

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

Rating: KAUFEN
Kursziel: 9,40 EUR
(bisher: 9,20 EUR)

aktueller Kurs: 3,84
 03.03.2023 / XETRA / 09:26
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0KEXC7
 WKN: A0KEXC
 Börsenkürzel: V3S
 Aktienanzahl³: 8,04
 Marketcap³: 30,87
 EnterpriseValue³: 25,65
³ in Mio. / in Mio. EUR
 Freefloat: 58,5 %

Transparenzlevel:
 Freiverkehr
 Marktsegment:
 Börse Frankfurt (Scale)
 Rechnungslegung:
 HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
 filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger
 greiffenberger@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 7

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung 06.03.23 (08:04 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 06.03.23 (11:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2023

Unternehmensprofil

Branche: Software, Technologie

Fokus: Software für Kassensysteme und dazugehörige Hardware

Mitarbeiter: 191 (30.06.2022)

Gründung: 2006

Firmensitz: Münster

Vorstand: Thomas Stümmeler; Dr. Ralf-Peter Simon; Christoph Thye (geplant)

Die Vectron Systems AG ist ein full-size Systemlösungsanbieter, der aus eigener Engineering-Leistung heraus Hardware, Software und cloudbasierte Services im internationalen Markt anbietet. Neben Entwicklung, Vertrieb und entgeltlicher Überlassung von integrierten Lösungen für Kasseninstallationen, gehören Software- und cloudbasierte Datenanalyse-, Datenmanagement-, Warenwirtschafts-, CRM- und Service-Module sowie Schnittstellen für Drittanbieter zum Leistungsspektrum. Die Vectron Cloud-Services umfassen digitale Dienste, die sich neben dem B2B- auch an den B2C-Bereich richten. Sie beinhalten die Analyse, das Verarbeiten und das Reporting von produktbezogenen Transaktionsdaten. Des Weiteren werden Kundenbindungstools wie digitale Stempelkarten, Coupons und Deals sowie Effizienzwerkzeuge, beispielsweise Tischreservierung und Lieferservice, angeboten. Alle Dienste sind direkt mit dem Kassensystem verbunden, wodurch dieses zum zentralen Data Center wird.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2022*	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
Umsatz	25,2	36,75	43,18	51,29
EBITDA	-4,0	1,82	5,27	8,55
EBIT	-	0,32	3,74	7,02
Jahresüberschuss	-	0,03	1,99	3,90

*gemäß vorläufigen Zahlen

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-	0,00	0,25	0,49
Dividende je Aktie	-	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,02	0,70	0,59	0,50
EV/EBITDA	-6,41	14,12	4,86	3,00
EV/EBIT	-	80,94	6,85	3,66
KGV	-	1195,45	15,51	7,91
KBV				

Finanztermine

28.04.2023: Geschäftsbericht 2022
 13.06.2023: Hauptversammlung
 31.08.2023: Halbjahresbericht 2023

****letzter Research von GBC:**

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
 05.01.2023: RS / 9,20 / KAUFEN
 13.09.2022: RS / 9,35 / KAUFEN
 22.06.2022: RS / 11,00 / KAUFEN
 04.03.2022: RS / 15,70 / KAUFEN

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

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

Vorläufige Zahlen 2022: Weitestgehend im Rahmen der Erwartungen ausgefallen; Vectron stellt neue Mittelfristprognose vor; leichte Kurszielerhöhung auf 9,40 €; Rating KAUFEN

in Mio. €	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022	GBC-Prognose 2022 (alt)
Umsatzerlöse	25,00	38,23	25,2	26,80
EBITDA	-1,67	4,71	-4,0	-3,80

Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Vorläufige Zahlen im Rahmen der Erwartungen

