



## Researchstudie (Anno)

# artec technologies

**Weiterentwicklung der Produkt- und Systemplattformen  
ermöglicht Rückkehr auf den Wachstumspfad**

-

**Deutliche Ergebnisverbesserung im laufenden Geschäftsjahr zu erwarten**

-

**Hohes Ertragspotenzial durch den Cloud Service-Geschäftsbereich und  
die hierbei erzielbaren Skaleneffekte**

**Kursziel: 6,50 € (bislang: 6,25 €)**

**Rating: Kaufen**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 19

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

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

**Rating: Kaufen**  
**Kursziel: 6,50 €**

Aktueller Kurs: 4,12  
18.06.2018 / XETRA  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005209589  
WKN: 520958  
Börsenkürzel: A6T

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 2,602  
Marketcap<sup>3</sup>: 10,72  
Enterprise Value<sup>3</sup>: 10,87  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 35,0 %

Transparenzlevel:  
Scale

Marktsegment:  
Freiverkehr

Rechnungslegung:  
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:  
ICF Bank

### Analysten:

Marcel Goldmann  
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 20

### Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Videosicherheitssysteme, Broadcast & Media

Mitarbeiter: 25 (Stand: 31.12.2017)

Gründung: 2000

Firmensitz: Diepholz

Vorstand: Thomas Hoffmann, Ingo Hoffmann



Die artec technologies AG konzentriert sich auf die Entwicklung, die Produktion und den Vertrieb von innovativen Software- und Systemlösungen und ist Spezialist für die Internet/Netzwerk-basierte Erfassung, Übertragung, Aufzeichnung, Verarbeitung und Analyse von Video-, Audio-, TV- und Metadaten. Die entwickelten Gesamtlösungen von artec finden Anwendung in den Bereichen Videosicherheit, Video Monitoring und Videoproduktion. Die übertragenen Audio-/Videodaten können mitgeschnitten, aufbereitet, analysiert werden und dienen zur Erkennung und Erstellung von Media-Content sowie als Information für Training/Simulationen oder Leitstände und aus Compliance-Sicht als Nachweis. Alle Applikationen werden als SaaS/Cloud- und als on-premise-Lösung angeboten. Die Geschäftsfelder unterteilen sich in die Bereiche **Videosicherheits- und Informationssysteme** sowie **Media & Broadcast**. Beide Geschäftsfelder basieren auf einer sich ergänzenden Softwareplattform und schaffen somit Synergieeffekte und Produktlösungen, die beide Geschäftsfelder zunehmend verbinden. artec begleitet den Kunden in komplexen Projekten von der Beratung über die Konzeption bis zur Wartung. Im Vordergrund steht das SaaS/Cloud Service-Angebot, wobei kundenspezifisch auch on-premise-Lösungen zum Tragen kommen. Wartungsarbeiten erfolgen immer remote.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2017	31.12.2018e	31.12.2019e	31.12.2020e
Umsatzerlöse	1,46	3,20	5,00	5,50
EBITDA	-0,44	0,08	1,53	1,93
EBIT	-0,78	-0,27	1,15	1,56
Jahresergebnis	-0,80	-0,12	1,13	1,12

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,34	-0,05	0,43	0,43
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

### Kennzahlen

EV/Umsatz	7,45	3,40	2,17	1,98
EV/EBITDA	neg.	135,90	7,11	5,63
EV/EBIT	neg.	neg.	9,45	6,97
KGV	neg.	neg.	9,49	9,57
KBV	3,70			

### Finanztermine

05.07.2018: Hauptversammlung
September 2018: Halbjahreszahlen
20. September 2018: Dt. Börse/Konferenzort Monaco
Oktober 2018: m:access Konferenz
26.-28. November 2018: Deutsches Eigenkapitalforum

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
15.11.2017: RS / 6,25 / KAUFEN
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

\*\* 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

## EXECUTIVE SUMMARY

- artec technologies AG (artec) hat die im Jahr 2016 begonnene strategische und technologische Neupositionierung im vergangenen Jahr 2017 erfolgreich abgeschlossen (siehe nachfolgende Seiten). Dieser Schritt ermöglicht unserem Erachten nach im laufenden Geschäftsjahr 2018 die Rückkehr auf den Wachstumspfad, aufgrund des neuen Geschäftsmodells (Fokus auf Cloud-Service-Lösungen & Sicherheitslösungen für Behörden und Organisationen mit Sicherheitsaufgaben) und den weiterentwickelten Systemplattformen.
- Die Neuausrichtung des Geschäftsmodells in Verbindung mit der dazugehörigen technologischen Basis konnte im vergangenen Geschäftsjahr noch nicht vollumfänglich Wirkung zeigen. Aufgrund von notwendigen technologischen Entwicklungsmaßnahmen waren personelle Kapazitäten im Unternehmen stark gebunden, so dass Neuaufträge zum Teil nicht angenommen werden konnten. Daneben haben sich die Umstellung von Projektgeschäft auf Mietgeschäft, die Verschiebung von großen Projekten nach 2018 und der politisch bedingte Wegfall von Umsätzen aus dem mittleren Osten negativ auf die Umsatzerlöse des vergangenen Geschäftsjahrs ausgewirkt. Somit musste artec einen Umsatzrückgang um 40,9% auf 1,46 Mio. € verzeichnen (VJ: 2,47 Mio. €).
- Bedingt durch den Umsatzrückgang und die notwendigen Entwicklungsmaßnahmen lag auch das operative Ergebnis deutlich unter dem Vorjahreswert. So betrug das EBITDA -0,44 Mio. € nach -0,11 Mio. € im Vorjahr.
- Die Vertriebsleistung in 2017 führte schon Anfang des laufenden Geschäftsjahres 2018 in beiden Geschäftsfeldern zu bedeutenden Aufträgen (z.B. Bundesinnenministerium, Landesmedienanstalt). Die hieraus zu erwartende Signalwirkung, sollte sich positiv auf die zukünftigen Vertriebsmaßnahmen auswirken. Die gewonnenen Schlüsselprojekte bestätigen die vorgenommene technische Ausrichtung sowie die Fokussierung auf die beiden Geschäftsbereiche.
- Für das laufende Geschäftsjahr 2018 erwarten wir einen Umsatz in Höhe von 3,20 Mio. € und hierbei ein ausgeglichenes operatives Ergebnis (EBITDA) von 0,08 Mio. €. Hierzu sollen vor allem ein stärkerer Vertrieb der optimierten Systemplattformen beitragen. Zudem wird das Geschäft durch die bereits gewonnenen Großaufträge gestützt.
- Für die Folgejahre 2019 und 2020 rechnen wir, auf Basis einer Ausweitung der Kundenbasis im Cloud- und Sicherheitsbereich, mit einem weiteren Anstieg der Umsatzerlöse auf 5,00 Mio. € und 5,50 Mio. €. Parallel hierzu sollte sich das operative Ergebnis aufgrund der starken Skalierbarkeit des Cloud-Geschäfts noch dynamischer entwickeln. Somit erwarten wir einen weiteren Anstieg des EBITDA auf 1,53 Mio. € bzw. 1,93 Mio. €.
- **Auf Basis unserer Prognosen für die GJ 2018-2020 haben wir unser Kursziel für die artec technologies AG von zuvor 6,25 € auf 6,50 € erhöht. Die Kurszielerhöhung resultiert aus dem so genannten „Roll-Over-Effekt.“ Hierbei handelt es sich um eine technische Kurszielanhebung, da sich nun das Kursziel auf das darauffolgende Geschäftsjahr 2019 bezieht (zuvor: 2018). Auf Basis des aktuellen Kursniveau ergibt sich daraus unverändert ein hohes Kurspotenzial und damit weiterhin das Rating Kaufen. Nach erfolgreichem Abschluss der strategischen Neuausrichtung sind im laufenden Geschäftsjahr 2018 die ersten positiven Effekte zu erwarten, welche auch eine solide Basis für ein nachhaltiges und profitables Wachstum ab 2019 bilden. Mittel- und langfristig sind wir davon überzeugt, dass die artec technologies AG deutlich höhere Rentabilitätsniveaus erreichen kann. Bereits in der Vergangenheit hat die Technologiegesellschaft bewiesen, dass sie hierzu in der Lage ist.**

