

## artec technologies AG\*<sup>4,5a,5b,6a,10,11</sup>

**Rating: KAUFEN**

**Kursziel: 6,25 €  
(bisher 6,45 €)**

Aktueller Kurs: 3,40  
14.11.2017 / ETR

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005209589  
WKN: 520958  
Börsenkürzel: A6T

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 2,365  
Marketcap<sup>3</sup>: 8,04  
Enterprise Value<sup>3</sup>: 8,04  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 35,00 %

Transparenzlevel:  
Scale

Marktsegment:  
Freiverkehr

Rechnungslegung:  
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:  
ICF Kursmakler

### Analysten:

Marcel Goldmann  
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 8

Fertigstellung/Veröffentlichung  
14.11.2017/15.11.2017

### 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 Softwarelösungen zur Erfassung, Übertragung, Aufzeichnung, Verarbeitung und Analyse von Video-, Audio- und Metadaten. Die entwickelten Gesamtlösungen von artec finden Anwendung im Bereich der Videosicherheit, Video Monitoring, Produktion, Training/Simulation, 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	2,10	3,20	5,00
EBITDA	-0,11	-0,41	0,08	1,53
EBIT	-0,41	-0,73	-0,27	1,15
Jahresergebnis	-0,31	-0,51	-0,12	1,13

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,13	-0,22	-0,05	0,48
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

### Kennzahlen

EV/Umsatz	3,25	3,83	2,51	1,61
EV/EBITDA	neg.	neg.	100,49	5,25
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	6,99
KGV	neg.	neg.	neg.	7,12
KBV		3,40		

### Finanztermine

5. Oktober Deutsche Börse Cash Market  
November Deutsches Eigenkapitalforum

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
19.06.2017: RS / 6,45 / KAUFEN  
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](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

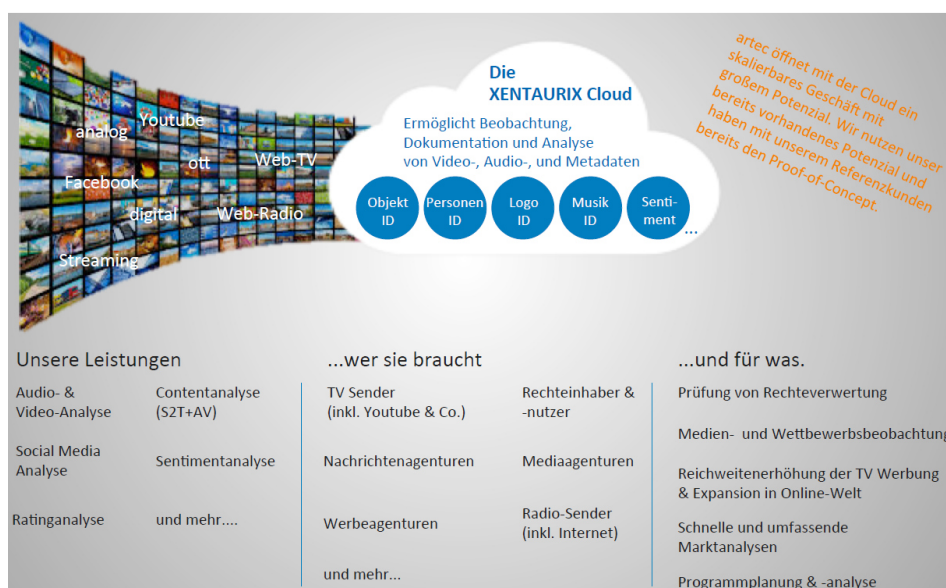
## Neupositionierung als BOS-Spezialist und Cloud-Dienstleister fortgesetzt und im Erfolgsfall mit einem 2019er KGV von unter 10 günstig bewertet; 1. HJ 17 operativ schwach; 2. HJ 17 deutlich positiver erwartet

### Geschäftsentwicklung im 1. HJ 2017

GuV (in Mio. €)	1. HJ 2015	1. HJ 2016	1. HJ 2017
Umsatzerlöse	1,91	1,66	0,60
EBITDA (Marge)	0,68 (35,6%)	0,04 (2,4%)	-0,41 (neg.)
EBIT (Marge)	0,49 (25,7%)	-0,12 (neg.)	-0,57 (neg.)
Periodenergebnis	0,34	-0,11	-0,59
EPS in €	0,16	-0,05	-0,25

Quelle: artec AG; GBC AG

Die artec technologies AG (artec) hat sich in den letzten 12 bis 18 Monaten strategisch neu positioniert. Im Sicherheitsbereich (MULTIEYE) fokussiert sich das Unternehmen mit seinen Produkt- und Softwarelösungen verstärkt auf Behörden und Organisationen mit Sicherheitsaufgaben (BOS). In der zweiten Sparte, Media & Broadcast (XENTAURIX), hat sich die Gesellschaft darauf konzentriert, das Produktportfolio zunehmend als Cloud-Lösung (SaaS, Mietsoftware) anzubieten.

