

GBC Research Anno

Avemio AG

AVEMIO

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 17

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“

Avemio AG^{*5a,7,11}

Transformation zum Medientechnologiekonzern mit Fokus auf marginstarke Digitalerlöse

Branche: Handel, Technologie
Fokus: Händler von professionellem Equipment zur Bewegtbildherstellung
Gründung: 1993 (Gründung der Teltec)

Mitarbeiter: ca. 200
Firmensitz: Frankfurt
Vorstand: Ralf P. Pfeffer (CEO); Norbert Gunkler (CFO)

Die Avemio Aktiengesellschaft ist ein Medientechnologiekonzern mit einer Fokussierung auf professionelle Film- und Fernsehtechnik. Die seit vielen Jahren stark wachsende und mit Abstand umsatzstärkste Handelsgruppe im deutschsprachigen B2B-Markt und größter Fachhändler in der Europäischen Union beliefert Content-Produzenten als herstellerunabhängiger Anbieter mit Produkten aller maßgeblichen Hersteller. Hierzu zählt auch die Beratung und technische Betreuung von kompletten Produktions-, Postproduktions- und Sendesystemen sowie die Planung, Erstellung und Systemintegration medientechnischer Workflows mit eigenen Softwareprodukten und Cloudangeboten. Die Avemio Group verfolgt eine internationale Buy-and-Build-Strategie sowie den Ausbau des marginstarken eigenen Softwareangebotes.

in Mio. €	GJ 24	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e
Umsatz	87,86	91,50	104,00	114,00
EBITDA	-0,93	3,14	8,35	12,49
EBIT	-4,71	-0,76	4,45	8,59
Jahresüberschuss	-6,54	-2,00	3,01	5,38
Gewinn je Aktie	-1,71	-0,52	0,79	1,40
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/Umsatz	0,12	0,11	0,10	0,09
EV/EBITDA	-11,32	3,35	1,26	0,84
EV/EBIT	-2,23	-13,82	2,36	1,22
KGV	-0,69	-2,26	1,50	0,84
KBV	0,18			

Investment Case

- Das Handelssegment war im Jahr 2024 von einer Investitionszurückhaltung, speziell bei größeren Projekten, betroffen. Zudem gab es keine neuen Produktinnovationen seitens der Hersteller.
- Der marginstärkere Digitalbereich weist hingegen eine hohe Umsatzdynamik auf. Verantwortlich hierfür ist die erstmalige ganzjährige Einbeziehung der Umsätze der 2023 erworbenen MoovIT/MSP. Grundsätzlich unterliegt der Markt für die Produktion von Bewegtbildinhalten einer digitalen Transformation. Aus diesem Grund legt die Avemio AG den Fokus auf den Ausbau des Digitalgeschäfts.
- Für das zweite Halbjahr 2025 ist die Einführung der beiden selbst entwickelten digitalen Produkte Cara.One und helmut.cloud geplant. Beide Produkte haben auf Fachmessen positives Feedback erhalten und sollten die erwartete hohe Dynamik des Digitalbereichs unterstützen.
- In 2025 sollte sich die Investitionszurückhaltung im Handelssegment etwas lösen. Der Digitalbereich hingegen sollte stark wachsen. Aufgrund des Bedeutungsgewinns der marginstärkeren Digitalumsätze sollte die Gesellschaft ihre Ergebnismargen sukzessive verbessern können.
- Kursziel von 15,00 € je Aktie ermittelt, Rating KAUFEN bestätigt.

Rating: KAUFEN
Kursziel: 15,00 EUR

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs vom 03.07.2025 1,18 EUR
Börsenplatz XETRA
ISIN DE000A2LQ1P6
WKN A2LQ1P
Aktienzahl (in Mio.) 3,83
MCap (in Mio. EUR) 4,52
Enterprise Value (in Mio.) 10,51

Transparenzlevel Primärmarkt
Marktsegment Freiverkehr Düsseldorf
GJ-Ende 31.12.
Rechnungslegung HGB

Aktionärsstruktur

BuCon GmbH 52,9%
TFM GmbH 17,4%
Streubesitz 29,6%

Finanztermine

29.08.25 Hauptversammlung
30.09.25 Halbjahresbericht 2025

Analysten

Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)
Niklas Ripplinger (ripplinger@gbc-ag.de)

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
15.07.2024: RS / 23,00 / KAUFEN
29.01.2024: RS / 32,00 / KAUFEN
17.08.2023: RS / 50,80 / KAUFEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen werden

Fertigstellung: 04.07.2025x (11:15 Uhr)
Erste Weitergabe: 07.07.2025 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2026

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 18

EXECUTIVE SUMMARY

● Die Avemio AG musste im abgelaufenen Geschäftsjahr 2024 eine rückläufige Geschäftsentwicklung hinnehmen. Dabei reduzierten sich die Umsätze um 11,4 % auf 87,86 Mio. € (VJ.: 99,15 Mio. €). Als Anbieter maßgeschneiderter Lösungen für die professionelle Produktion von Film-, TV- und Videoinhalten litt das Unternehmen insbesondere unter einer anhaltenden, konjunkturell bedingten Investitionszurückhaltung der Kunden. Darüber hinaus hatte sich die Innovationsgeschwindigkeit seitens der Hersteller nicht beschleunigt, wodurch den Kunden der Avemio AG Kaufanreize fehlten.

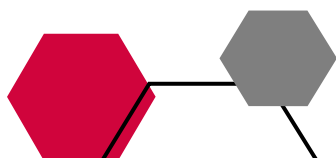
● Mit Blick auf die beiden Segmente lässt sich jedoch festhalten, dass lediglich das Handelssegment mit Umsätzen in Höhe von 78,8 Mio. € (VJ.: 96,1 Mio. €) für den konzernweiten Umsatzrückgang verantwortlich war. Im margenstärkeren Digitalbereich profitierte die Gesellschaft von der erstmals ganzjährigen Einbeziehung der Umsätze der 2023 erworbenen MoovIT/MSP und weist hier eine deutliche Umsatzsteigerung auf 8,5 Mio. € (Vj.: 2,9 Mio. €) aus. Die seit dem 01.08.2024 in die Avemio AG konsolidierten, erworbenen Unternehmen LEA/Infiniment haben mit einem Umsatzbeitrag in Höhe von 0,8 Mio. € nur ein niedriges anorganisches Wachstum beigesteuert.