## INHALTSVERZEICHNIS

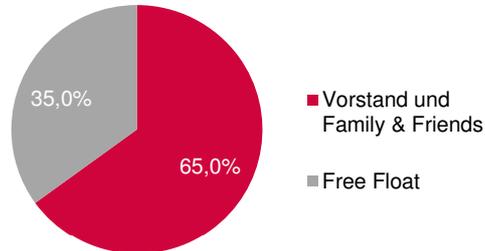
<b>Executive Summary</b> .....	<b>2</b>
<b>Unternehmen</b> .....	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Cloud-Geschäftsmodell.....	4
Auszug von Referenzkunden .....	4
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose</b> .....	<b>5</b>
Kennzahlen im Überblick .....	5
Geschäftsentwicklung 2017 .....	6
Entwicklung der Umsatzerlöse .....	6
Ergebnisentwicklung .....	8
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	10
SWOT-Analyse .....	11
Prognosen und Modellannahmen .....	12
Umsatzprognosen .....	13
Ergebnisprognosen .....	14
<b>Bewertung</b> .....	<b>16</b>
Modellannahmen .....	16
Bestimmung der Kapitalkosten .....	16
Bewertungsergebnis .....	16
DCF-Modell.....	17
<b>Glossar</b> .....	<b>18</b>
<b>Anhang</b> .....	<b>19</b>

## UNTERNEHMEN

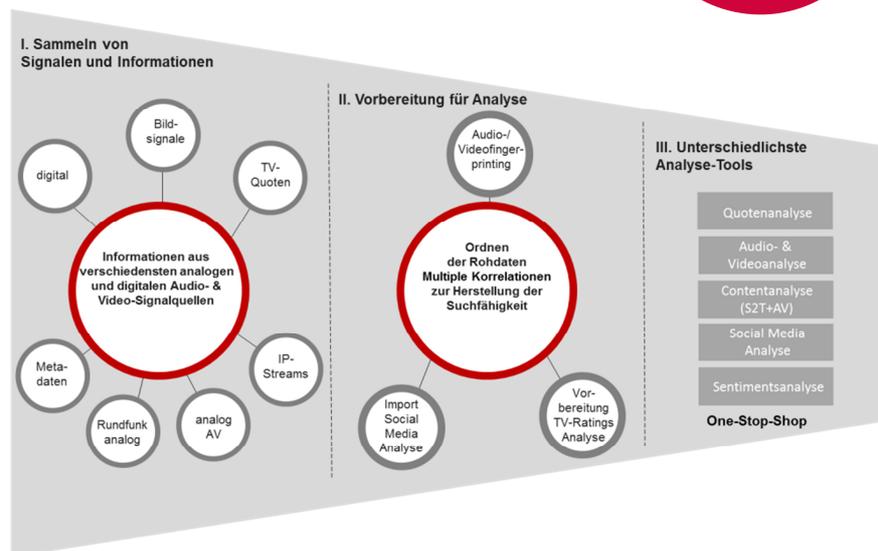
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	31.12.2017
Vorstand und Family & Friends	65,0%
Free Float	35,0%

Quelle: artec; GBC AG



### Cloud-Geschäftsmodell



Quelle: artec; GBC AG

### Auszug von Referenzkunden



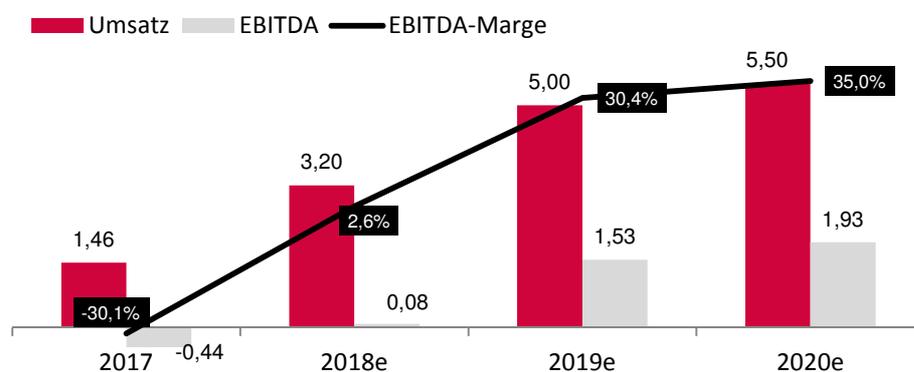
Quelle: artec; GBC AG

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2017		GJ 2018e		GJ 2019e		GJ 2020e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>1,46</b>	<b>100,0%</b>	<b>3,20</b>	<b>100,0%</b>	<b>5,00</b>	<b>100,0%</b>	<b>5,50</b>	<b>100,0%</b>
Bestandsveränderung	0,03	2,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,52	35,3%	0,50	15,6%	0,50	10,0%	0,50	9,1%
Sonstige betriebliche Erträge	0,03	1,8%	0,05	1,6%	0,05	1,0%	0,05	0,9%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>2,03</b>	<b>139,1%</b>	<b>3,75</b>	<b>117,2%</b>	<b>5,55</b>	<b>111,0%</b>	<b>6,05</b>	<b>110,0%</b>
Materialaufwand	-0,58	-39,9%	-1,02	-31,8%	-1,10	-22,0%	-0,96	-17,5%
<b>Rohertrag</b>	<b>1,45</b>	<b>99,1%</b>	<b>2,73</b>	<b>85,4%</b>	<b>4,45</b>	<b>89,0%</b>	<b>5,09</b>	<b>92,5%</b>
Personalaufwand	-1,35	-92,1%	-1,60	-50,0%	-1,75	-35,0%	-1,85	-33,6%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,54	-37,2%	-1,05	-32,8%	-1,18	-23,6%	-1,32	-24,0%
<b>EBITDA</b>	<b>-0,44</b>	<b>-30,1%</b>	<b>0,08</b>	<b>2,6%</b>	<b>1,52</b>	<b>30,4%</b>	<b>1,93</b>	<b>35,0%</b>
Abschreibungen	-0,34	-23,0%	-0,35	-10,9%	-0,38	-7,5%	-0,37	-6,7%
<b>EBIT</b>	<b>-0,78</b>	<b>-53,1%</b>	<b>-0,27</b>	<b>-8,4%</b>	<b>1,15</b>	<b>22,9%</b>	<b>1,56</b>	<b>28,3%</b>
Zinserträge	0,01	0,4%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Zinsaufwendungen	-0,01	-0,8%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
<b>EBT</b>	<b>-0,78</b>	<b>-53,5%</b>	<b>-0,27</b>	<b>-8,4%</b>	<b>1,15</b>	<b>22,9%</b>	<b>1,56</b>	<b>28,3%</b>
Ertragssteuern	-0,02	-1,2%	0,15	4,8%	-0,02	-0,3%	-0,44	-7,9%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-0,80</b>	<b>-54,7%</b>	<b>-0,12</b>	<b>-3,6%</b>	<b>1,13</b>	<b>22,6%</b>	<b>1,12</b>	<b>20,4%</b>
EBITDA	-0,44		0,08		1,53		1,93	
in % der Nettoerlöse	neg.		2,5%		30,6%		35,1%	
EBIT	-0,78		-0,27		1,15		1,56	
in % der Nettoerlöse	neg.		neg.		23,0%		28,4%	
Ergebnis je Aktie in €	-0,34		-0,05		0,43		0,43	
Dividende je Aktie in €	0,00		0,00		0,00		0,00	
Aktienzahl in Mio. Stück	2,365		2,602		2,602		2,602	

