



Researchstudie (Initial Coverage)

InterCard AG Informationssysteme



**Technologische Transformation abgeschlossen;
Cross-Selling, Eintritt in neue Märkte und Internationalisierung
sind wichtige Wachstumstreiber**

Kursziel: 10,80 Euro

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 32

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“

InterCard AG Informationssysteme^{*5a;11}

Rating: KAUFEN
Kursziel: 10,80 €

Aktueller Kurs: 8,65
15.10.2021 / FFM / 08:02 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0JC0V8
WKN: A0JC0V
Börsenkürzel: I18
Aktienanzahl³: 2,02
Marketcap³: 17,48
Enterprise Value³: 22,11
³in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 70,6 %

Marktsegment:

m:access

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Schaffer
schaffer@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Technologie

Fokus: multifunktionale Chipkarten- und Identifikationssysteme, Anbieter von schnittstellen-basiertem ID-Managementssystem für diverse Anwendungsbereiche wie Zeiterfassung, Zutrittskontrolle oder Zahlungsabwicklung etc.

Homepage: intercard.org

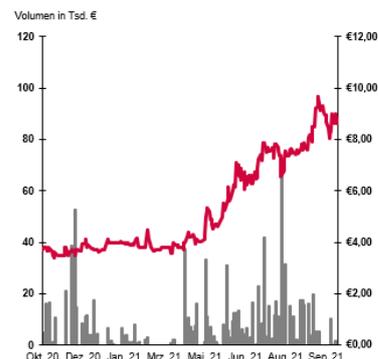
Mitarbeiter: 145

Gründung: 1978

Firmensitz: Villingen-Schwenningen

Vorstand: Gerson Riesle

Die InterCard AG Informationssysteme (intercard.org) fungiert als Holdinggesellschaft. Das Unternehmen rund um die Kernbeteiligungen respektive Tochtergesellschaften entwickelt und vermarktet Systeme für die Identifikation von Personen sowie einer Vielzahl von Anwendungen und softwarebasierter Lösungen auf der Basis von digitaler Identifikation (ID-Management-System). In diesem Zusammenhang realisiert und generiert das System für jeden Nutzer eine sichere ID für sämtliche Anwendungen und entwickelt Gesamtlösungen rund um Themen wie bargeldloses Bezahlen, mobiles Bezahlen, Identifikation von Nutzern, Zutrittskontrolle zu Gebäuden & Räumen (Physical Access) sowie Digitalaccess (Zugang zu Daten, PCs und Netzwerken) oder Arbeitszeiterfassung. Die Identifikation der Nutzer des Systems basiert insbesondere auf der persönlichen Chipkarte, der App oder biometrischen Merkmalen. Zu den neuen beziehungsweise zukünftigen Anwendungsfeldern des Unternehmens zählen beispielsweise der digitale Zugang zu Daten (digital access) oder die Aktivierung von E-Ladesäulen am Firmenparkplatz via App oder Chipkarte.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatz	20,66	24,80	25,42	32,10	34,08
EBITDA	2,32	2,19	2,11	2,95	3,38
EBIT	1,18	1,04	0,90	1,73	2,15
Jahresüberschuss	0,53	0,56	0,56	1,17	1,30

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,29	0,28	0,28	0,58	0,64
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,07	0,89	0,87	0,69	0,65
EV/EBITDA	9,55	10,11	10,47	7,50	6,53
EV/EBIT	18,82	21,32	24,65	12,77	10,25
KGV	32,86	31,39	31,00	14,99	13,45
KBV	1,94				