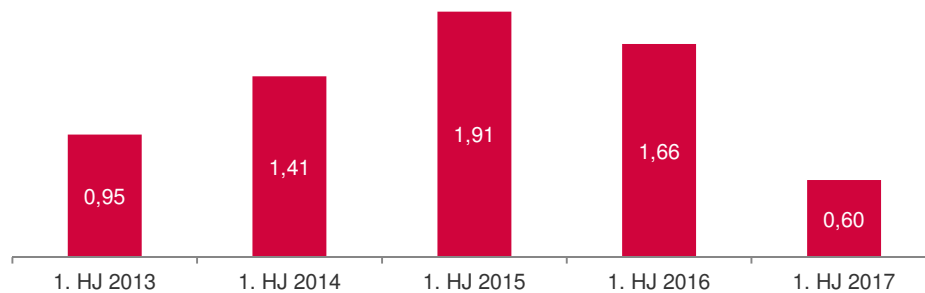


Quelle: artec AG; GBC AG

Das traditionelle Projektgeschäft der artec soll unserem Erachten nach in beiden Geschäftsbereichen nur noch betrieben werden, wenn hierdurch die personellen Ressourcen des Konzerns nicht zu stark beansprucht werden und sich der Auftrag als besonders renditeträchtig erweist.

Die Geschäftsentwicklung in den ersten sechs Monaten war geprägt von der Weiterentwicklung der MULTIEYE- und der XENTAURIX-Plattform, sowie dem Aufbau des Cloud-Bereichs (Infrastruktur, Erweiterung der Cloud-Kapazitäten). Diese Entwicklungsmaßnahmen haben zu einer starken Personalbindung geführt und sich damit negativ auf die Umsatzentwicklung ausgewirkt, da hierdurch weniger Aufträge angenommen werden konnten. So fiel der Umsatz im ersten Halbjahr um 63,9% auf 0,60 Mio. € (VJ: 1,66 Mio. €). Der Umsatzmix im 1. HJ 2017 war insgesamt sehr stark von Softwarekomponenten geprägt.

### Entwicklung der Umsatzerlöse auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: artec AG; GBC AG

Unabhängig von der Umsatzentwicklung hat sich artec in den letzten Monaten qualitativ weiterentwickelt und damit seine hervorragende technologische Marktposition gefestigt. So wurde bspw. die XENTAURIX-Plattform um TV- und -Radiosender, Web-TV und Videoquellen aus sozialen Medien erweitert. Durch die technologische Fortentwicklung wurde eine gute Basis für ein nachhaltiges profitables Wachstum gelegt. Insbesondere die Erweiterung der XENTAURIX -Plattform um einen Cloud-Service sollte sich mittelfristig für das Unternehmen besonders auszahlen, da bei der Datenanalyse von Bewegtbildern zunehmend auf Cloud-Lösungen zurückgegriffen wird und Cloud-Dienste allgemein als margenstark gelten. Darüber hinaus kann die Gesellschaft durch ein Angebot von Cloud-Lösungen wiederkehrende Umsätze generieren, da solche Leistungen über einen Zeitraum von bspw. mehr als 12 Monate abgerechnet werden können. Umsätze in diesem Segment sollten sich auch als besonders renditestark erweisen, da für ein solches Angebot von artec nur ein geringfügiger Materialeinsatz geleistet werden muss.

Auf Kundenebene konnte das Unternehmen im laufenden Geschäftsjahr neben mehreren Kleinkunden bereits einen ersten Großkunden, einen internationalen Medienkonzern, im Cloud-Segment gewinnen. Zudem befindet sich die Gesellschaft in diesem Bereich in weiteren Gesprächen und sollte hierbei in dem neuen Segment den Kundenstamm zukünftig weiter ausbauen können.

Aufgrund des margenstärkeren Produktmixes stieg die Rohmarge in den ersten sechs Monaten im Vergleich zum Vorjahr auf 70,5% (VJ: 62,2%) und konnte damit deutlich gesteigert werden. Insgesamt sank, insbesondere aufgrund des geringeren Umsatzvolumens, das operative Ergebnis (EBITDA) im Vergleich zum Vorjahr auf -0,41 Mio. € (VJ: 0,04 Mio. €).