Gemäß vorläufigen Zahlen hat die Vectron Systems AG (Vectron) das abgelaufene Geschäftsjahr mit einem deutlichen Umsatzrückgang in Höhe von 34,1 % auf 25,2 Mio. € (VJ: 38,2 Mio. €) abgeschlossen. Begleitet wurde dieser von einem ebenfalls sichtbaren Rückgang des EBITDA auf -4,0 Mio. € (VJ: 4,71 Mio. €). Im Rahmen einer im November 2022 publizierten Gewinnwarnung hatte das Vectron-Management eine weitere Reduktion der Guidance vorgenommen, ohne jedoch konkrete Zahlen zu nennen. Bis zum Zeitpunkt der Gewinnwarnung lag die erwartete Umsatzbandbreite bei 27 Mio. € bis 30 Mio. € und das erwartete EBITDA bei -2,05 bis - 0,45 Mio. €, so dass die vorläufigen Zahlen damit im Rahmen der angepassten Guidance liegen. Auch in unseren bisherigen Prognosen (siehe Studie vom 05.01.2023) hatten wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 26,80 Mio. € und mit einem EBITDA in Höhe von -3,80 Mio. € ein deutlich rückläufiges Geschäft erwartet.

Die operative Entwicklung des abgelaufenen Geschäftsjahres 2022 war dabei von einem Auslaufen der TSE-konformen Kassenumstellung gekennzeichnet sowie vom schwierigen Marktumfeld geprägt, welches mit einer niedrigen Investitionsbereitschaft einhergegangen war. Der EBITDA-Rückgang war darüber hinaus von Einmalaufwendungen des aufgelegten Kostensenkungsprogramms „Fit for Future“ belastet. Nach Unternehmensangaben wurden in 2022 Restrukturierungskosten, die sich in erster Linie aus Abfindungszahlungen zusammensetzen, in Höhe von 1,5 Mio. € berücksichtigt. Ohne diesen Effekt hätte die Vectron ein EBITDA in Höhe von -2,5 Mio. € ausgewiesen. Die jährlichen Einsparungen beziffert das Management auf rund 3,0 Mio. €, was sich insbesondere ab der zweiten Jahreshälfte 2023 bemerkbar machen dürfte.

Vectron präsentiert Mittelfrist-Prognose

Die Einsparungen sollen vor allem durch die Auslagerung der Hardware-Produktion erzielt werden, was als ein logischer Schritt hin zur Ausweitung der Digitalumsätze, bei einer gleichzeitigen Reduktion der einmaligen Hardwareumsätze, zu verstehen ist. Die Fokussierung auf die Digitalstrategie wird auch anhand der monatlich wiederkehrenden Umsätze sichtbar, die sich in 2022 um 37 % auf 8,9 Mio. € (VJ: 6,6 Mio. €) deutlich erhöht haben. Mit der Ausweitung des Digitalgeschäftes aus der anstehenden Einführung weiterer Cloud-Pakete (DATEV-Schnittstelle, digitaler Bon, Reporting-App, Payment, Tischreservierung, Online- Bestellungen etc.) sollen die wiederkehrenden Umsätze künftig deutlich an Bedeutung gewinnen. Im Zusammenspiel mit den Kosteneinspareffekten sollte die Geschäftsentwicklung zukünftig deutlich stabiler und mit einer höheren Rentabilität einhergehen.

Darüber hinaus dürfte die Ende 2022 erworbene und seit dem 01.01.2023 konsolidierte arcade group AG, ein Couponing-Spezialist, zur weiteren Verringerung der Abhängigkeit vom Kassengeschäft führen. Zugleich werden ein neuer Bereich Marketingdienstleistungen etabliert werden und neue Kundengruppen erschlossen.