Finanztermine

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

-

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

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 33

EXECUTIVE SUMMARY

- Die InterCard AG Informationssysteme (kurz: InterCard AG) hat eine umfangreiche technologische Transformation hinter sich gebracht. Zusammengefasst entwickelt und vermarktet der InterCard-Konzern Systeme für die Identifikation von Personen sowie Anwendungen und Lösungen auf der Basis von digitaler Identifikation. Hier liegt der Kerngedanke zugrunde, wonach der Nutzer mit nur einer digitalen ID, also einer zentralen Registrierung, die Möglichkeit hat, alle von der InterCard Gruppe angebotenen Anwendungen zu nutzen. Die zentrale ID ist dabei mit einem Nachweismedium wie etwa einer Chipkarte, Schlüsselchip oder einer App verlinkt. So können beispielsweise für das bargeldlose Bezahlen im Shop, Kantine, Mensa, am Drucker, an der Fahrradbox oder am Schließfach die gleiche Identifikation genutzt werden und es findet eine Abrechnung von einem zentralen Guthabenkonto statt.
- Im Zuge der umgesetzten technologischen Transformation findet derzeit auch ein organisatorischer Wandel statt. Einzelne Gesellschaften wurden bereits und werden noch zusammengelegt, mit dem Ziel, die Produktpalette unter einer Marke anzubieten und damit auch Cross-Selling-Potenziale zu heben und Synergien auf der Kostenseite zu nutzen. Dies ist insofern sinnvoll, da die nun umfangreiche Produktpalette der Gesellschaft mittlerweile verschiedene Aspekte abdeckt, womit auch Kundengruppen abseits des universitären Umfelds gut angesprochen werden können.
- Zu der Unternehmensstrategie der InterCard AG gehört derzeit die Migration der bestehenden Kunden auf das neue zentrale ID-Managementsystem. Hier könnten Cross-Selling-Potenziale gehoben werden, da viele bestehende Kunden nur einen Teil des InterCard-Produktspektrums im Einsatz haben. Darüber hinaus plant die Gesellschaft zukünftig neue Märkte, wie etwa den Klinikmarkt, Behörden oder Unternehmen stärker zu adressieren. Auch die Ausweitung der Geschäftsaktivitäten ins Ausland über die Schweiz hinaus wird derzeit konkret. Schließlich ist das anorganische Wachstum, welches in den vergangenen Geschäftsjahren erfolgreich umgesetzt wurde, auch ein wichtiger strategischer Baustein.
- Auf dieser Basis haben wir unsere Prognosen für die kommenden Geschäftsjahre ausformuliert. Nachdem die InterCard AG zwischen 2014 und 2020 die Umsatzerlöse nahezu verdoppelt hat, rechnen wir für die kommenden Geschäftsjahre, von einer höheren Basis ausgehend, mit einer Fortsetzung des Wachstumskurses. Insbesondere die Adressierung neuer Märkte in Deutschland und im Ausland sowie das anorganische Wachstum sollten zu einem Anstieg der Umsätze zunächst bis 2024 auf 34,08 Mio. € (2020: 20,66 Mio. €) führen. Für das laufende Geschäftsjahr 2021 rechnen wir mit einem Umsatzanstieg auf 24,79 Mio. €, hauptsächlich durch den erstmaligen ganzjährigen Einbezug der in 2020 erworbenen IDpendant bedingt.
- Ergebnisseitig sollte die InterCard AG von einer tendenziellen Rentabilitätsverbesserung profitieren. Die Grundlage dafür bietet das erwartete steigende margenstarke Bestandskundengeschäft, womit auch die Aufwendungen für den Eintritt in neue Märkte aufgefangen werden dürften. Bis 2024 rechnen wir mit einem Anstieg der EBITDA-Marge auf 9,9 %, wobei in den Folgeperioden durchaus höhere EBITDA-Margen möglich sind.
- Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir einen fairen Unternehmenswert in Höhe von 21,83 Mio. € ermittelt was einem Kursziel in Höhe von 10,80 € entspricht. Wir vergeben das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