### Prognosen und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2017 (alt)	GJ 2017e (neu)	GJ 2018e (alt)	GJ 2018 (neu)	GJ 2019e
Umsatzerlöse	2,45	2,10	3,20	3,20	5,00
EBITDA (Marge)	-0,14 (neg.)	-0,41 (neg.)	0,41 (12,8%)	0,08 (2,6%)	1,53 (30,5%)
EBIT (Marge)	-0,47 (neg.)	-0,73 (neg.)	0,06 (1,9%)	-0,27 (neg.)	1,15 (23,0%)
Konzernjahresüberschuss	-0,33	-0,51	0,17	-0,12	1,13
EPS in €	-0,14	-0,22	0,07	-0,05	0,48

Quelle: GBC AG

Durch die im 1. HJ 2017 vorgenommenen Produktentwicklungen hat die artec AG unseres Erachtens ihre Position als eines der technologisch führenden Unternehmen im Bereich Datenanalyse, insbesondere von Bewegtbildern, gefestigt. Nachdem der Umsatz im 1. HJ 2017 schwächer als erwartet ausgefallen war, rechnen wir mit einem deutlich stärkeren 2. HJ. Hierzu soll zum einen ein starkes Jahresendgeschäft beitragen, da Kunden – wie üblich- in den Bereichen Media & Broadcast noch ihre Jahresbudgets ausschöpfen wollen. Zudem erwarten wir noch den ein oder anderen Großauftrag. Auf-

grund des schwachen 1. HJ 2017 erwarten wir nun aber ein geringeres Umsatzvolumen in Höhe von 2,10 Mio. €, nachdem wir zuvor von 2,45 Mio. € ausgegangen waren.

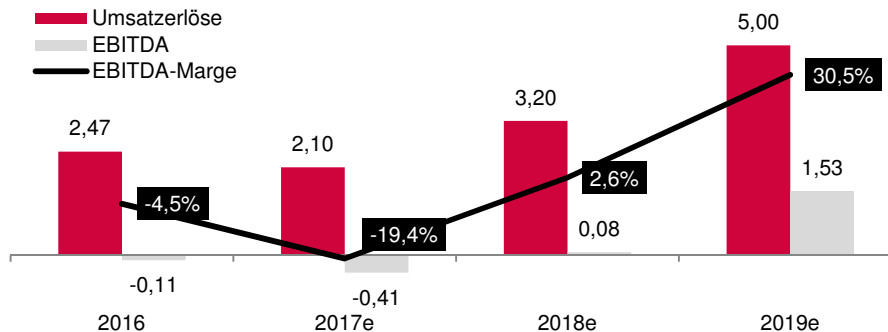
In den kommenden Jahren sollten die zuvor beschriebenen Neu- und Weiterentwicklungen der Softwareplattformen zu einem deutlichen Nachfrageanstieg führen, da einerseits die Leistungsfähigkeit der Produktpalette erhöht wurde und andererseits zusätzliche Zielgruppen angesprochen werden. Somit sind wir für die zukünftige Unternehmensentwicklung weiterhin positiv gestimmt und rechnen für die GJ 2018 und 2019 mit deutlichen Umsatzzuwächsen.

Aufgrund des schwächer als erwartet verlaufenen 1. HJ 2017 haben wir ebenso unsere Ergebnisprognose für das GJ 2017 angepasst. Wir erwarten nun ein operatives Ergebnis (EBITDA) in Höhe von -0,41 Mio. € (zuvor: -0,14 Mio. €). Im GJ 2018 sollte der Turnaround beim operativen Ergebnis einsetzen, auch wenn wir weiterhin mit Kosten im Zusammenhang mit der Weiterentwicklung der Softwareplattform rechnen.

Zudem erwarten wir, dass der Vertrieb deutlich ausgebaut wird, v.a. im Hinblick auf die in 2017 gestartete Cloud-Offensive. Alles in allem gehen wir nun für das GJ 2018 von einem Betriebsergebnis (EBITDA) in Höhe von 0,08 Mio. € aus, nachdem wir bislang 0,41 Mio. € erwartet hatten.

Insgesamt halten wir die strategische Neupositionierung für sinnvoll und gehen weiterhin davon aus, dass im eingeschwungenen Zustand EBITDA-Margen in einer Größenordnung von deutlich über 30,0% erreicht werden können. Den mittelfristigen Zielwert für die EBITDA-Marge haben wir weiterhin mit 35,0% angesetzt.