● Die Umsatzreduktion spiegelt sich in einem ebenfalls rückläufigen EBITDA auf -0,93 Mio. € (Vj.: -0,05 Mio. €) wieder. Einerseits verbesserte sich aufgrund des höheren Digitalanteils der Rohertrag deutlich, andererseits legte der Personalaufwand aufgrund des ganzjährigen MoovIT-Einbezugs zu. Auch auf Nachsteuerergebnis-Ebene weist die Avemio AG einen Rückgang auf -6,54 Mio. € (VJ.: -3,45 Mio. €) aus. Maßgeblich dazu haben auch liquiditätsneutrale Goodwill-Abschreibungen beigetragen, die nach HGB-Rechnungslegung planmäßig vorgenommen werden. Aus der M&A-Aktivität der vergangenen Jahre resultierend beläuft sich der Goodwill zum 31.12.2024 auf 21,17 Mio. €, die Gesamtabschreibungen des vergangenen Geschäftsjahres beliefen sich auf 3,79 Mio. €.

● Für das laufende Geschäftsjahr 2025 erwartet der Avemio-Vorstand eine vorsichtige Auflösung der Investitionszurückhaltung auf Kundenseite und rechnet insbesondere ab dem zweiten Halbjahr mit Wachstumsimpulsen. Das Digitalsegment sollte hingegen von der Neueinführung eigener Produkte profitieren. Im Fokus stehen hier die Einführung von Cara.One und helmut.cloud, die ebenfalls ab dem zweiten Halbjahr zum Umsatzwachstum beitragen sollen. Insgesamt rechnet die Gesellschaft mit einem leichten Umsatzwachstum. Dieses sollte von den Auswirkungen des aufgelegten Kosteneinsparprogramms begleitet werden, mit dem ab 2026 jährlich 1,5 Mio. € eingespart werden sollen. Vor diesem Hintergrund sollte das EBITDA bereits im laufenden Geschäftsjahr 2025 wieder positiv ausfallen.

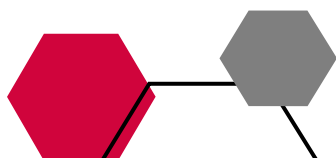
● Darauf aufbauend erwarten wir für 2025 einen Umsatzanstieg in Höhe von 4,1 % auf 91,50 Mio. €; für die kommenden Geschäftsjahre erwarten wir eine Beschleunigung des Umsatzwachstums. Hier unterstellen wir eine steigende Dynamik im Handelssegment und kalkulieren mit einem starken Umsatzwachstum im Digitalbereich. Die zunehmende Bedeutung des Digitalbereichs sowie die volle Entfaltung des Kosteneinsparprogramms sollten bis zum Ende unserer Schätzperiode (GJ 2027) wieder zweistellige EBITDA-Margen ermöglichen.

● Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel von 15,00 € ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs vergeben wir das Rating „KAUFEN“.



INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	3
Unternehmen.....	5
Geschäftsmodell	5
Markt und Marktumfeld.....	7
GEschäftsentwicklung 2024	8
Umsatzentwicklung 2024	8
Ergebnisentwicklung 2024	9
Vermögenslage zum 31.12.2024	11
Prognosen und Modellannahmen.....	12
Bewertung.....	15
DCF Modell	16
Anhang.....	17



UNTERNEHMEN

M&A-Strategie

Als operativ tätige Gesellschaft hat die Teltec AG in den vergangenen Geschäftsjahren eine Reihe von Unternehmensakquisitionen getätigt und damit aktiv die Marktkonsolidierung im Bereich der professionellen Bewegtbildtechnologie vorangetrieben. Nachdem im Jahr 2017 die inzwischen mit der Tochtergesellschaft VCT verschmolzene Videocation GmbH erworben wurde, fand im Jahr 2018 der Erwerb der Videodata-Gruppe statt, zu der die VDH, VDT und Creative Tools gehören. Im Jahr 2021 wurde die in Hamburg ansässige BPM Broadcast & Professional Media GmbH erworben, bevor die M&A-Aktivitäten im Geschäftsjahr 2023 wieder an Fahrt gewonnen haben. Hier wurden mit der MoovIT GmbH und der Aufstockung an der P.V.P., die nun vollständig zur Teltec-Gruppe gehört, zwei weitere Akquisitionen gemeldet.

Im Geschäftsjahr 2024 hat die Avemio AG über ihre Tochtergesellschaft TelTec AG 80 % (mittlerweile 100 %) der L.E.A. Investment GmbH sowie ihrer Tochtergesellschaft Infinment GmbH erworben. Die LEA-Gruppe ist ein Beratungshaus, das auf Corporate Finance spezialisiert ist und den Schwerpunkt auf Akquisitions- und Wachstumsfinanzierung legt. Mit diesem Erwerb erweitert die Avemio AG ihre Expertise für die Umsetzung ihrer weiterhin geplanten Buy-and-Build-Strategie und verbessert gleichzeitig die Finanzierungsmöglichkeiten bei der Umsetzung dieser Strategie. Gleichzeitig sollen die neu erworbenen Finanzierungsgesellschaften in die operative Tätigkeit der Avemio AG integriert werden. Demnach sollen die Absatzfinanzierungsmöglichkeiten für Kunden erweitert werden – ein Instrument, das insbesondere bei hochpreisigen Investitionsgütern gerne verwendet wird. Auch neue Instrumente wie Langzeit-Mietmodelle könnten mithilfe der LEA-Gruppe angeboten werden. Aufgrund der hohen Innovationsgeschwindigkeit bei den Produkten für den Broadcasting-Bereich könnte dies zu einer höheren Nachfrage führen. Dies würde, ähnlich wie das Digital-Segment, die wiederkehrende Umsatzbasis deutlich stärken.

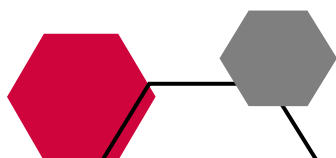
Geschäftsmodell

Handelsgeschäft als Fundament

Die Avemio AG ist ein führender Anbieter maßgeschneiderter Lösungen für die professionelle Produktion, Postproduktion, Archivierung und Distribution von Film-, TV- und Videoinhalten. Das Unternehmen beliefert professionelle Endkunden aus der Medienbranche mit hochwertiger Technik und integriert technische Komponenten verschiedener Hersteller zu komplexen Systemen. Mit zehn Vertriebsbüros an den wichtigsten Medienstandorten in Deutschland und Österreich ist die Avemio AG nah am Kunden. Die hochqualifizierten Vertriebsmitarbeiterinnen und -mitarbeiter bieten umfassende Beratung, Planung, Lieferung und technische Integration von Produktions-, Postproduktions-, Broadcast- und Archivsystemen für unterschiedlichste Branchen Anwendungen.

