

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

Rating: KAUFEN
Kursziel: 9,20 EUR
(bisher: 9,35 EUR)

aktueller Kurs: 4,26
 03.01.2023 / XETRA / 17:36
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0KEXC7
 WKN: A0KEXC
 Börsenkürzel: V3S
 Aktienanzahl³: 8,04
 Marketcap³: 34,24
 EnterpriseValue³: 29,02
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 8

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung 04.01.23 (15:25 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 05.01.23 (10:00 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	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024e
Umsatz	38,23	26,80	38,96	44,71
EBITDA	4,71	-3,08	2,45	5,91
EBIT	3,13	-4,58	0,92	4,14
Jahresüberschuss	2,44	-3,80	0,20	2,45

*gemäß vorläufigen Zahlen

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,30	-0,47	0,02	0,30
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,76	1,08	0,74	0,65
EV/EBITDA	6,17	-9,43	11,85	4,91
EV/EBIT	9,28	-6,34	31,54	7,01
KGV	14,05	-9,01	171,57	13,98
KBV	1,34			

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
 13.09.2022: RS / 9,35 / KAUFEN
 22.06.2022: RS / 11,00 / KAUFEN
 04.03.2022: RS / 15,70 / KAUFEN
 01.02.2022: RS / 17,10 / 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“

Akquisition der acardo group AG erweitert Produktspektrum und verringert Abhängigkeit vom Kassengeschäft; nach Reduktion der Vectron-Prognosen haben wir das Kursziel auf 9,20 € (bisher: 9,35 €) leicht reduziert; Rating KAUFEN

Erwerb der acardo group AG

Kurz vor Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres 2022 hat die Vectron Systems AG (Vectron) den Erwerb der acardo group AG (acardo) bekannt gegeben. Bei der acardo handelt es sich um einen Spezialisten für Couponing und anderen innovativen Verkaufsförderkonzepten, welcher den Branchenschwerpunkt auf den Lebensmittelhandel, Drogerien, Apotheken und Kino hat.

Bindeglied zwischen Einzelhandel und Konsumgüterindustrie

acardo hat in ihrer 20jährigen Unternehmenshistorie umfangreiche Kontakte im Lebensmitteleinzelhandel (Edeka, Kaufland, Drogeriemarkt Müller etc.) aufgebaut. Diesen Kunden bietet die Gesellschaft automatische Couponlösungen und -verrechnungen (Clearing), eine automatische warenkorbbasierte Ausspielung von Coupons auf den Kassensbon (Check-out-Couponing) sowie Coupons in Apps und auf Webseiten an. acardo verfügt beim Einzelhandel über mehr als 30.000 Akzeptanzstellen.

Auf Basis der umfangreichen Kontakte im Lebensmitteleinzelhandel werden den von acardo betreuten Konsumgüterhersteller (Coca-Cola, Nestlé, Unilever, Warner Bros., Beiersdorf, L'Oréal, Milupa, Krombacher, Fisherman's Friend etc.) Verkaufsförderkampagnen angeboten. Im Rahmen ihres Digitalpaketes findet über die digitalen Apps (couponplatz, scondoo, EDEKA und Müller App) eine direkte und spezifische Kundenansprache statt. acardo fungiert dabei als Bindeglied zwischen Händler und Konsumgüterindustrie. Darüber hinaus bietet die Gesellschaft Full-Service-Lösungen bei Gewinnspielen, Geld-zurück-Garantien, Sampling, Prämien oder Loyalty-Programmen an.