Auf diesen Annahmen basierend hat die Vectron am 02.03.2023 eine Mittelfristprognose, welche den Zeitraum 2023 bis 2025 umfasst, präsentiert. Aufgrund des erwarteten Wachstums bei den digitalen Diensten sowie durch die erstmalige Konsolidierung der acardo werden folgenden Prognosebandbreiten in Aussicht gestellt:

Geschäftsjahr	Umsatz	EBITDA
2023e	36,0 bis 37,8 Mio. €	1,3 bis 2,2 Mio. €
2024e	41,0 bis 45,5 Mio. €	4,0 bis 6,2 Mio. €
2025e	48,8 bis 54,2 Mio. €	7,3 bis 9,7 Mio. €

GBC-Prognosen angepasst

in Mio. €	GJ 2023e (alt)	GJ 2023e (neu)	GJ 2024e (alt)	GJ 2024e (neu)	GJ 2025e
Umsatzerlöse	38,96	36,75	46,93	43,18	51,29
EBITDA	2,45	1,82	7,35	5,27	8,55
EBIT	0,92	0,32	4,88	3,74	7,02
Nachsteuerergebnis	0,20	0,03	3,21	1,99	3,90

Quelle: GBC AG

Wir haben unsere Prognosen an die neue Mittelfrist-Guidance, welche unserer Ansicht nach gut nachvollziehbar ist, angepasst. In unseren Prognosen gehen wir unverändert davon aus, dass spätestens ab dem Geschäftsjahr 2025 die wiederkehrenden Umsätze für den überwiegenden Anteil der Vectron-Umsatzerlöse (ohne acardo) verantwortlich sein werden. Dies liegt an den im laufenden Geschäftsjahr 2023 anstehenden Einführungen von Digital-Services, für die in den kommenden Geschäftsjahren eine zunehmenden Marktdurchdringung erreicht werden sollte. Demgegenüber rechnen wir mit einer nur seitwärtsgerichteten Entwicklung der einmaligen Umsatzerlöse, die bereits im abgelaufenen Geschäftsjahr auf niedrigem Niveau lagen. Die im Zusammenspiel mit den Kosteneinsparereffekten vorliegende steigende Rentabilität sollte ab dem zweiten Halbjahr 2023 für einen überproportionalen Ergebnisanstieg sorgen.

Wie in der bisherigen Researchstudie (siehe Studie vom 04.01.2023) bereits dargestellt, haben wir in den Schätzungen auch die Effekte aus der acardo-Akquisition berücksichtigt. Für das laufende Geschäftsjahr 2023 rechnet das acardo-Management mit Umsatzerlösen in Höhe von 12,5 Mio. € und einem EBITDA in Höhe von 2,8 Mio. € (EBITDA-Marge: 22,4%). Für die Folgejahre unterstellen wir jeweils zweistellige Umsatzwachstumsraten und eine weitere Verbesserung der EBITDA-Marge.

In unseren um die angepassten Prognosen aktualisierten DCF-Bewertungsmodell haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 9,40 € (bisher: 9,20 €) ermittelt. Zwar ergibt sich aus der leichten Prognosereduktion für die Geschäftsjahre 2023 und 2024 eine leichte Kurszielminderung, da wir jedoch erstmals die Schätzungen für das Geschäftsjahr 2025 berücksichtigen, liegt eine höhere Basis für die Stetigkeitsphase unseres Bewertungsmodells vor. Dies hat letztendlich die leichte Kurszielerhöhung ausgelöst. Ausgehend von einem aktuellen Aktienkurs in Höhe von 3,76 € vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.

Bewertung

Modellannahmen

Die Vectron Systems AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2023 - 2025 in Phase 1, erfolgt von 2026 bis 2030 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 7,5 % (bisher: 7,5 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 22,0% (bisher: 22,0 %) angenommen. Dies als Folge, des höheren Margenniveaus der erworbenen Gesellschaft acardo. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Vectron Systems AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,50 % (bisher: 1,50 %).**

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 1,46.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,51 % (bisher: 9,51 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,51 % (bisher: 9,51 %).

Modellergebnis

Als Resultat des DCF-Bewertungsmodells liegt ein Kursziel in Höhe von 9,40 € (bisher: 9,20 €) vor. Dem kurszielmindernden Effekt aus der leichten Prognosereduktion steht ein kurszielerhöhender Effekt im Zusammenhang mit der erstmaligen Berücksichtigung des Geschäftsjahres 2025 als letzte Periode der konkreten Schätzzeitraums. Hiernach liegt eine höhere Basis für die Stetigkeitsphase unseres Bewertungsmodells vor.