Als Value-Add Reseller (VAR) agiert die Avemio Group herstellerunabhängig und bietet einen Mehrwert durch die Integration verkaufter Komponenten, eine individuelle Planung und einen ausgeprägten technischen Service. Das Ziel ist es, ein bedeutender Medientechnologiekonzern für professionelles Bewegtbild zu werden.

Die Unternehmensgruppe ist aus einem Start-up namens Teltec im Jahr 1993 hervorgegangen und hat sich vor rund 15 Jahren zum herstellerunabhängigen Vollsortimenter gewandelt. Seitdem ist sie im Rahmen einer aktiven Konsolidierung



durch Unternehmenszukäufe zum Marktführer im deutschsprachigen Raum aufgestiegen.

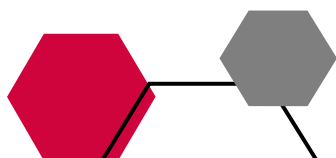
Das bisher unter den Marken Teltec, BPM und Video Data gebündelte Handelsgeschäft ist seit dem laufenden Geschäftsjahr 2025 unter der Dachmarke Teltec zusammengefasst. Mit der Bündelung des Markenportfolios setzt die Gesellschaft eine klare Positionierung am Markt durch, wodurch künftige Marketingmaßnahmen konzentrierter und zielgerichteter umgesetzt werden können. Auch auf operativer Ebene führen die Standortzusammenlegung, die Vereinheitlichung der Workflows sowie die Integration der Plattformlösungen zu Effizienzgewinnen und Kosteneinsparungen. Zusammen mit einer Personalreduktion sollen ab dem Geschäftsjahr 2026 jährliche Einspareffekte im einstelligen Millionen-Euro-Bereich erzielt werden.

Digitale Lösungen mit hohem Wachstums- und Ergebnispotenzial

Zusätzlich zum Handelsgeschäft, das das strategische Fundament der Gesellschaft bildet, wird das digitale Produktspektrum kontinuierlich ausgebaut. Damit durchläuft die Gesellschaft einen Wandel zu einem Medien- und Technologiekonzern. Neben dem damit einhergehenden Ausbau der Umsatzbasis geht der Ausbau des Digitalgeschäfts mit einem Anstieg wiederkehrender Erträge sowie insbesondere der operativen Ergebnismarge einher.

Innerhalb der Tochtergesellschaft avemio.digital, die als Inkubator für neue digitale Geschäftsmodelle tätig ist, ist die Entwicklung des Start-ups ObviousFuture GmbH, an dem die Avemio AG mit 51 % beteiligt ist, besonders erwähnenswert. Ihr Produkt Cara.One ist die fortschrittlichste KI-Lösung für die Suche in eigenen Mediendatenbanken, beispielsweise nach Bildern oder Videos. Zu den Funktionen von Cara.One zählen beispielsweise automatisierte Interview-Analysen, unterstützte Trailer-Konzepte sowie die KI-basierte Generierung plattformgerechter Social-Media-Highlights. Laut Unternehmensangaben kann der Postproduktionsprozess durch den Einsatz von Cara.One um den Faktor 10 beschleunigt werden. Über noch ausstehende Patente kann Cara.One auch in den Bereichen Überwachung, militärische Aufklärung oder medizinische Diagnostik eingesetzt werden, wodurch die Avemio AG eine deutliche Ausweitung der Kundenbranchen erreichen würde. Cara.One wurde auf der diesjährigen NAB-Show in Las Vegas mit dem Award „Product of the Year 2025“ ausgezeichnet.

Ein weiteres wesentliches digitales Avemio-Produkt ist die in Zusammenarbeit mit der MoovIT entwickelte Software helmut.cloud, die erstmals auf der Branchenmesse NAB 2024 in Las Vegas präsentiert wurde. Die Basis für das neu entwickelte Produkt ist die Software „Helmut4“, mit der Broadcaster und Produktionsfirmen Arbeitsabläufe zu standardisierten Projekten zentral verwalten können. Die Software unterstützt die dynamische Erstellung von Projekten, individuelle Workflows und eine Integration in die IT-Umgebung.



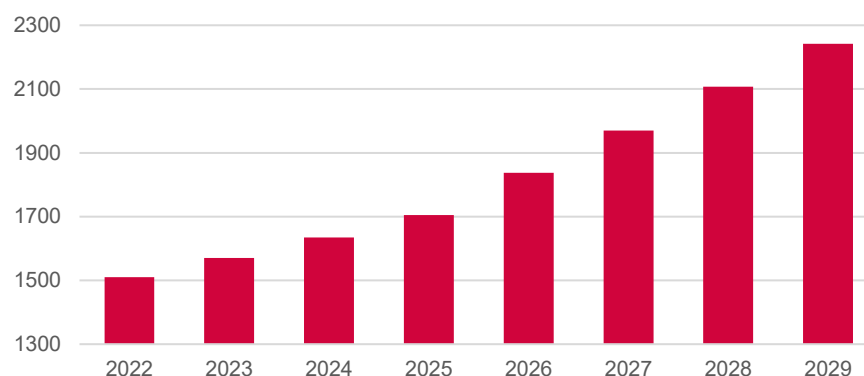
MARKT UND MARKTUMFELD

Unserer Auffassung nach hängt die Nachfrage nach den Produkten der Avemio AG mit der Produktion von Bewegtbildinhalten zusammen. Dabei entstehen Bewegtbildinhalte nicht nur in der klassischen TV- und Kinoproduktion: In den vergangenen Jahren ist die Anzahl der Produzenten außerhalb dieser ehemals dominierenden Branche deutlich angestiegen. Neben Streaming-Anbietern haben sich wachstumsstarke Bereiche wie YouTube, Instagram, Meta, Gaming und Virtual Reality zu einem wichtigen Nachfragefaktor etabliert. Weitere Abnehmer für die Produkte der Avemio AG lassen sich auch außerhalb der Medienproduktion finden, beispielsweise in Kliniken, bei Sicherheitsunternehmen oder bei professionellen Konferenzanbietern.

Zusätzlich zur deutlichen Verbreiterung des Einsatzgebietes und damit des Kundenspektrums unterliegt die gesamte Branche für sogenanntes Broadcasting Equipment dem Wandel von analogen zu digitalen Produkten, was für zusätzliches Wachstum sorgt. Laut Daten von Global Growth Insights macht das digitale Broadcasting mittlerweile 70 % des weltweiten Marktanteils aus. Hersteller von Medieninhalten müssen den Wandel zu 4K oder sogar 8K mitvollziehen, was mit zum Teil erheblichen Investitionen für das Upgrade einhergeht.