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



Quelle: artec AG; GBC AG

## Geschäftsentwicklung 2017

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017
Umsatzerlöse	2,44	3,47	2,47	1,46
EBITDA (Marge)	0,49 (20,2%)	1,03 (29,7%)	-0,11 (neg.)	-0,44 (neg.)
EBIT (Marge)	0,11 (4,4 %)	0,64 (18,4%)	-0,41 (neg.)	-0,78 (neg.)
Periodenergebnis	0,52	0,46	-0,31	-0,80
EPS in €	0,24	0,22	-0,13	-0,34

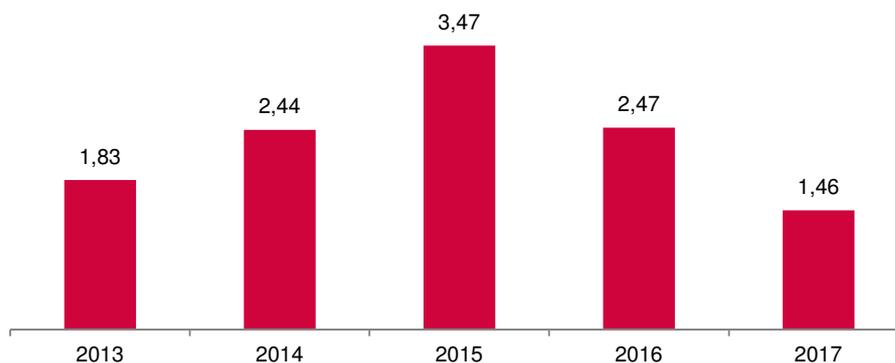
Quelle: artec; GBC AG

### Entwicklung der Umsatzerlöse

Die Geschäftsentwicklung der artec technologies AG (artec) im vergangenen Geschäftsjahr 2017 war, wie auch schon im vorherigen Geschäftsjahr, von der in 2016 angestoßenen strategischen und technologischen Neuausrichtung geprägt. Im Rahmen dessen konzentriert sich die Technologiegesellschaft im Sicherheitsbereich verstärkt auf Behörden und Organisationen mit Sicherheitsaufgaben<sup>1</sup> (BOS). Zudem fokussiert sich das Unternehmen im Media & Broadcast-Segment zunehmend auf Cloud Service-Lösungen<sup>2</sup> ihrer XENTAURIX-Plattform. Das Unternehmen verfolgt hierbei das strategische Ziel sich als ein Internet- und Intranet-basierter Anbieter von Video Cloud Service Lösungen zu positionieren und zu etablieren. Die von der artec anvisierte Wachstumsstrategie soll über ein Build-and-Partnering-and-Buy Ansatz umgesetzt werden.

Die Neuausrichtung des Geschäftsmodells in Verbindung mit der dazugehörigen technologischen Basis konnte im vergangenen Geschäftsjahr noch nicht vollumfänglich Wirkung zeigen. Aufgrund der erforderlichen Entwicklungsmaßnahmen (Weiterentwicklung der Software und Aufbau der Systemplattformen) waren personelle Kapazitäten im Unternehmen stark gebunden, so dass Neuaufträge zum Teil nicht angenommen werden konnten.

### Historische Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: artec; GBC AG

Daneben haben sich die Umstellung im Media-/Broadcast-Bereich von Projektgeschäft auf Mietgeschäft, die Verschiebung von großen Projekten nach 2018 und der politisch bedingte Wegfall von Umsätzen aus dem mittleren Osten negativ auf die Umsatzerlöse des vergangenen Geschäftsjahres ausgewirkt. Nachdem artec in der Vergangenheit

<sup>1</sup> Weitergehende Informationen zum MULTIEYE BOS-Angebot auf:  
<https://bos.multieye.com/>

<sup>2</sup> Weitere Informationen zum XENTAURIX Cloud Service auf:  
<https://www.xentaurix.com/de/produkte/xentaurix-cloud/>

einen Großkunden in Katar für eine Broadcast-Systemlösung gewinnen konnte, hatte die Technologiegesellschaft einen Folgeauftrag zur Systemerweiterung in Aussicht. Hierzu ist es bisher nicht gekommen. Vor diesem Hintergrund musste artec insgesamt einen Umsatzrückgang um 40,9% auf 1,46 Mio. € verzeichnen (VJ: 2,47 Mio. €). Unserem Erachten nach sollten hierbei 80,0% der Erlöse auf den Sicherheitsbereich und 20,0% auf den Broadcast & Media-Bereich (inkl. Cloud) entfallen sein.

Die Weiterentwicklung der Systemplattformen war aus strategischen Gründen erforderlich und auch aus Kundensicht sehr bedeutend. Durch die Entwicklungsanstrengungen konnte die technologische Position ausgebaut und damit die technologieführende Markstellung in ihrem Markt (Markt für Sicherheitstechnik, Markt für Media & Broadcast-Lösungen) gefestigt werden. Dies sollte sich ebenso positiv auf die Attraktivität für Kunden auswirken.