Vectron erweitert Produktspektrum und verringert Abhängigkeit vom Kassengeschäft

Mit der Einbindung der acardo -Produkte und Dienstleistungen wird das Produktspektrum der Vectron erheblich ausgeweitet und die Gesellschaft wird in ihrer neuen Form deutlich weniger vom volatilen Kassengeschäft abhängig sein. Gemäß Unternehmensangaben werden die Umsätze künftig aus den Bereichen Kassensysteme, digitale Dienstleistungen sowie aus den nun erworbenen Marketingdienstleistungen der acardo bestehen. Kassensysteme werden dabei eine zunehmend unwichtigere Rolle spielen, während die beiden letztgenannten Umsatzbereiche an Bedeutung gewinnen sollen. Gleichzeitig wird die Branchenabhängigkeit von der Gastronomie sichtbar verringert werden.

Die Vectron erkennt dabei ein großes Potenzial für Verkaufsförderung und Couponing in ihren Zielbranchen Gastronomie und Bäckereien und sieht die Kassensysteme als Schlüssel zur erfolgreichen Digitalisierung. Daraus lässt sich ableiten, dass insbesondere der Kundentausch beider Gesellschaften als ein wesentlicher Synergieeffekt der Akquisition zugrunde lag. Nach Unternehmens-Angaben soll das Geschäft der acardo weiter selbstständig geführt werden, was unter anderem auch durch die Einberufung des acardo-Vorstandes Christoph Thye in den Vectron-Vorstand belegt wird.

Nach Zusammenschluss deutliche Verbesserung der operativen Kennzahlen

Die acardo-Akquisition wird auch das Zahlenbild der Vectron erheblich verändern. Gemäß Unternehmensmeldung erwartet das acardo-Management für das laufende Geschäftsjahr 2023 nach HBG-Rechnungslegung Umsatzerlöse in Höhe von 12,5 Mio. € und ein EBITDA

in Höhe von rund 2,8 Mio. €. Gemäß zuletzt verfügbaren Daten im Bundesanzeiger hatte acardo zum 31.12.2020 einen im Eigenkapital erfassten Gewinn in Höhe von 0,22 Mio. € (2019: 0,69 Mio. €) ausgewiesen. Per 31.12.2020 belief sich das Eigenkapital insgesamt auf 2,07 Mio. €, was einer EK-Quote in Höhe von 17,8 % entspricht. Die optisch niedrige EK-Quote dürfte dem Geschäftsmodell geschuldet sein. Diesbezüglich muss acardo bei den Kampagnen in Vorleistung gehen, was dazu führt, dass einem hohen Anteil an Forderungen (10,38 Mio. €) hohe Verbindlichkeiten (9,05 Mio. €) gegenüberstehen.

Um die Auswirkungen der per 01.01.2023 erstmalig konsolidierten acardo einschätzen zu können, wird derzeit vom Vectron-Management eine detaillierte Planung erstellt. Diese dürfte, nachdem auch eine Überführung der acardo in die IFRS-Rechnungslegung modelliert wird, in den kommenden Wochen vorgestellt werden.

Große Kaufpreisbandbreite hängt wesentlich von acardo-Ergebnisentwicklung ab

Der mögliche Gesamtpreis liegt, je nach operativer Entwicklung der acardo, zwischen 14 Mio. € und 35 Mio. €. Sofort fällig wird der fixe Bestandteil des Kaufpreises in Höhe von rund 10 Mio. €. Ein Teil des fixen Kaufpreises wird über ein Verkäuferdarlehen sowie durch einen Werbekostenzuschuss eines Vorlieferanten in Millionenhöhe finanziert. Zwar sind die genauen Größenordnungen nicht bekannt gegeben worden, wir gehen davon aus, dass die Vectron nach Zahlung der ersten Kaufpreisrate noch über einen hohen Liquiditätsbestand verfügen wird.

Der zweite Teil des Kaufpreises wird im Geschäftsjahr 2026 als Earn-Out fällig und hängt vom Durchschnitts-EBIT der acardo der Geschäftsjahre 2024 und 2025 ab. Ein kleinerer Teil des Earn-Out ist an die Entwicklung des acardo-Nachsteuerergebnisses gekoppelt. Der Earn-Out liegt in einer Spannbreite von 4 bis 25 Mio. €, wobei der Maximal-Betrag erst bei einer deutlichen Überschreitung der acardo-Planungen fällig wird.