Ein weiterer wichtiger Wachstumsmotor ist die zunehmende Beliebtheit von Internet-Übertragungen. Die Verbreitung von Hochgeschwindigkeits-Internet und der steigende Konsum von Online-Videoinhalten machen immer leistungsfähigere Übertragungsgeräte erforderlich. Internet-Broadcasting-Plattformen wie YouTube oder Netflix verzeichnen ein exponentielles Wachstum. Das führt zu einer steigenden Nachfrage nach Encodern, Sendern und anderen Rundfunkgeräten. Der Aufstieg von Social-Media-Plattformen als Medium für Live-Streaming hat den Markt darüber hinaus gestärkt, da Content-Ersteller und Influencer hochwertige Geräte benötigen, um ansprechende Inhalte zu liefern.

Europäischer Markt für Broadcasting Equipment (in Mio. USD)



Quelle: Data Bridge Market Research

Laut einer Schätzung von Mordor Intelligence soll das weltweite Marktvolumen für Broadcasting Equipment bis 2030 auf 7,72 Mrd. USD ansteigen. Dies entspricht einem jährlichen durchschnittlichen Marktwachstum (CAGR) von 6,7 % ab der Ausgangsbasis des Jahres 2025 (5,58 Mrd. USD). Andere Marktforschungsinstitute erwarten für die kommenden Jahre ähnlich hohe Wachstumsraten. In der gesonderten Betrachtung wird für Europa für den Zeitraum 2022 bis 2029 ein durchschnittliches Marktwachstum von 5,8 % und damit eine ähnlich hohe Wachstumsdynamik erwartet.

GESCHÄFTSENTWICKLUNG 2024

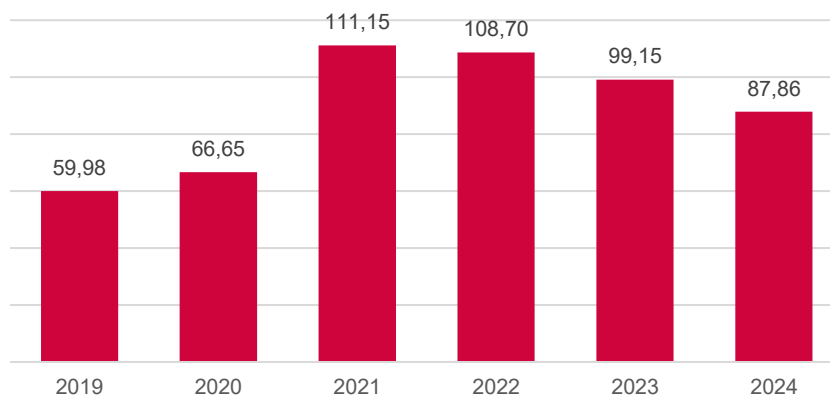
GuV in Mio. €	GJ 2021*	GJ 2022*	GJ 2023	GJ 2024
Umsatz	111,15	108,70	99,15	87,60
EBITDA	6,54	4,44	-0,05	-0,93
EBIT	5,48	3,30	-2,61	-4,71
Jahresüberschuss	3,46	1,79	-3,45	-6,54

Quelle: Avemio AG; GBC AG; *Pro-Forma-Konzernzahlen

Umsatzentwicklung 2024

Die seit 2023 an der Börse Düsseldorf notierte Avemio AG hat mit der Veröffentlichung des zweiten Konzernabschlusses eine rückläufige Geschäftsentwicklung präsentiert. Gegenüber dem Vorjahr reduzierten sich die Umsatzerlöse um 11,4 % auf 87,86 Mio. € (VJ.: 99,15 Mio. €). Als Anbieter maßgeschneiderter Lösungen für die professionelle Produktion von Film-, TV- und Videoinhalten war die Geschäftsentwicklung von einer anhaltenden, konjunkturell bedingten Investitionszurückhaltung der Kunden geprägt. Laut Unternehmensangaben liegt insbesondere seitens der Großkunden seit dem zweiten Halbjahr 2023 eine Nachfrageschwäche vor. Erschwerend hinzu kamen die Schauspieler- und Autorenstreiks in den USA, die sich negativ auf europäische und deutsche Produktionen ausgewirkt haben dürften. Nachlaufbelastungen dieses Sondereffekts dürften auch im Geschäftsjahr 2024 sichtbar geworden sein. Ein weiterer Faktor, der auch das Geschäftsjahr 2024 negativ beeinflusst hat, war die erneut niedrige Innovationsgeschwindigkeit der Hersteller. Diese hat die Investitionsbereitschaft der Kunden zusätzlich belastet.

Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: Avemio AG; GBC AG

Für die abgelaufene Berichtsperiode hat die Avemio AG erstmals eine Aufteilung der Umsatzdarstellung in die beiden Segmente Handel und Digital vorgenommen. Damit wird der zunehmenden Bedeutung des margenstarken Digitalbereichs Rechnung getragen. Während im Handelssegment aufgrund der genannten marktbedingten Herausforderungen ein Umsatzrückgang in Höhe von 18,0 % auf 78,8 Mio. € (VJ.: 96,1 Mio. €) hingenommen werden musste, haben sich die Digitalumsätze auf 8,5 Mio. € (VJ.: 2,9 Mio. €) nahezu verdreifacht. Der überwiegende Teil der Digitalerlöse entfällt auf Erlöse mit bestehenden Produkten der im Geschäftsjahr 2023 erworbenen Tochtergesellschaft MoovIT/MSP. Gemeinsame Produktneuentwicklungen sowie digitale Produkte der Tochtergesellschaft ObviousFuture

spielten im Geschäftsjahr 2024 noch keine Rolle. Die hohe Dynamik des Digitalgeschäfts sollte auch künftig ein wichtiger Taktgeber der Unternehmensentwicklung der Avemio AG sein, zumal vielversprechende Produkteinführungen für das laufende Geschäftsjahr 2025 anstehen.

Die seit dem 01.08.2024 in der Avemio AG konsolidierten Unternehmen LEA/Infiniment haben mit einem Umsatzbeitrag in Höhe von 0,8 Mio. € nur ein geringes anorganisches Wachstum erzielt.