#### Erwartete Entwicklung von Umsatz, EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Bis zum Jahresende rechnen wir mit einem positiven Newsflow aus beiden Geschäftsbereichen. Ab 2018 erwarten wir dann verstärkt positive Effekte auf die Ergebniskennzahlen aus den Softwareentwicklungsanstrengungen und den Investitionen zum Aufbau des Cloud-Bereichs. In 2019 sollten diese Effekte v.a. durch einsetzende Skaleneffekte noch stärker sichtbar werden und zu einem deutlichen Ergebnissprung führen. Hierbei sollte eine EBITDA-Marge von über 30% erzielt werden können.

**Vor dem Hintergrund der angepassten Prognosen haben wir auch das bisherige Kursziel von 6,45 € auf 6,25 € leicht gesenkt, wobei der eingesetzte Roll-Over-Effekt mit dem Geschäftsjahreshorizont auf Ende 2018 (bisher 2017) einer stärkeren Kurszieländerung entgegenwirkte. Das Unternehmen verfolgt mit der Konzentration auf BOS und Cloud-Dienste eine spannende Neupositionierung und ist im Erfolgsfall mit einem 2019er KGV von unter 10 für ein Spezialsoftwareunternehmen, welches in einem wachstumsstarken Marktsegment operiert, günstig bewertet. Auf Basis des aktuellen Kursniveaus vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.**

## 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 %.**

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.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,97 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,97 %.

### *Bewertungsergebnis*

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,97 % errechnet. **Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2017 entspricht als Kursziel 6,25 €.** Damit haben wir das Kursziel gegenüber der Researchstudie (Anno) vom 19.06.2017 von 6,45 € leicht gesenkt.

## 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 14e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	2,10	3,20	5,00	5,50	6,05	6,66	7,32	8,05	
US Veränderung	-15,1%	52,4%	56,3%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,17	1,65	2,42	2,51	2,75	3,17	3,81	4,53	
EBITDA	-0,41	0,08	1,53	1,93	2,12	2,33	2,56	2,82	
EBITDA-Marge	-19,4%	2,6%	30,5%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	
EBITA	-0,73	-0,27	1,15	1,55	1,72	1,93	2,18	2,47	
EBITA-Marge	-34,9%	-8,4%	23,0%	28,2%	28,5%	29,1%	29,8%	30,7%	30,4%
Steuern auf EBITA zu EBITA	0,22	0,15	-0,32	-0,43	-0,48	-0,54	-0,61	-0,69	
EBI (NOPLAT)	-0,51	-0,12	0,83	1,12	1,24	1,39	1,57	1,78	28,0%
Kapitalrendite	-21,5%	-5,4%	32,9%	37,4%	38,3%	41,6%	46,7%	53,7%	54,4%
Working Capital (WC)	0,36	0,58	0,93	1,05	1,15	1,26	1,39	1,53	
WC zu Umsatz	17,1%	18,0%	18,6%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Investitionen in WC	0,40	-0,22	-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	2,15	2,51	2,99	3,24	3,35	3,37	3,31	3,31	
EBITDA	-0,41	0,08	1,53	1,93	2,12	2,33	2,56	2,82	
Steuern auf EBITA	0,22	0,15	-0,32	-0,43	-0,48	-0,54	-0,61	-0,69	
Investitionen gesamt	-0,09	-0,71	-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	0,40	-0,22	-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	-0,28	-0,48	0,35	0,88	1,13	1,37	1,62	1,79	19,30

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	13,09	15,01
Barwert expliziter FCFs	3,78	4,68
Barwert des Continuing Value	9,31	10,33
Nettoschulden (Net debt)	-0,26	0,22
Wert des Eigenkapitals	13,35	14,79
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	13,35	14,79
Ausstehende Aktien in Mio.	2,37	2,37
Fairer Wert der Aktie in EUR	5,65	<b>6,25</b>

#### 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	<b>11,0%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	10,4%	10,7%	11,0%	11,3%	11,6%
53,9%	6,67	6,43	6,21	6,00	5,81
54,1%	6,70	6,46	6,23	6,02	5,83
54,4%	6,72	6,48	<b>6,25</b>	6,04	5,85
54,6%	6,74	6,50	6,27	6,06	5,87
54,9%	6,77	6,52	6,29	6,08	5,89

## 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, Susanne Klebl, Email: [klebl@gbc-ag.de](mailto: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), Marie-Curie-Straße 24, 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:

**Marcel Goldmann, Finanzanalyst**  
**Cosmin Filker, Stellv. Chef-Analyst**

Sonstige an der Studiererstellung beteiligte Personen:

**Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chef-Analyst**

**§ 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](mailto: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](mailto:office@gbc-ag.de)