Vectron Systems AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	7,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	22,0%	ewige EBITA - Marge	19,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	11,6%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	9,9%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	
Umsatz (US)	36,75	43,18	51,29	55,13	59,27	63,71	68,49	73,63	
<i>US Veränderung</i>	45,3%	17,5%	18,8%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	3,28	3,57	3,89	3,89	3,89	3,89	3,89	3,89	
EBITDA	1,52	5,27	8,55	12,13	13,04	14,02	15,07	16,20	
<i>EBITDA-Marge</i>	4,1%	12,2%	16,7%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	
EBITA	0,02	3,74	7,02	10,60	11,39	12,25	13,17	14,15	
<i>EBITA-Marge</i>	0,1%	8,7%	13,7%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%
Steuern auf EBITA	-0,01	-1,12	-2,10	-3,18	-3,42	-3,67	-3,95	-4,25	
<i>zu EBITA</i>	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	0,02	2,62	4,91	7,42	7,98	8,57	9,22	9,91	
Kapitalrendite	0,1%	15,1%	26,4%	36,9%	40,6%	40,6%	40,6%	40,6%	38,5%
Working Capital (WC)	6,20	6,50	6,90	5,46	5,87	6,31	6,78	7,29	
<i>WC zu Umsatz</i>	16,9%	15,1%	13,5%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	
<i>Investitionen in WC</i>	0,06	-0,30	-0,40	1,44	-0,41	-0,44	-0,47	-0,51	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	11,20	12,10	13,20	14,19	15,25	16,40	17,63	18,95	
<i>AFA auf OAV</i>	-1,50	-1,53	-1,53	-1,53	-1,64	-1,77	-1,90	-2,04	
<i>AFA zu OAV</i>	13,4%	12,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-2,47	-2,43	-2,63	-2,52	-2,71	-2,91	-3,13	-3,37	
Investiertes Kapital	17,40	18,60	20,10	19,65	21,12	22,71	24,41	26,24	
EBITDA	1,52	5,27	8,55	12,13	13,04	14,02	15,07	16,20	
Steuern auf EBITA	-0,01	-1,12	-2,10	-3,18	-3,42	-3,67	-3,95	-4,25	
Investitionen gesamt	-12,40	-2,73	-3,03	-19,08	-3,12	-3,35	-3,60	-3,87	
<i>Investitionen in OAV</i>	-2,47	-2,43	-2,63	-2,52	-2,71	-2,91	-3,13	-3,37	
<i>Investitionen in WC</i>	0,06	-0,30	-0,40	1,44	-0,41	-0,44	-0,47	-0,51	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	-10,00	0,00	0,00	-18,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-10,89	1,42	3,41	-10,13	6,50	6,99	7,51	8,08	127,51

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	81,51	87,85
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	14,02	13,93
<i>Barwert des Continuing Value</i>	67,49	73,91
Nettoschulden (Net debt)	5,95	5,43
Wert des Eigenkapitals	75,56	82,42
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	75,56	82,42
Ausstehende Aktien in Mio.	8,04	8,04
Fairer Wert der Aktie in EUR	9,40	10,25

Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	1,5%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,46
Eigenkapitalkosten	9,5%
<i>Zielgewichtung</i>	100,0%
Fremdkapitalkosten	2,8%
<i>Zielgewichtung</i>	0,0%
Taxshield	28,7%
WACC	9,5%

Kapitalrendite	WACC				
	8,9%	9,2%	9,5%	9,8%	10,1%
38,0%	10,36	9,80	9,29	8,82	8,39
38,3%	10,42	9,86	9,34	8,87	8,44
38,5%	10,49	9,92	9,40	8,92	8,49
38,8%	10,55	9,98	9,46	8,98	8,54
39,0%	10,62	10,04	9,52	9,03	8,59

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

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

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,6a,7,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

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

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

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Karin Jägg, Email: jaegg@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvertr. Chefanalyst
Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de