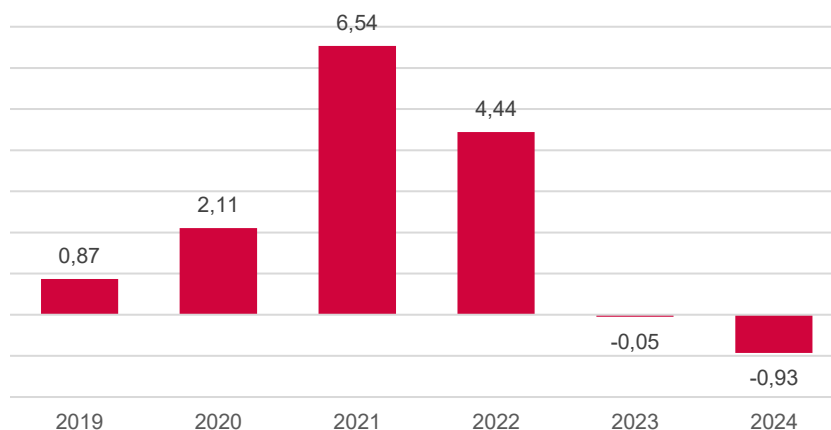
Insgesamt lag das erreichte Umsatzniveau sowohl unter den Erwartungen der Avemio AG (ursprüngliche Guidance: Umsatzwachstum zwischen 1 % und 4 %) als auch unter unseren Schätzungen (GBC-Schätzung: 101,14 Mio. €). Sowohl wir als auch die Gesellschaft hatten mit einer schnelleren Markterholung gerechnet.

Ergebnisentwicklung 2024

Positiv hervorzuheben ist die sichtbare Verbesserung des Rohertrags auf 21,99 Mio. € (VJ.: 18,96 Mio. €) bei gleichzeitig signifikant angestiegener Rohertragsmarge von 25,0 % (VJ.: 19,1 %). Diese für Handelsunternehmen wichtige Kennzahl wird jedoch durch die Hereinnahme weiterer Geschäftsfelder (Digital, Finanzierungslösungen) „verwässert“. Im Digitalbereich liegt die Rohertragsmarge bei 75,3 %. Die neu erworbenen Gesellschaften LEA/Infiniment haben mit einem Rohertrag in Höhe von 1,1 Mio. € sogar eine Rohertragsmarge von 183,3 % erzielt. Im Handelsbereich wurde gesondert betrachtet ein Rohertrag in Höhe von 14,5 Mio. € und damit eine Marge in Höhe von 18,4 % erreicht. Gegenüber dem Vorjahreswert von 17,1 % stellt dies eine leichte Verbesserung dar und verdeutlicht, dass es in diesem Segment keinen weiteren Preisverfall gegeben hat.

Segmentübergreifend bietet der Blick auf das EBITDA angesichts des erwarteten relativen Bedeutungsverlustes des Handelssegments eine zunehmend höhere Aussagekraft. Zwar hat die Avemio AG Ende 2023 ein umfassendes Kosteneinsparprogramm aufgelegt, wodurch im Jahr 2024 Einsparungen in Höhe von insgesamt rund 0,5 Mio. € erreicht wurden; aufgrund des Umsatzrückgangs minderte sich das EBITDA jedoch auf -0,93 Mio. € (VJ.: -0,05 Mio. €).

EBITDA (in Mio. €)

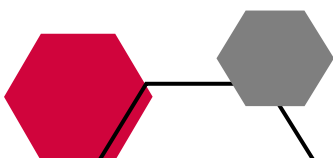


Quelle: Avemio AG; GBC AG

Die höheren Umsätze im Digitalgeschäft gehen zwar mit einer niedrigeren Kostenbelastung im Materialbereich einher, der Personalaufwand steigt jedoch. Dies ist

insbesondere auf die erstmals ganzjährige Vollkonsolidierung der MoovIT/MSP zurückzuführen, was in Summe zu einem Personalaufwand in Höhe von 14,95 Mio. € (VJ.: 12,25 Mio. €) geführt hat. Damit wurde die Verbesserung des Rohertrags nahezu aufgezehrt. Zu bedenken ist zudem, dass ein Großteil der Handelumsätze mit Beratungsleistungen einhergeht, was einen etwas höheren Personalbedarf als bei reinen Handelsunternehmen bedeutet.

Unterhalb des EBITDA muss die Gesellschaft gemäß der angewendeten HGB-Rechnungslegung Geschäfts- und Firmenwerte über einen Zeitraum von zehn Jahren abschreiben. Der im Zuge der LEA-Übernahme aktivierte Goodwill in Höhe von rund 5,77 Mio. € wird sogar über eine Dauer von fünf Jahren abgeschrieben. Aufgrund der hohen M&A-Aktivität der vergangenen Jahre weist die Gesellschaft, die eigentlich kein anlagenintensives Geschäftsmodell verfolgt, Abschreibungen in Höhe von 3,79 Mio. € (VJ.: 2,56 Mio. €) aus. Aufgrund des Sprungs bei den Abschreibungen weist das EBIT mit -4,71 Mio. € (VJ.: -2,61 Mio. €) einen stärkeren Rückgang als das EBITDA auf. Dies setzt sich auf Ebene des Nachsteuerergebnisses fort, welches mit -6,54 Mio. € (VJ.: -3,45 Mio. €) ebenfalls spürbar unter dem Vorjahreswert liegt.



Vermögenslage zum 31.12.2024

in Mio. €	31.12.2023	31.12.2024
Eigenkapital (EK-Quote)	26,35 (52,1%)	25,17 (49,0%)
Anlagevermögen	20,77	25,69
davon Goodwill	18,03	21,17
Working Capital	14,67	10,33
Liquide Mittel	5,43	6,11
Finanzverbindlichkeiten	13,99	12,27
Cashflow (operativ)	-3,62	2,39
Cashflow (Investition)	-4,37	-3,94
Cashflow (Finanzierung)	0,61	1,60

Quelle: Avemio AG; GBC AG

Auffällig ist, dass sich das Eigenkapital trotz des negativen Nachsteuerergebnisses in Höhe von -6,54 Mio. €, das Eigenkapital vergleichsweise konstant entwickelt hat. Dies ist in erster Linie auf eine stille Beteiligung der Beteiligungsgesellschaft Hessen mbH (BMH) in Höhe von 4,73 Mio. € zurückzuführen, durch die der Jahresfehlbetrag weitgehend ausgeglichen wurde. Ausgehend von einer nur leicht erhöhten Bilanzsumme verfügt die Avemio AG mit einer EK-Quote von 49,0 % (31.12.23: 52,1 %) weiterhin über eine solide EK-Ausstattung.

