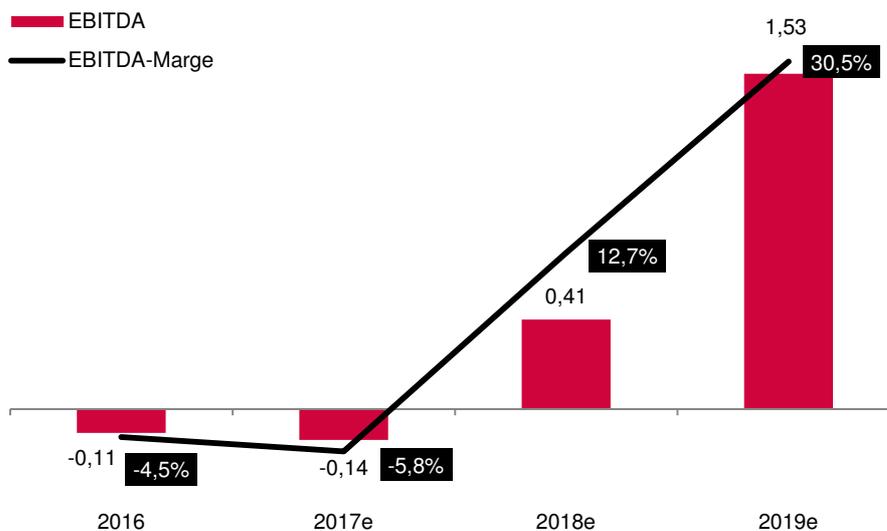
Quelle: GBC

Mittelfristig sollte dies jedoch zu einer deutlichen Ausweitung der Ergebnismargen führen, da das Cloud-Geschäft stark skalierbar ist. Somit rechnen wir zukünftig auch wieder mit deutlich abnehmenden Personalaufwandsquoten. Ebenso gehen wir aufgrund des sich verändernden Produktmixes von geringeren Materialaufwandsquoten aus, da wir erwarten, dass sich der Umsatzanteil mit XENTAURIX-Lösungen erhöhen wird. Diese sind im Vergleich zu den MULTIEYE-Produkten weniger materialintensiv, vor allem im Cloud-Bereich. Das sollte sich entsprechend positiv auf die Kostenquoten auswirken. Zudem sollte sich der im Projektgeschäft verstärkte Fokus auf renditeträchtigere Aufträge positiv auf die Kostenquoten- und die Margenentwicklung auswirken.

Da wir für das Geschäftsjahr 2017 zum einen von einer Umsatzstabilisierung und zum anderen von Infrastrukturinvestitionen zum Aufbau des Cloud-Geschäfts ausgehen, erwarten wir entgegen unserer bisherigen Prognosen ein leicht negatives EBITDA.

Für das Geschäftsjahr 2018 und die Folgejahre rechnen wir dann mit einer deutlichen Verbesserung der Rentabilität, insbesondere aufgrund einer erwarteten positiven Umsatzentwicklung im Broadcast- und Cloud-Bereich in Verbindung mit Skaleneffekten. Bereits für 2018 erwarten wir somit ein EBITDA von 0,41 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 12,7% entspricht. Für 2019 rechnen wir mit einem weiteren Anstieg des EBITDA auf 1,53 Mio. € und einer EBITDA-Marge von 30,5%.

Erwartete Entwicklung des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: GBC

Auf Nettoebene sollte vor den genannten Hintergründen bereits in 2018 wieder ein positiver Jahresüberschuss in Höhe von 0,17 Mio. € erreichbar sein, gefolgt von einer sehr dynamischen Entwicklung in den Folgejahren.