So konnte artec bspw. im Cloud-Segment durch Weiterentwicklungsmaßnahmen das Leistungsspektrum der Cloud-Plattform (XENTAURIX, seit 2017 wird XENTAURIX auch als Cloud Service angeboten) deutlich ausbauen. Dieser Cloud Service ermöglicht den netzbasierten Zugriff (Internet/Intranet) auf Ressourcen, Anwendungen und Dienste aus dem Netz („aus der Wolke“, engl. Cloud). Das System ist im ersten Schritt an 80 europäische TV-Sender angebunden und soll zukünftig auf 150 Sender aufgestockt werden. Die angebotene Cloud-Lösung ermöglicht die Aufzeichnung, Aufbereitung, Analyse und Auswertung sowie Streaming von TV/Radio-Sendungen und IP-Content. Darüber hinaus bietet die SaaS/Cloud-Anwendung eine Vielzahl an weiteren Funktionen: Content-Analyse, Livestream-Aufzeichnung (z.B. auf Youtube oder Facebook), Content Inhaltserkennung (Copyright-Detection), Musiktiterkennung, TV-Zuschauerquotenanalyse, Sentiment-Analysen, TV-Monitoring, TV-Wettbewerbsanalyse, OTT-Service, Mobile Video etc. Mit diesem umfassenden Funktionsangebot richtet sich artec nicht nur an seine Kernzielgruppe (TV-Stationen/-Sender), sondern v.a. an neue Nutzergruppen wie Medien-Beobachtungs- und Verwertungsgesellschaften, Medien-, News- und Werbeagenturen, Medien- und Marktforschungsunternehmen, Landesmedienanstalten, Regierungs- und Landespressestellen, PR-Agenturen, Großunternehmen, Verlagshäuser und Sicherheitsorgane.

Die erfolgreiche Erweiterung der XENTAURIX-Plattform in Richtung SaaS/Cloud und der Ausbau des Cloud-Bereichs spiegeln sich auch in den gewonnen Aufträgen wider. So konnte Ende letzten Jahres einer der bekanntesten europäischen Medienkonzerne als XENTAURIX-Cloud-Kunde gewonnen werden. Hierbei wurde ein SaaS-Rahmenvertrag für die mehrjährige Nutzung der Cloud-Lösung unterzeichnet.

#### **artec liefert Spezialtechnik für das Intranet: Schmutzdaten-Cloud**

Im Februar 2018 wurde mit dem Bundesinnenministerium ein weiterer namhafter neuer On-Premise-Kunde vermeldet, wobei es sich bei dem Großauftrag insgesamt um eine Kombinationslösung der beiden Plattformen MULTIEYE und XENTAURIX handelt. artec liefert im Kundenauftrag eine sogenannte Schmutzdaten-Cloud. Dieses System (Spezialtechnik für das Intranet) ermöglicht es, den Sicherheitsorganen Videodaten zu bestimmten Ereignissen zentral zu sammeln, zu archivieren, aufzuarbeiten und zu analysieren. Hierdurch können die Sicherheitsorgane Videodaten schnell, flexibel und effizient nutzen und dadurch bessere Entscheidungen treffen.

#### **SaaS/Cloud-Angebot der artec überzeugt Landesmedienanstalt**

Ebenfalls im Februar diesen Jahres überzeugte artec eine Landesmedienanstalt von ihrem SaaS/Cloud-Angebot. Der neue Kunde setzt das von artec gelieferte System zur Dokumentation und Analyse von digitalen TV-Programmen und Internet-Streams von Webseiten und Social-Media-Plattformen wie bspw. Facebook und YouTube ein. Das

System soll bei der Kontrolle der gesetzlichen Sendeinhalte unterstützen, insbesondere im Hinblick auf die Einhaltung der Bestimmungen des Jugendschutzes.

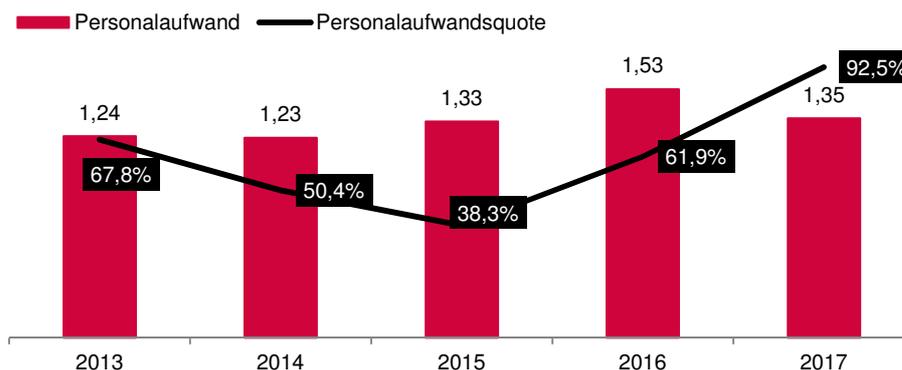
Insgesamt hat artec, bedingt durch die länger als geplant andauernde Neuausrichtung der technologischen Plattform zur Umsetzung des neuen Geschäftsmodells sowie der dazugehörigen technologischen Basis in 2016/2017, einen Umsatzrückgang im vergangenen Geschäftsjahr hinnehmen müssen. Dies hat sich auch auf der Ergebnisseite niedergeschlagen. Hervorzuheben ist, dass die in 2016 eingeleitete strategische Neupositionierung sich zunehmend im Umsatz niederschlägt. So konnte bspw. im Sicherheitsbereich das Geschäftsvolumen deutlich ausgebaut werden und trägt somit einen signifikanten Anteil zum Gesamtumsatz bei. Zudem sollte die Kundengewinnung des „Bundesministeriums des Inneren“ Signalwirkung entfacht haben und die weitere Marktdurchdringung erleichtern.

Ebenso konnten für den Cloud-Bereich erste namhafte Kunden gewonnen werden und damit ein Renommeezugewinn erzielt werden. Dies sollte auch die zukünftigen Vertriebsmaßnahmen positiv unterstützen. Insgesamt ist artec's Cloud-Bereich auf einem guten Weg, sich zu einem großen und skalierbaren Geschäftsbereich zu entwickeln.

### **Ergebnisentwicklung**

Ebenso war die Ergebnisentwicklung von Effekten der strategischen Neuausrichtung (Umstellung von Projektgeschäft auf Mietgeschäft), den Projektverschiebungen und den Entwicklungsanstrengungen im Geschäftsjahr 2017 geprägt. Vor allem im Personalbereich spiegeln die Aufwände die Auswirkungen der technologischen Entwicklung sichtbar wieder. Trotz des deutlichen Umsatzrückgangs bewegen sich die Personalaufwendungen (interne Entwicklungsleistungen) und sonstigen betrieblichen Aufwendungen (externe Entwicklungsleistungen) nahe ihren Vorjahreswerten. Dieser Umstand spiegelt die in 2016 eingeleitete Entwicklungsoffensive (Software, Plattformen) und deren Ergebniseinfluss wieder.

#### **Entwicklung wichtiger Kostenpositionen nach Geschäftsjahren (in Mio. €)**



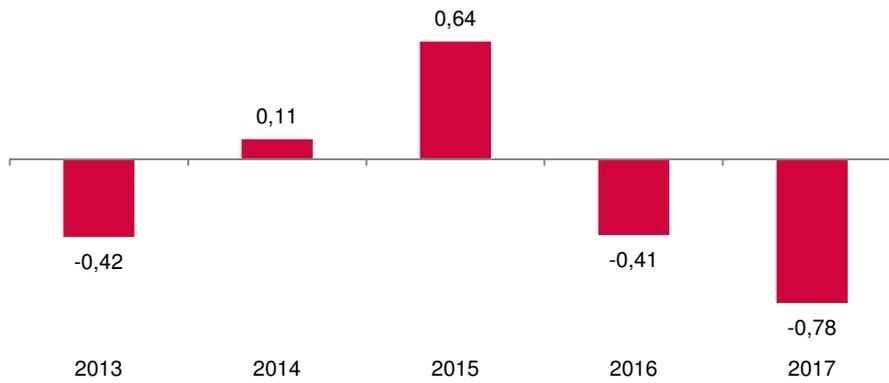
Quelle: artec; GBC AG

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen waren auch durch die Entwicklungsaktivität beeinflusst, da Teile der Entwicklungsarbeit an externe Teams vergeben wurden. Nicht zuletzt mussten mit der Weiterentwicklung von MULTIEYE und XENTAURIX und der Abbildung der Software als SaaS auch rechtliche Fragestellungen gelöst werden, wofür spezialisierte Anwälte beauftragt wurden.