Die hohe M&A-Aktivität der vergangenen Jahre sowie die Einbringung der Teltec-Gruppe als Sacheinlage in die Palgon AG gehen mit der Aktivierung von Geschäfts- und Firmenwerten einher. Diese werden von der Avemio AG nach HGB-Rechnungslegung planmäßig abgeschrieben. Durch den Erwerb der LEA-Gruppe hat sich der Goodwill weiter auf 21,17 Mio. € (31.12.2023: 18,03 Mio. €) erhöht. Dies wird in den kommenden Perioden zu einer Steigerung der Abschreibungen führen. Der Goodwill dominiert das Anlagevermögen der Gesellschaft, welches als Handels- und Digitalunternehmen naturgemäß eine nur untergeordnete Rolle spielt.

Demgegenüber ist das Vorratsvermögen insbesondere für das Handelssegment der Avemio AG eine wichtige Kennzahl. Im Rahmen des Kosteneinsparprogramms, in dessen Zuge Bestände optimiert wurden, konnte es deutlich auf 12,31 Mio. € (31.12.23: 15,13 Mio. €) reduziert werden. Dies hat entscheidend zum Rückgang des Working Capitals auf 10,33 Mio. € (31.12.23: 14,67 Mio. €) beigetragen. Die daraus resultierende Liquiditätsfreisetzung wird anhand des positiven operativen Cashflows sichtbar, welcher trotz des negativen Ergebnisses mit 2,39 Mio. € (VJ.: -3,62 Mio. €) erheblich über dem Vorjahresniveau lag.

Eine weitere Liquiditätsentlastung ergibt sich beim Erwerb der LEA-Gruppe daraus, dass der Großteil des Kaufpreises in mittlerer einstelliger Millionenhöhe durch die Übernahme von Verpflichtungen sowie durch ein Vendor-Darlehen finanziert wurde. Die Barkomponente belief sich auf 1,7 Mio. €, sodass zusammen mit dem Liquiditätszugang aus der stillen Beteiligung ein Anstieg der liquiden Mittel (inklusive Wertpapiere) auf 6,11 Mio. € (31.12.23: 5,43 Mio. €) erreicht wurde.

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

GuV in Mio. €	GJ 2024	GJ 2025e	GJ 2026e	GJ 2027e
Umsatz	87,60	91,50	104,00	114,00
EBITDA	-0,93	3,14	8,35	12,49
EBIT	-4,71	-0,76	4,45	8,59
Jahresüberschuss	-6,54	-2,00	3,01	5,38

Quelle: GBC AG

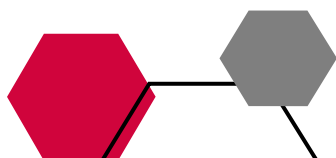
Auf Basis der stabilisierten finanziellen Ausgangslage rechnet das Management der Avemio AG für das laufende Geschäftsjahr mit einer Fortsetzung der Tendenzen des vergangenen Jahres. Dabei herrscht eine grundsätzlich positivere Grundstimmung. Nach dem Umsatzrückgang des abgelaufenen Geschäftsjahres wird für das Handelsgeschäft mit einer Stabilisierung der Umsätze gerechnet. Insbesondere ab dem zweiten Halbjahr 2025 soll sich die Investitionszurückhaltung sukzessive auflösen, sodass im Vergleich zum Vorjahr mit einer leichten Verbesserung der Umsatzerlöse im Handelsbereich gerechnet wird. Demgegenüber sollen Produktneueinführungen im Digitalbereich – insbesondere die anstehende Einführung neuer Eigenprodukte von MoovIT und ObiousFuture – zu einer deutlich höheren Umsatzdynamik in diesem Segment führen. Insgesamt erwartet die Gesellschaft für das laufende Geschäftsjahr 2025 demnach eine leichte Umsatzsteigerung.

Die zunehmende Bedeutung des margenstärkeren Digitalsegments soll bereits zu einer Verbesserung der Konzernrentabilität führen. Darüber hinaus hat das Avemio-Management ein Kosteneinsparungsprogramm aufgelegt, wodurch nach Abschluss der Maßnahmen ein Einsparpotenzial von 1,5 Mio. € p. a. möglich ist. Dieser Effekt sollte 2025 noch nicht voll zum Tragen kommen, wir rechnen aber mit Einsparungen in Höhe von rund 1,0 Mio. €, die ebenfalls zur Verbesserung der Rentabilitätssituation beitragen sollen.

Unserer Ansicht nach ist die Unternehmens-Guidance nachvollziehbar. Nach der konjunkturbedingt rückläufigen Nachfrageentwicklung im Handelssegment sind die übergeordneten Marktvorgaben grundsätzlich positiv zu bewerten. Anstehende Innovationen, die Erschließung neuer Märkte sowie der aktuell digitale Wandel bei Broadcastern sollten mit einer steigenden Marktnachfrage einhergehen. Mit den Unternehmensakquisitionen, im Rahmen derer die wichtigsten Wettbewerber im deutschsprachigen Raum erworben wurden, hat sich die Avemio AG eine hervorragende Ausgangsposition erarbeitet, um an den positiven Marktvorgaben partizipieren zu können. Derzeit ist die Gesellschaft an allen wichtigen Medienstandorten in Deutschland, Österreich und Polen mit eigenen Niederlassungen vertreten. Dies ist auch vor dem Hintergrund wichtig, dass für die Integration der Komponenten zunehmend Dienstleistungen (z. B. Planung, Beratung etc.) nachgefragt werden, für die sowohl die personellen Strukturen als auch die Standorte zur Verfügung stehen.

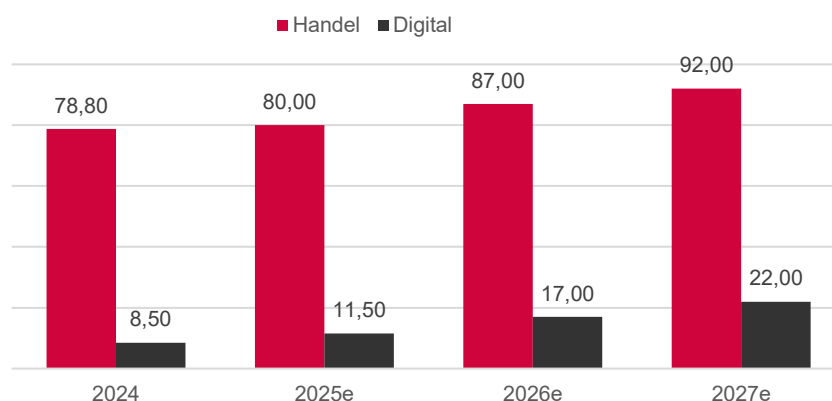
Flankierend hierzu befindet sich die Gesellschaft in der Transformation zum Medientechnologiekonzern, wodurch neue, margenstarke Umsatzströme generiert werden sollen. In diesem Zusammenhang sind für das laufende Geschäftsjahr die Markteinführungen der beiden Digitalprodukte Cara.One und helmut.cloud geplant, für die bereits Vorverträge vorliegen und die eine hohe Marktakzeptanz erwarten lassen.