Auf dieser Basis liegt der auf dem für 2023 erwarteten EBITDA bezogene Kaufpreismultiplikator in einer Bandbreite von 5,0 x und 12,5 x, was als attraktiv eingestuft werden kann.

GBC-Prognosen

Zuletzt hatten wir unsere Prognosen im Rahmen einer am 13.09.2022 veröffentlichten Research Note angepasst. Der damalige Stand hatte die erste Meldung des Kostensenkungsprogramms „Fit for Future“ enthalten. Zwischenzeitlich hatte jedoch die Vectron die 9-Monatszahlen 2022 veröffentlicht sowie, auf Basis der schwächeren Geschäftsentwicklung, weitere Kostensenkungen angekündigt, die die Ergebniserwartungen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2022 weiter reduzieren.

Zur Einordnung: die Entwicklung der 9-Monatszahlen 2022

In den ersten neun Monaten 2022 hat die Vectron erwartungsgemäß einen deutlichen Umsatzrückgang in Höhe von 38,6 % auf 18,3 Mio. € (VJ: 29,8 Mio. €) hinnehmen müssen. Wie bislang unterjährig von der Gesellschaft kommuniziert, dürfte insbesondere das weitestgehende Auslaufen der TSE-konformen Kassenumstellung, also des so genannten Fiskalisierungseffektes, zu dieser Entwicklung beigetragen haben. Dies hatte sich auch im dritten Quartal 2022 fortgesetzt, in dem die Umsätze mit 5,7 Mio. € (VJ: 8,4 Mio. €) deutlich unter dem Vorjahreswert lagen.

Trotz des im Vorfeld erwarteten Umsatzrückgangs liegt die bisherige Geschäftsentwicklung unter unseren Erwartungen. Neben dem Wegfall des Fiskalisierungseffektes hatte auch das schwierige Umfeld (hohe Inflation, schlechtes Konsumklima etc.) zu einem rückläufigen Investitionsverhalten der Vectron-Kunden geführt. Positiv hervorzuheben ist hingegen der fortgesetzte Ausbau der wiederkehrenden Umsätze, die im Rahmen der

Digitalisierungsstrategie der Gesellschaft auf 6,5 Mio. € (VJ: 4,6 Mio. €) deutlich gesteigert wurden. Diese liegen sowohl im Rahmen unserer Erwartungen als auch im Rahmen der Vectron-Guidance, die auf Gesamtjahresbasis von wiederkehrenden Umsätzen in Höhe von 9,0 bis 9,5 Mio. € in Aussicht stellt.

Angesichts des deutlichen Umsatzrückgangs weist die Vectron eine starke EBITDA-Minderung auf -2,6 Mio. € (VJ: 5,1 Mio. €) auf. Diese ist jedoch nur zum Teil auf die rückläufige Geschäftsentwicklung zurückzuführen. Denn im August 2022 hat das Vectron-Management über den Beschluss eines Kostensenkungsprogramms informiert, im Rahmen dessen sich jährliche Einsparungen von 1,80 Mio. € bis 2,16 Mio. € umsetzen lassen. Bei der Umsetzung dieses Programms fallen Restrukturierungskosten in Höhe von 1,25 Mio. €, die in 2022 berücksichtigt werden. Gemäß Unternehmensangaben dürfte der Verlust zur Hälfte und damit in etwa in Höhe von 1,3 Mio. € aus Rückstellungen für das Kostensenkungsprogramm zusammenhängen. Bereinigt um diesen Effekt wäre ein EBITDA in Höhe von -1,3 Mio. € (VJ: 5,1 Mio. €) ausgewiesen worden.