Das Ergebnis 2017 spiegelt die Investitionen von artec in deren Zukunftsausrichtung wider. Die konsequente Fokussierung auf die technologische Konzentration bedingen

höhere Entwicklungskosten, einen geringeren Umsatz und eine Verschlechterung in den meisten Kennzahlen sowie ein nochmal geringeres Ergebnis als im Vorjahr. artec sollte mit diesem Schritt nun eine gute Ausgangsbasis geschaffen haben, um auf den Wachstumskurs zurückzukehren.

**Historische EBIT-Entwicklung nach Geschäftsjahren (in Mio. €)**



Quelle: artec; GBC AG

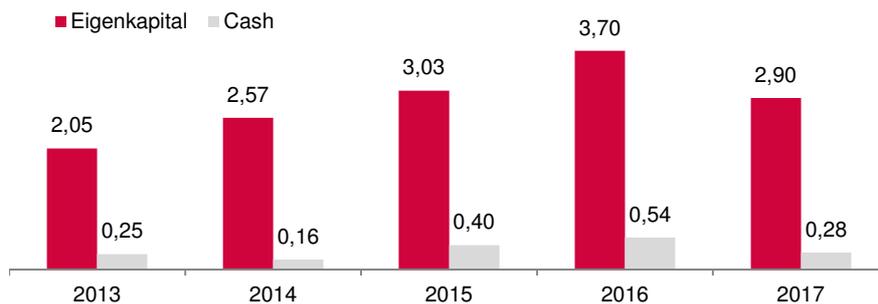
## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Eigenkapital	2,57	3,03	3,70	2,90
EK-Quote (in %)	84,1%	92,1%	95,8%	82,7%
Liquide Mittel*	0,16	0,40	0,54	0,28
Finanzverbindlichkeiten	0,22	0,00	0,00	0,15
Nettoliquidität	0,06	-0,40	-0,54	-0,13
Working Capital	0,62	0,67	0,76	0,12

Quelle: artec; GBC AG; \*inkl. Forderungen aus Gesellschafterdarlehen

Bilanziell ist artec weiterhin stabil aufgestellt. Das Eigenkapital betrug zum Ende des Geschäftsjahres 2017 2,90 Mio. € und hat sich durch den angefallenen Verlust in Höhe von 0,80 Mio. € gegenüber dem Vorjahr rückläufig entwickelt (VJ: 3,70). Hierbei ist jedoch zu betonen, dass das Unternehmen mit einer Eigenkapitalquote von 82,7% zum Ende des GJ 2017 immer noch über einen soliden Wert verfügt. Zudem konnte im Februar 2018, also nach dem Bilanzstichtag, im Rahmen einer Kapitalerhöhung 236.500 neue Aktien zu einem Preis von 3,95 € ausgegeben werden. Durch den daraus resultierenden Zufluss in Höhe von 0,93 Mio. € (Bruttoemissionserlös) konnte das Eigenkapital weiter gestärkt werden. Durch die Kapitalerhöhung soll das weitere Wachstum der Gesellschaft finanziert werden (Vorfinanzierung des starken Auftragseingangs).

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

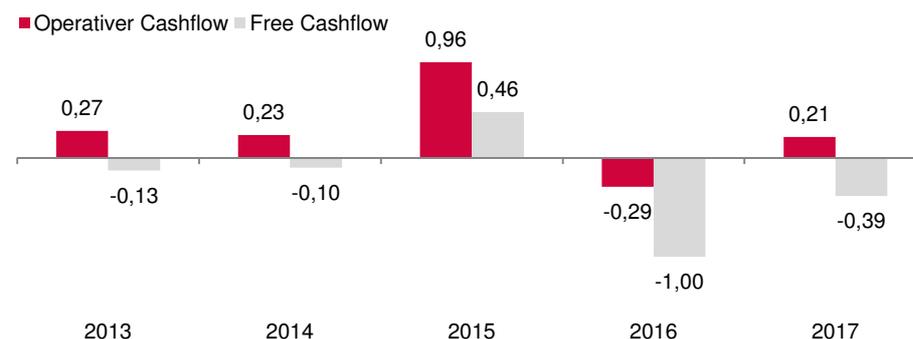


Quelle: artec; GBC AG

Aktuell greift die Technologiesgesellschaft nur geringfügig auf Bankdarlehen als Finanzierungsinstrument zurück. Zum Stichtag beträgt der Bestand an Finanzverbindlichkeiten 0,15 Mio. €, sowie 0,28 Mio. € an liquiden Mitteln.

Die Entwicklung des operativen Cashflows spiegelte die Ergebnisentwicklung und die operativen Aufwendungen wider. Entsprechend schlägt sich auch die Entwicklungsoffensive der letzten Jahre in einem operativen Liquiditätsabfluss wieder.

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



Quelle: artec; GBC

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Präferierter Anbieter bzw. Partner bei nationalen Sicherheitslösungen (BOS)</li> <li>• Starke Kundenbindung nach einmaliger Installation durch hohen Wech-selaufwand</li> <li>• Bereits heute namhafte Großkunden in beiden Segmenten</li> <li>• Starke Bilanz mit hoher Eigenkapital- quote und geringer Bankverschul- dung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Geschäft ist stark abhängig von Pro- jektakquisitionen und Großkunden</li> <li>• Videoüberwachungsmarkt sehr auf den deutschen Markt fokussiert</li> <li>• Relativ geringe Unternehmensgröße</li> <li>• Geringer Free-Float und niedriges Handelsvolumen in der Aktie</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mit dem Ausbau des Vertriebs und des Entwicklungsteams sind große Umsatz- und Ergebnissprünge mög- lich</li> <li>• Der Aufbau des Cloud-Geschäfts eröffnet zusätzliches Wachstumspo- tenzial</li> <li>• Einmal installierte Mediasysteme können für artec kostenneutral erwei- tert werden und bringen zusätzliches Upselling-Potenzial</li> <li>• Das Bedürfnis nach Sicherheitslö- sungen wächst vor dem Hintergrund steigender internationaler Bedrohungen</li> <li>• Die steigenden internationalen Band- breiten eröffnen heute ganz neue Nutzungsmöglichkeiten der Software- lösungen von artec</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Andere Unternehmen könnten ähnl- iche technologische Lösungen auf den Markt bringen und das Alleinstel- lungsmerkmal von artec auflösen</li> <li>• Es könnten nicht ausreichend perso- nelle Kapazitäten gefunden werden, um die starken Wachstumspläne um- zusetzen</li> <li>• artec könnte mit technologischen Weiterentwicklungen nicht Schritt hal- ten können, womit die Produkte an Attraktivität verlieren</li> <li>• Die Ausweitung des Vertriebs auf den internationalen Markt könnte nicht die gewünschten Erfolge bringen und so das Umsatzwachstum hemmen</li> </ul>