Auf dieser Grundlage rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2025 mit einer Steigerung der Handelsumsätze um 1,5 % auf 80,00 Mio. € und bleiben damit im



Rahmen der Unternehmens-Guidance. Für die kommenden Geschäftsjahre unterstellen wir eine Auflösung des Investitionsstaus und rechnen mit einer Steigerung der Wachstumsdynamik in einem Bereich zwischen 5 % und 10 %. Die stärksten Wachstumsimpulse erwarten wir im Digitalsegment, in dem insbesondere im laufenden und kommenden Geschäftsjahr ein starker Umsatzsprung sichtbar werden sollte. Verantwortlich hierfür sind Produktneueinführungen. Darüber hinaus sollte die Basis wiederkehrender Umsätze sukzessive zunehmen.

Umsatzprognosen (in Mio. €)

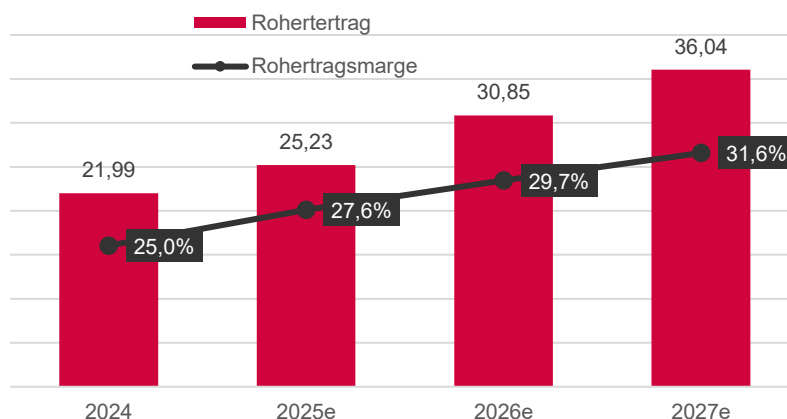


Quelle: GBC AG

Über beide Segmente hinweg rechnen wir für das Jahr 2025 mit einem Umsatzanstieg von 4,1 % auf 91,50 Mio. €. Die steigende Dynamik des Handelssegments sowie das unverändert hohe Umsatzwachstum im Digitalbereich sollten im Jahr 2026 zu einer Umsatzsteigerung in Höhe von 13,7 % auf 104,00 Mio. € beitragen, bevor wir im letzten Schätzungszeitraum, dem Geschäftsjahr 2027, mit einem Einpendeln des Umsatzwachstums auf 9,6 % (114 Mio. €) rechnen.

Die Rohmarge des Handelssegments hat sich im abgelaufenen Geschäftsjahr leicht auf 18,4 % (2023: 17,1 %) verbessert. Da wir für das Handelssegment grundsätzlich keine hohen Skalierungsmöglichkeiten im Rohmargenbereich erkennen, erwarten wir eine seitwärtsgerichtete Rohmargenentwicklung. Eine Steigerung des Rohertrags im Handelsbereich sollte unserer Ansicht nach ausschließlich über Volumeneffekte erzielt werden.

Rohertrag (in Mio. €) und Rohmarge (in %)

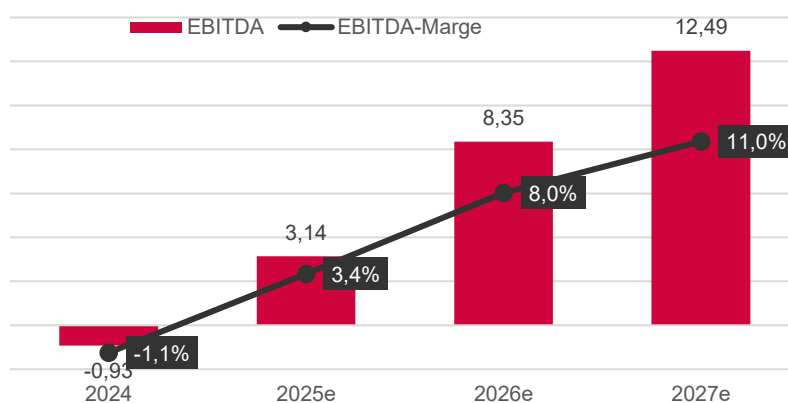


Quelle: GBC AG

Im Digitalbereich sehen wir hingegen leichte Steigerungspotenziale der Rohmarge. Mit 75,3 % (2024) ist diese ohnehin deutlich höher als im Handelssegment. Bis 2027 rechnen wir mit einer Steigerung der Rohmarge im Digitalbereich auf 80 %. Konzernweit dürfte der Bedeutungsgewinn der margenstärkeren Umsätze zu einer überproportionalen Steigerung des Rohertrags führen.

Unterhalb des Rohertrags sollte die Gesellschaft gemäß den aufgelegten Restrukturierungsmaßnahmen Einsparungen erzielen. Bis Ende 2025 sollten die Maßnahmen final abgeschlossen sein und dann jährliche Einsparungen von 1,5 Mio. € in den Folgejahren ermöglichen. Für 2025 rechnen wir mit Einsparungen in Höhe von 1,0 Mio. €. Das EBITDA sollte daher überproportional vom Umsatz- und Rohertragsanstieg profitieren und damit wieder oberhalb der Gewinnschwelle liegen. Bis zum Ende unseres Prognosezeitraums im Jahr 2027 erwarten wir einen erneuten Anstieg der EBITDA-Marge in den zweistelligen Prozentbereich.