Prognoseanpassung nach weiteren Kostenmaßnahmen

Mit Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2022 hatte das Vectron-Management die Umsatz-Guidance auf 27 bis 30 Mio. € kommuniziert und gleichzeitig ein EBITDA nach Restrukturierungskosten in Höhe von -2,05 bis -0,45 Mio. € in Aussicht gestellt. Mit Meldung vom 14.11.2022 hatte das Management, angesichts der unter den Erwartungen liegenden Geschäftsentwicklung, weitere Kosteneinsparmaßnahmen bekannt gegeben. In diesem Zusammenhang wurden keine konkreten Zahlen genannt, die Ergebnis-Guidance wurde jedoch reduziert.

Neue Schätzungen unter Berücksichtigung der acardo-Akquisition

Analog zur Unternehmenserwartung haben wir unsere Stand-Alone-Schätzungen für das Geschäftsjahr 2022 deutlich reduziert und gleichzeitig auch für die folgenden Schätzperioden 2023 und 2024 nach unten angepasst. Wir rechnen für das bereits beendete Geschäftsjahr 2022 nunmehr mit Umsatzerlösen in Höhe von 26,80 Mio. € (bisher: 27,69 Mio. €) und mit einem EBITDA in Höhe von -3,08 Mio. € (bisher: -2,31 Mio. €). Das abgelaufene Geschäftsjahr dürfte daher noch stärker von den Restrukturierungsaufwendungen, die sich insbesondere aus Abfindungszahlungen für entlassene Mitarbeiter zusammensetzen, geprägt sein. Aus konservativen Gesichtspunkten heraus erwarten wir auch für die kommenden Geschäftsjahre ein deutlich niedrigeres Geschäftsniveau. Für 2023 rechnen wir mit nun mit Umsätzen in Höhe von 26,46 Mio. € (bisher: 35,81 Mio. €) bzw. für 2024 in Höhe von 30,96 Mio. € (bisher: 46,93 Mio. €). Das EBITDA für 2023 schätzen wir auf -0,35 Mio. € (bisher: 3,86 Mio. €) und für 2024 auf 2,76 Mio. € (bisher: 7,35 Mio. €).

Unsere deutliche Prognoseanpassung sollte aber zum Teil durch den Zugang der acardo ausgeglichen werden. Wir orientieren uns an der im Rahmen der Akquisitionsmeldung für 2023 kommunizierten Umsatzerwartung in Höhe von 12,5 Mio. € und EBITDA-Erwartung in Höhe von 2,8 Mio. €. Für 2024 unterstellen wir ein Umsatzwachstum in Höhe von 10 % auf 13,75 Mio. € und einen EBITDA-Anstieg in Höhe von 12,5 % auf 3,15 Mio. €.

in Mio. €	GJ 2022e (alt)	GJ 2022e (neu)	GJ 2023e (alt)	GJ 2023e (neu)	GJ 2024e (alt)	GJ 2024e (neu)
Umsatzerlöse	28,41	26,80	35,81	38,96	46,93	44,71
EBITDA	-1,90	-3,08	3,86	2,45	7,35	5,91
EBIT	-3,40	-4,58	1,97	0,92	4,88	4,14
Nachsteuerergebnis	-2,83	-3,80	1,18	0,20	3,21	2,45

Quelle: GBC AG

In Summe dürften aber die aus der Akquisition resultierenden Umsätze und Ergebnisse nicht die Stand-Alone-Prognoseanpassung ausgleichen (siehe Tabelle).

Bewertung

Modellannahmen

Die Vectron Systems AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2022 - 2024 in Phase 1, erfolgt von 2025 bis 2029 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 7,5 % (bisher: 6,5 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 22,0 % (bisher: 20,0 %) 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: 1,25 %).**

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 1,46.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,51 % (bisher: 9,26 %) (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: 9,26 %).