## Prognosen und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	1,46	3,20	5,00	5,50
EBITDA (Marge)	-0,44 (neg.)	0,08 (2,6%)	1,53 (30,4%)	1,93 (35,0%)
EBIT (Marge)	-0,78 (neg.)	-0,27 (neg.)	1,15 (22,9%)	1,56 (28,3%)
Konzernjahresüberschuss	-0,80	-0,12	1,13	1,12
EPS in €	-0,34	-0,05	0,43	0,43

Quelle: artec; GBC AG

### Segment Media & Broadcast (XENTAURIX)

Mit der Weiterentwicklung der XENTAURIX-Plattform über die letzten beiden Geschäftsjahre hinweg, ist es artec gelungen, die Leistungsfähigkeit und die Funktionalität dieses Systems zu erhöhen. Die Plattform kann nun zur vollständigen Aufzeichnung, Übertragung und Analyse von TV-Inhalten, Web-TV-Inhalten, Audiodaten (Radio) und Metadaten verwendet werden. Mithilfe der neuen Technik können nun umfangreiche Analysemethoden wie Bilderkennung, Fingerprint-Analysen zur Erkennung von urheberrechtlich geschützten Inhalten, semantische Analysen unter Zugriff auf soziale Netzwerke etc. umgesetzt werden. Hierbei kann das System in Echtzeit arbeiten und neben einer In-house-Lösung als Cloud-Lösung angeboten werden, wodurch teure Anschaffungskosten in Bezug auf die Hardware-Infrastruktur für die Kunden entfallen. Die Cloud-Lösung wurde Ende letzten Jahres soweit fertiggestellt, dass sie auch aktiv beworben werden kann.

Darüber hinaus wird mit der Fortentwicklung der XENTAURIX-Plattform auch ein deutlich größerer Kundenkreis adressiert, was das Kundenpotenzial massiv erhöht. Neben der bisherigen Kernzielgruppe TV-Sender kommen nun auch z.B. Rechteinhaber und Werbeagenturen in Betracht, die Nutzungsrechte an ihren eigenen Inhalten besser kontrollieren möchten. Daneben können bspw. Landesmedienanstalten die Einhaltung von gesetzlichen Vorschriften besser überwachen.

Allerdings wird sich die Umsatzstruktur der artec durch das Cloud-Geschäft verändern. Das Unternehmen plant die Umstellung des Projekt-Geschäfts auf Mietgeschäft (Cloud-Geschäft). Dies hat im Wesentlichen zwei Effekte. Zum einen wird das absolute Umsatzniveau zunächst sinken, da weniger Projektumsätze in großem Umfang generiert werden. Stattdessen werden vermehrt kleinere Beträge (Mietzahlungen) in bestimmten zeitlichen Abständen vereinnahmt werden. Zum anderen stellen die Mieteinnahmen jedoch wiederkehrende Umsätze dar, da sie i.d.R. auf langfristigen Verträgen basieren.

Vor diesem Hintergrund sollte sich bei artec in den kommenden Jahren eine Stabilisierung der Umsatzerlöse einstellen, da diese weniger abhängig sind von großen Projektaufträgen. Durch die Umstellung von Projektgeschäft auf das Mietmodell gehen wir jedoch davon aus, dass das Umsatzniveau absolut betrachtet zunächst flacher verläuft. Mittel- und langfristig sollte sich die Stabilisierung der Umsatzerlöse jedoch sehr positiv auf die Umsatzentwicklung auswirken und zu einer besseren Planbarkeit führen.

### Segment Videosicherheit (MULTIEYE)

Im Segment Videosicherheit konzentriert sich artec hauptsächlich auf die Kundengruppe Behörden und Organisationen mit Sicherheitsaufgaben (BOS). Dieser strategische Schritt hat sich für artec im vergangenen Geschäftsjahr bereits ausgezahlt. Dieser Bereich stand für den Großteil der Konzernumsatzerlöse. Im laufenden Geschäftsjahr 2018 konnte mit dem Bundesinnenministerium ein namhafter Großkunde gewonnen werden. Das Geschäftsvolumen für diesen Großauftrag (Systemlösung) sollte unserem Erachten

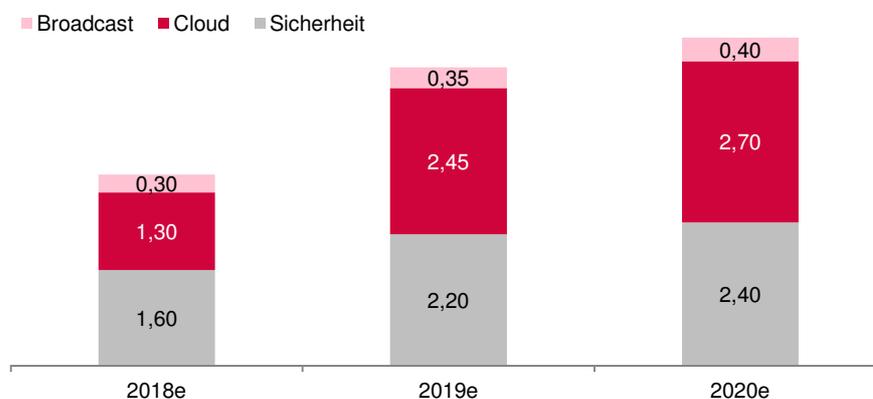
nach im mittleren Millionenbereich liegen und auch größtenteils noch in diesem Jahr umsatzwirksam werden. Wir gehen davon aus, dass hiernach Folgeaufträge folgen werden. Dieser Auftrag sollte artec im Vertriebsbereich bei der weiteren Kundengewinnung helfen. Insgesamt möchte das Unternehmen in diesem Segment den Vertrieb verstärken und einen breiteren Kundenkreis (wie z.B. Bundespolizei) ansprechen. Mittelfristig sind auch für diesen Bereich neue Produkte geplant, mit denen das Unternehmen zusätzlich bei den Kunden punkten möchte. Bereits jetzt bietet artec eine Reihe an Spezialprodukten für den Ermittlungsbereich an, wie bspw. Mini Recorder zur mobilen Anwendung. Geplant ist eine schrittweise Ergänzung der BOS-Produktreihe. Durch den weiteren Ausbau des Projektgeschäfts mit Fokus auf BOS sollten sich zudem die Umsatzerlöse aus Service-Leistungen erhöhen. Diese haben einen wiederkehrenden Charakter und sind sehr renditeträchtig.