Bei den Ergebnisprognosen ist ebenfalls zu berücksichtigen, dass wir die Umsatzprognosen bewusst konservativ gestaltet haben. Sollte sich das Cloud-Geschäft schneller als erwartet etablieren oder die Auftragslage in Folge der guten Referenzprojekte insgesamt weiter anziehen, sind auch höhere Umsatzerlöse und damit auch Ergebnisse möglich. Die von uns dargestellten Prognosen sehen wir vor diesem Hintergrund als Minimalziele an.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die artec technologies AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2017 bis 2019 in Phase 1, erfolgt von 2020 bis 2024 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 10,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 35,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 28,0 % 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 artec technologies 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 % (zuvor: 0,50 %).**

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 1,77 (unverändert)

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,0% (bisher: 10,2%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 11,0% (bisher: 10,2%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 11,0 % errechnet. **Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018 entspricht als Kursziel 6,45 €.**

DCF-Modell

artec technologies AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	10,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	35,0%	ewige EBITA - Marge	30,4%
AFA zu operativen Anlagevermögen	18,0%	effektive Steuerquote im Endwert	28,0%
Working Capital zu Umsatz	19,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	2,45	3,20	5,00	5,50	6,05	6,66	7,32	8,05	
US Veränderung	-1,0%	30,6%	56,3%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,37	1,65	2,42	2,51	2,75	3,17	3,81	4,53	
EBITDA	-0,14	0,41	1,53	1,93	2,12	2,33	2,56	2,82	
EBITDA-Marge	-5,8%	12,8%	30,5%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	
EBITA	-0,47	0,06	1,15	1,55	1,72	1,93	2,18	2,47	
EBITA-Marge	-19,0%	1,9%	23,0%	28,2%	28,5%	29,1%	29,8%	30,7%	30,4%
Steuern auf EBITA zu EBITA	0,14	0,11	-0,32	-0,43	-0,48	-0,54	-0,61	-0,69	
EBI (NOPLAT)	-0,33	0,17	0,83	1,12	1,24	1,39	1,57	1,78	
Kapitalrendite	-13,7%	7,8%	32,9%	37,4%	38,3%	41,6%	46,7%	53,7%	54,4%
Working Capital (WC)	0,43	0,58	0,93	1,05	1,15	1,26	1,39	1,53	
WC zu Umsatz	17,6%	18,0%	18,6%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Investitionen in WC	0,33	-0,15	-0,36	-0,12	-0,10	-0,11	-0,13	-0,14	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	1,79	1,94	2,06	2,19	2,20	2,10	1,92	1,78	
AFA auf OAV	-0,33	-0,35	-0,38	-0,37	-0,39	-0,40	-0,38	-0,35	
AFA zu OAV	18,2%	18,1%	18,2%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	
Investitionen in OAV	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,40	-0,30	-0,20	-0,20	
Investiertes Kapital	2,22	2,51	2,99	3,24	3,35	3,37	3,31	3,31	
EBITDA	-0,14	0,41	1,53	1,93	2,12	2,33	2,56	2,82	
Steuern auf EBITA	0,14	0,11	-0,32	-0,43	-0,48	-0,54	-0,61	-0,69	
Investitionen gesamt	-0,16	-0,64	-0,86	-0,62	-0,50	-0,41	-0,33	-0,34	
Investitionen in OAV	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,40	-0,30	-0,20	-0,20	
Investitionen in WC	0,33	-0,15	-0,36	-0,12	-0,10	-0,11	-0,13	-0,14	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-0,16	-0,12	0,35	0,88	1,13	1,37	1,62	1,79	19,30

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	13,42	15,01
Barwert expliziter FCFs	4,11	4,68
Barwert des Continuing Value	9,31	10,33
Nettoschulden (Net debt)	-0,37	-0,25
Wert des Eigenkapitals	13,79	15,26
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	13,79	15,26
Ausstehende Aktien in Mio.	2,37	2,37
Fairer Wert der Aktie in EUR	5,83	6,45

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,77
Eigenkapitalkosten	11,0%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	24,3%
WACC	11,0%

Kapitalrendite	WACC				
	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%
52,4%	7,08	6,66	6,29	5,96	5,67
53,4%	7,18	6,75	6,37	6,04	5,74
54,4%	7,28	6,84	6,45	6,11	5,81
55,4%	7,37	6,93	6,54	6,19	5,88
56,4%	7,47	7,02	6,62	6,27	5,95

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: (4,5a,5b,6a,10,11)

§ 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 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.
- b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers der Finanzanalyse.
- (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, Kristina Bauer, Email: bauer@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) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellv. Chefanalyst
Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

§ 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