Modellergebnis

Das im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells ermittelte Kursziel liegt bei 9,20 € (bisher: 9,35 €). Die Kurszielminderung ist insbesondere eine Folge der reduzierten Prognosen der Vectron AG, die nun, trotz der Hinzunahme der Schätzungen der neu erworbenen acardo, unterhalb unserem bisherigen Schätzniveau liegen. Darüber hinaus hat die Anhebung des risikolosen Zinssatzes ebenfalls zu einer Kurszielminderung geführt. Den kaufpreisbedingten Liquiditätsabfluss haben wir für das laufende Geschäftsjahr mit 10 Mio. € berücksichtigt und für 2026 haben wir einen Earn-Out von 13,00 Mio. € angesetzt.

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	18,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	13,4%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	9,9%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
Umsatz (US)	26,90	39,06	44,81	48,17	51,78	55,67	59,84	64,33	
US Veränderung	-29,8%	45,2%	14,7%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,40	3,40	3,39	3,39	3,39	3,39	3,39	3,39	
EBITDA	-3,08	2,45	5,91	10,60	11,39	12,25	13,17	14,15	
EBITDA-Marge	-11,4%	6,3%	13,2%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	
EBITA	-4,58	0,92	4,14	8,83	9,49	10,20	10,97	11,79	
EBITA-Marge	-17,0%	2,4%	9,2%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%
Steuern auf EBITA	0,99	8,13	-0,38	-2,65	-2,85	-3,06	-3,29	-3,54	
zu EBITA	21,7%	-883,6%	9,2%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-3,58	9,05	3,76	6,18	6,64	7,14	7,68	8,25	
Kapitalrendite	-27,2%	66,1%	24,7%	35,3%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	33,3%
Working Capital (WC)	2,50	3,70	4,30	4,77	5,13	5,51	5,92	6,37	
WC zu Umsatz	9,3%	9,5%	9,6%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	
Investitionen in WC	-0,07	-1,20	-0,60	-0,47	-0,36	-0,38	-0,41	-0,44	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	11,20	11,50	13,20	14,19	15,25	16,40	17,63	18,95	
AFA auf OAV	-1,50	-1,53	-1,77	-1,77	-1,90	-2,05	-2,20	-2,36	
AFA zu OAV	13,4%	13,3%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	
Investitionen in OAV	-1,94	-1,83	-3,47	-2,76	-2,97	-3,19	-3,43	-3,69	
Investiertes Kapital	13,70	15,20	17,50	18,96	20,38	21,91	23,55	25,32	
EBITDA	-3,08	2,45	5,91	10,60	11,39	12,25	13,17	14,15	
Steuern auf EBITA	0,99	8,13	-0,38	-2,65	-2,85	-3,06	-3,29	-3,54	
Investitionen gesamt	-2,00	-13,03	-4,07	-3,23	-16,32	-3,57	-3,84	-4,13	
Investitionen in OAV	-1,94	-1,83	-3,47	-2,76	-2,97	-3,19	-3,43	-3,69	
Investitionen in WC	-0,07	-1,20	-0,60	-0,47	-0,36	-0,38	-0,41	-0,44	
Kaufpreis acardo	0,00	-10,00	0,00	0,00	-13,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-4,09	-2,45	1,46	4,72	-7,78	5,61	6,03	6,49	105,31

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	63,40	71,88
Barwert expliziter FCFs	7,66	10,84
Barwert des Continuing Value	55,74	61,04
Nettoschulden (Net debt)	-5,39	-2,04
Wert des Eigenkapitals	68,79	73,92
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	68,79	73,92
Ausstehende Aktien in Mio.	8,04	8,04
Fairer Wert der Aktie in EUR	8,56	9,20

Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	8,9%	9,2%	9,5%	9,8%	10,1%
32,8%	10,00	9,51	9,07	8,67	8,30
33,0%	10,06	9,58	9,14	8,73	8,35
33,3%	10,13	9,64	9,20	8,79	8,41
33,5%	10,20	9,71	9,26	8,84	8,46
33,8%	10,27	9,77	9,32	8,90	8,52

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:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 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