### **Umsatzprognosen**

Im Segment Broadcast erwarten wir für das Geschäftsjahr 2018 einen Umsatz in Höhe von 0,30 Mio. €, da artec in diesem Bereich verstärkt die margenstärkeren Cloud-Lösungen anstelle ihrer Inhouse-Lösungen (Projektgeschäft) vertreiben wird. Zudem hat artec's Cloud-Angebot durch die immer umfangreicheren Funktionen an Attraktivität gewonnen, so dass sich Kunden vermehrt zu einer Cloud-Lösung entscheiden werden. Dennoch wird artec immer noch Einzelprojekte anbieten, da Kunden auch in Zukunft Projekte mit individuellen Anpassungsanforderungen nachfragen werden. Jedoch wird man sich hierbei aus unserer Sicht nur auf besonders margenträchtige Aufträge konzentrieren. Somit rechnen wir mit einer eher stabilen Umsatzentwicklung für die Folgejahre 2019 und 2020.

Eine deutlich dynamischere Umsatzentwicklung erwarten wir für den Cloud-Bereich. Nachdem bereits ein namhafter Kunde in diesem Bereich gewonnen wurde und auch mit der XENTAURIX-Plattform arbeitet, hat das Technologieunternehmen den sogenannten „Proof of Concept“ erbracht. Der gewonnene Großkunde sollte in 2018 geschätzte 0,30 Mio. € zum Cloud-Segment-Umsatz beitragen. Wir erwarten nun, dass artec den Vertrieb bzw. das Marketing „hochfahren“ wird, um das volle Wachstumspotenzial in diesem Bereich zu nutzen. Vor diesem Hintergrund und der zunehmenden Nachfrage der Kunden nach Cloud-Lösungen rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr mit einem Segmentumsatz von 1,30 Mio. €. Für die Folgejahre 2019 und 2020 erwarten wir den weiteren Ausbau der Cloud-Kundenbasis und gehen somit von einer Fortsetzung der dynamischen Umsatzentwicklung auf 2,45 Mio. € und 2,70 Mio. € aus.

### **Erwartete Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)**



Quelle: GBC AG

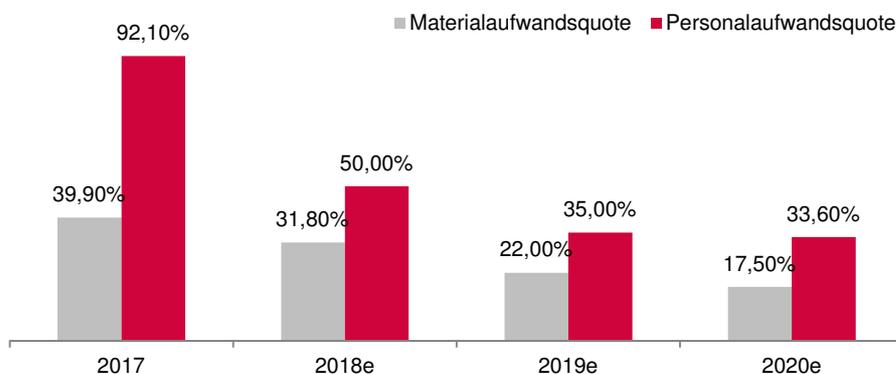
Für das Segment Sicherheit rechnen wir für 2018 mit einem Umsatz von 1,60 Mio. €, was einem Anstieg von rund 33,0% im Vergleich zum Vorjahr entspricht (1,20 Mio. €). Hierzu sollte vor allem der zu Beginn des Jahres 2018 bekannt gegebene Großauftrag mit dem Bundesinnenministerium beitragen (geschätztes Auftragsvolumen: 0,60 Mio. €). Wir erwarten, dass artec ihren Sicherheitsbereich mit einem stärkeren Vertrieb und neuen Produkten auch zukünftig weiter ausbauen und sich damit als ein Anbieter im BOS-Bereich etablieren wird. Somit kalkulieren wir für die Folgejahre 2019 und 2020 mit Umsatzerlösen von 2,20 Mio. € bzw. 2,40 Mio. €.

Insgesamt erwarten wir nach dem Transformationsjahr 2017 einen Umsatz deutlich über dem Vorjahresniveau. Konkret rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr mit Umsatzerlösen von 3,20 Mio. €. Die Effekte der strategischen Neuausrichtung, v.a. im Bereich der Zielgruppen und auf Produktebene, in Verbindung mit dem verstärkten Vertrieb, sollten sich damit bereits in diesem Jahr in den Kennzahlen niederschlagen. Noch stärkere Effekte erwarten wir für die Folgejahre 2019 und 2020 und kalkulieren mit Umsatzerlösen von 5,00 Mio. € und 5,50 Mio. €.

### Ergebnisprognosen

Durch die erwartete dynamische Geschäftsentwicklung sollten sich zukünftig deutliche Skaleneffekte ergeben. Hierdurch sollte es auch artec mittelfristig gelingen, zweistellige Ergebnismargen erzielen zu können. Kurzfristig rechnen wir aufgrund des noch verhältnismäßig geringen Umsatzniveaus und hohen Anteils des Projektgeschäfts zwar mit einer deutlichen Margenverbesserung, jedoch nur bis auf einen niedrigen einstelligen Prozentwert.

### Erwartete Entwicklung der Kostenquoten (in %)



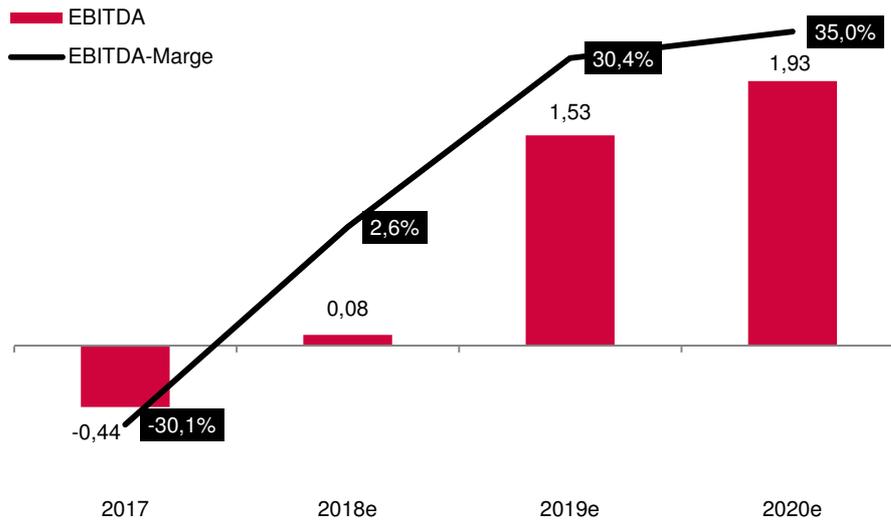
Quelle: GBC AG

Mittelfristig sollte die Umstellung auf das Cloud-Geschäft zu einer deutlichen Ausweitung der EBITDA-Margen führen, da dieses Segment sehr stark skalierbar ist. Daher gehen wir zukünftig auch von sinkenden Personalaufwandsquoten aus. Darüber hinaus gehen wir aufgrund des sich zukünftig ändernden Produktmixes von abnehmenden Materialaufwandsquoten aus, da wir damit rechnen, dass sich der Umsatzanteil mit XENTAURIX-Cloud-Lösungen erhöhen wird. Diese sind im Vergleich zu MULTIEYE-Produkten deutlich weniger materialintensiv, was sich positiv auf die Kostenquote auswirken sollte. Zudem sollte sich im Projekt-Bereich der verstärkte Fokus auf renditeträchtige Aufträge, insbesondere im BOS-Segment, positiv auf die Kostenquoten- und die Margenentwicklung auswirken.