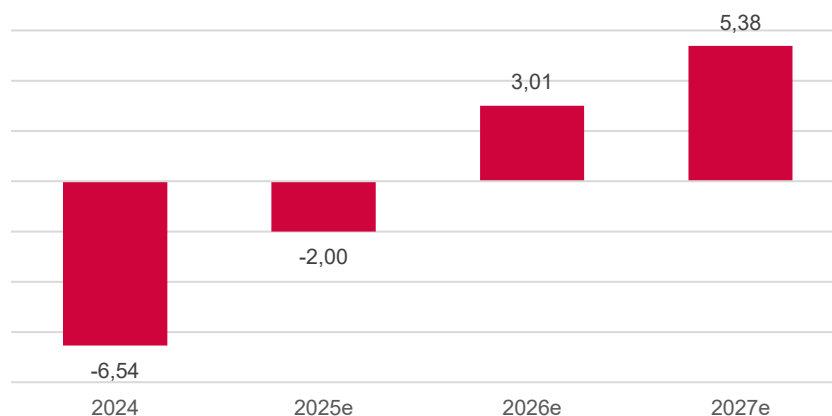
EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Dass unseren Schätzungen zufolge erst ab dem kommenden Geschäftsjahr auch auf Nachsteuerergebnisebene der Break-even überschritten werden soll, liegt maßgeblich an den nicht liquiditätswirksamen Goodwill-Abschreibungen, die bei der Avemio AG planmäßig erfolgen. Der Goodwill-Zugang der LEA-Gruppe in Höhe von 5,77 Mio. € wird dabei über fünf Jahre abgeschrieben und erhöht somit die Abschreibungen insgesamt.

Nachsteuerergebnis (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Bewertung

Modellannahmen

Die Avemio AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2025 bis 2027 in Phase 1, erfolgt von 2028 bis 2032 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir eine jährliche Steigerung beim Umsatz von 3,0 %. Die Steuerquote haben wir in Phase 2 mit 30,0 % berücksichtigt. Als Ziel-EBITDA-Marge unterstellen wir 11,0 % (bisher: 10,0 %). In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir konservativ eine Wachstumsrate von 2,5 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Avemio 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 2,50 % (bisher: 2,50 %).

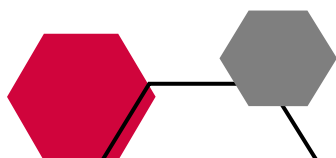
Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,77.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 12,22 % (bisher: 11,34%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,16 % (bisher: 9,5%).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres aktualisierten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel von 15,00 € (zuvor: 23,00 €) ermittelt. Die Kurszielreduktion ist insbesondere den niedrigeren Prognosen geschuldet, die auf dem unter den Erwartungen gebliebenen Geschäftsjahr 2024 basieren. Zudem haben wir eine leichte Erhöhung der Eigenkapitalkosten vorgenommen, da die künftige Ergebnisentwicklung maßgeblich vom Erfolg des Digitalbereichs abhängt, in dem die Einführung wesentlicher Produkte kurz bevorsteht.



DCF MODELL

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	GJ 32e	
Umsatz	91,50	104,00	114,00	117,42	120,94	124,57	128,31	132,16	
Umsatzwachstum	4,1%	13,7%	9,6%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,5%
EBITDA	3,14	8,35	12,49	12,86	13,25	13,65	14,06	14,48	
EBITDA-Marge	3,4%	8,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
EBIT	-0,76	4,45	8,59	8,96	9,23	9,51	9,80	10,09	
EBIT-Marge	-0,8%	4,3%	7,5%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,7%
NOPLAT	-0,76	3,88	6,01	6,28	6,46	6,66	6,86	7,06	7,28
Working Capital (WC)	11,06	12,60	14,00	14,42	14,85	15,30	15,76	16,23	
Anlagevermögen (OAV)	24,38	22,70	20,92	21,55	22,19	22,86	23,55	24,25	
Investiertes Kapital	35,44	35,30	34,92	35,97	37,05	38,16	39,30	40,48	
Kapitalrendite	-2,0%	11,0%	17,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
EBITDA	3,14	8,35	12,49	12,86	13,25	13,65	14,06	14,48	
Steuern auf EBITA	0,00	-0,57	-2,58	-2,69	-2,77	-2,85	-2,94	-3,03	
Veränderung OAV	-1,36	-2,22	-2,12	-4,53	-4,66	-4,80	-4,95	-5,10	
Veränderung WC	-0,73	-1,54	-1,40	-0,42	-0,43	-0,45	-0,46	-0,47	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	1,05	4,02	6,39	5,23	5,38	5,55	5,71	5,88	81,82

Entwicklung Kapitalkosten

risikolose Rendite	2,50%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	1,77
Eigenkapitalkosten	12,22%
Zielgewichtung	80,00%
Fremdkapitalkosten	2,70%
Zielgewichtung	20,00%
Taxshield	28,66%
WACC	10,16%

Ermittlung fairer Wert

	GJ 25e	GJ 26e
Wert operatives Geschäft	67,64	70,49
Barwert expliziter FCFs	26,09	24,72
Barwert Continuing Value	41,55	45,77
Nettoschulden	6,18	3,16
Wert des Eigenkapitals	61,46	67,33
Minderheiten/Mezzanine	-8,99	-9,85
Wert des Aktienkapitals	52,46	57,48
Ausstehende Aktien in Mio.	3,83	3,83
Fairer Wert der Aktie in EUR	13,69	15,00

Sensitivitätsanalyse

		WACC				
		9,6%	9,9%	10,2%	10,5%	10,8%
Kapitalrendite	17,5%	16,01	15,28	14,61	14,00	13,43
	17,7%	16,23	15,49	14,81	14,18	13,60
	18,0%	16,45	15,69	15,00	14,36	13,78
	18,2%	16,66	15,89	15,19	14,55	13,95
	18,5%	16,88	16,10	15,38	14,73	14,12

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 jeweilige Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet. Ist dies der Fall, so ist dies bei der jeweiligen Studie entsprechend der Notationen angegeben.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.
oder
3. Werden die Studien nicht durch die Emittentin beauftragt, erfolgt die Erstellung der Studien auftragsunabhängig. Die Erstellung erfolgt ebenfalls ohne Beeinflussung durch Dritte.
4. Der Researchreport wird weitreichend verfügbar gemacht und allgemein zugänglich veröffentlicht und nicht nur exklusiv an bestimmte Kunden und Investoren verteilt. Somit ist die Researchstudie ebenfalls als „geringfügige Nicht-Monetäre Zuwendung“ einzustufen und somit MiFIDII compliant.

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

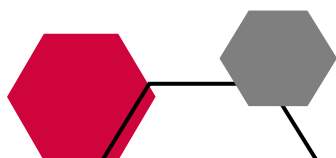
Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 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. Aktien-splits, 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: <https://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.

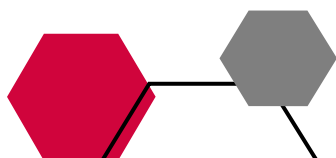
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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,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 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), Stellv. Chefanalyst
Niklas Ripplinger, Finanzanalyst (junior)

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

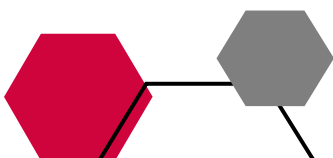
Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 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



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENTANALYSEN -

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