Im Hinblick auf das laufende Geschäftsjahr 2018 rechnen wir aufgrund des erwarteten massiven Umsatzanstiegs mit einem ausgeglichenen operativen Ergebnis. Für die

Folgejahre 2019 und 2020 erwarten wir eine (weitere) deutliche Rentabilitätsverbesserung, insbesondere aufgrund der erwarteten positiven Umsatzentwicklung im Cloud-Segment, in Kombination mit einsetzenden Skaleneffekten. Entsprechend erwarten wir für 2019 einen weiteren Anstieg des EBITDA auf 1,53 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 30,5% entspricht. Im darauffolgenden Geschäftsjahr sollte das EBITDA nochmals auf 1,93 Mio. € zulegen und hierbei eine EBITDA-Marge von 35,0% erzielt werden.

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



Quelle: GBC AG

Auf Netto-Basis sollte vor diesem Hintergrund in 2019 wieder ein deutlich positives Jahresergebnis in Höhe von 1,13 Mio. € erzielt werden. Auch für die Folgejahre rechnen wir, aufgrund der erwarteten positiven Geschäftsentwicklung, mit einer positiven Entwicklung des Nettoergebnisses.

## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die artec technologies AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2018 bis 2020 in Phase 1, erfolgt von 2021 bis 2025 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 5,5% 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 1,88 (zuvor: 1,77)

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,6% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 11,6%.

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 11,6% errechnet. **Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2019 entspricht als Kursziel 6,50 € (zuvor: 6,25 €). Dabei haben wir das aktualisierte Kursziel auf das Geschäftsjahresende 2019 berechnet (bisher 2018), woraus sich typischerweise eine technische Kurszielanhebung ergibt („Roll-Over-Effekt“).**

## 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	30,5%
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 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	3,20	5,00	5,50	6,05	6,66	7,32	8,05	8,86	
US Veränderung	118,8%	56,3%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,56	2,30	2,39	2,64	3,06	3,69	4,41	5,21	
EBITDA	0,08	1,52	1,92	2,12	2,33	2,56	2,82	3,10	
EBITDA-Marge	2,6%	30,4%	34,9%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	
EBITA	-0,27	1,15	1,55	1,70	1,92	2,17	2,46	2,77	
EBITA-Marge	-8,4%	22,9%	28,1%	28,1%	28,8%	29,6%	30,6%	31,3%	30,5%
Steuern auf EBITA	0,15	-0,02	-0,43	-0,48	-0,54	-0,61	-0,69	-0,78	
zu EBITA	56,9%	1,4%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
EBI (NOPLAT)	-0,12	1,13	1,11	1,23	1,38	1,56	1,77	2,00	
Kapitalrendite	-5,7%	42,9%	35,8%	36,8%	40,1%	45,4%	52,5%	59,4%	58,7%
Working Capital (WC)	0,58	0,94	1,03	1,15	1,26	1,39	1,53	1,68	
WC zu Umsatz	18,1%	18,7%	18,7%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Investitionen in WC	-0,46	-0,36	-0,10	-0,12	-0,11	-0,13	-0,14	-0,15	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,05	2,17	2,30	2,29	2,18	1,99	1,83	1,70	
AFA auf OAV	-0,35	-0,38	-0,37	-0,41	-0,41	-0,39	-0,36	-0,33	
AFA zu OAV	17,1%	17,3%	16,1%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	
Investitionen in OAV	-0,50	-0,50	-0,50	-0,40	-0,30	-0,20	-0,20	-0,20	
Investiertes Kapital	2,63	3,11	3,33	3,44	3,44	3,38	3,36	3,38	
EBITDA	0,08	1,52	1,92	2,12	2,33	2,56	2,82	3,10	
Steuern auf EBITA	0,15	-0,02	-0,43	-0,48	-0,54	-0,61	-0,69	-0,78	
Investitionen gesamt	-0,95	-0,85	-0,60	-0,52	-0,41	-0,33	-0,34	-0,35	
Investitionen in OAV	-0,50	-0,50	-0,50	-0,40	-0,30	-0,20	-0,20	-0,20	
Investitionen in WC	-0,46	-0,36	-0,10	-0,12	-0,11	-0,13	-0,14	-0,15	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-0,72	0,65	0,89	1,12	1,38	1,63	1,79	1,97	20,04

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	15,10	16,19
Barwert expliziter FCFs	5,78	5,80
Barwert des Continuing Value	9,32	10,39
Nettoschulden (Net debt)	-0,06	-0,71
Wert des Eigenkapitals	15,16	16,90
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	15,16	16,90
Ausstehende Aktien in Mio.	2,60	2,60
Fairer Wert der Aktie in EUR	5,83	<b>6,50</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,88
Eigenkapitalkosten	11,6%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	7,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	24,3%
WACC	<b>11,6%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	11,0%	11,3%	11,6%	11,9%	12,2%
58,2%	6,87	6,66	6,46	6,28	6,11
58,4%	6,89	6,68	6,48	6,30	6,13
58,7%	6,90	6,69	<b>6,50</b>	6,31	6,14
58,9%	6,92	6,71	6,51	6,33	6,16
59,2%	6,94	6,73	6,53	6,35	6,17

## GLOSSAR

<b>Applikation</b>	Anwendungssoftware
<b>BOS</b>	Behörden und Organisationen mit Sicherheitsaufgaben
<b>Cloud-Service</b>	Als Cloud-Service wird ein Bereitstellungskonzept bezeichnet, das es erlaubt bei Bedarf über ein Netz (z.B. Internet) auf Rechnerressourcen (Netze, Server, Anwendungen und Dienste) zuzugreifen.
<b>Roll-Over-Effekt</b>	Gemäß GBC Notation beziehen sich die Kursziele immer auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Der Roll-Over-Effekt ist die Prolongation (Verlängerung) des vorausschauenden Kurszielzeitraums um eine weitere 18- Monatsperiode.
<b>Build-and-partnering-and-Buy (Ansatz)</b>	Der Build-and-partnering-and-Buy Ansatz wird häufig im Zusammenhang mit der Unternehmensstrategie verwendet. Hierbei wird ein organisches und anorganisches Wachstum bezeichnet, sowie ein Wachstum über Kooperationen.
<b>On-premise (-Lösungen)</b>	On-premise bezeichnet Kundenlösungen, die beim jeweiligen Kunden vor Ort im Rechenzentrum installiert werden.
<b>SaaS</b>	Software as a Service (Software als Dienstleistung, häufig im Rahmen eines Abo-Modells)
<b>Schmutzdaten-Cloud</b>	Unter einer Schmutzdaten-Cloud versteht man eine externe Speicherressource eines Cloud-Anbieters, auf der nicht vertrauenswürdige Daten gelagert werden, um die internen Systeme und hochsensible Daten vor eventueller Schadsoftware zu schützen.

## ANHANG

### I.

#### **Research unter MiFID II**

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

### II.

#### **§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss**

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

#### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

#### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.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 Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (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.
- (6) b) Es erfolgte eine 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 beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.

(9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, 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), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst**

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst**

### **§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg  
Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](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)