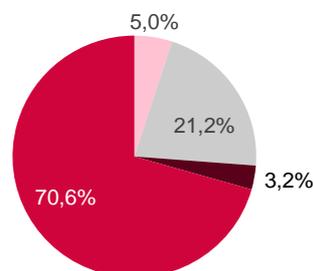
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Unternehmenshistorie	4
Neues integriertes Geschäftsmodell	5
Eine ID als Kern für die Produktwelt der InterCard	5
ID-Managementsystem ermöglicht zentrale Verwaltung	6
Lösungsportfolio der InterCard-Gruppe (Auszug)	7
Abrechnen und Bezahlen	7
Zugang und Zeiterfassung	7
Datensicherheit, Effizienz und Workflows	8
Lösungen für neue Mobilität	9
Kundenkreis	9
Markt und Marktumfeld	11
Wichtiger Kundenkreis: Hochschulen/Universitäten	11
Wichtiger Kundenkreis: Krankenhäuser	12
Markt für elektronische Sicherheitstechnik – Zutrittskontrollsysteme	13
Markt für Zeiterfassungssysteme	13
Markt für Datensicherheit & Datenzugang	14
Historische Unternehmensentwicklung	16
Kennzahlen im Überblick	16
Historische Geschäftsentwicklung	17
Historische Umsatzentwicklung	17
Historische Ergebnisentwicklung	18
Geschäftsentwicklung 1.HJ 2021	20
Historische Entwicklung der Bilanzkennzahlen	21
SWOT-Analyse	23
Prognose und Modellannahmen	24
Unternehmensstrategie als Basis für GBC-Prognosen	24
Organisches Wachstum	25
Neue Märkte	25
Internationalisierung	26
Anorganisches Wachstum	26
Skalierung als wichtiger Ergebnistreiber	26
Umsatz- und Ergebnisprognosen	27
Umsatzprognosen 2021 - 2024	27
Ergebnisprognosen 2021 – 2024	28
Bewertung	30
Modellannahmen	30
Bestimmung der Kapitalkosten	30
Bewertungsergebnis	30
DCF-Modell	31
Anhang	32

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Aktionär	Anteil
Vorstand	5,0%
Aufsichtsrat	21,2%
Management	3,2%
Freefloat	70,6%

Quelle: InterCard AG, GBC (Stand: 07.08.2021)



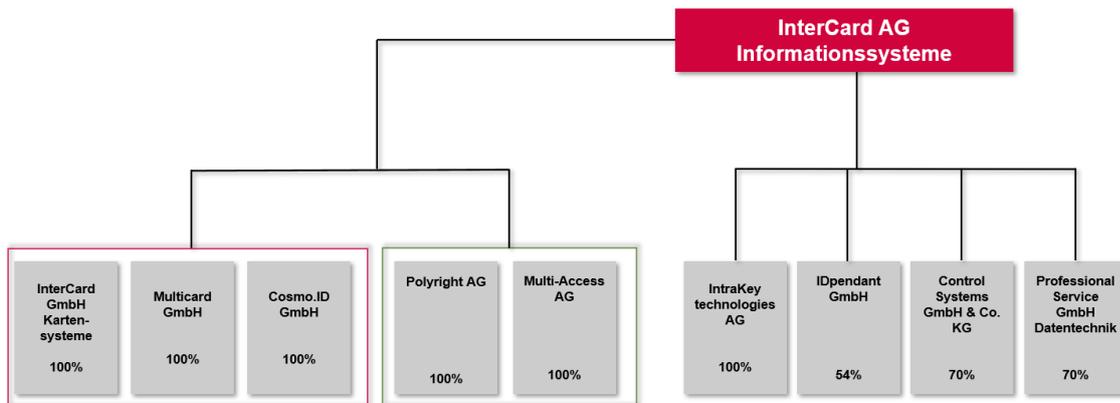
■ Vorstand ■ Aufsichtsrat ■ Management ■ Freefloat

Unternehmenshistorie

Jahr	Ereignis
2006	Börsengang der InterCard AG Informationssysteme im Entry Standard an der Börse Frankfurt
2007	Übernahme der Mehrheitsbeteiligung an der IntraKey consult GmbH , einem Spezialisten für Zutritts- und Zeiterfassungslösungen (heute IntraKey technologies AG)
2014	Erwerb von 100% der Anteile an der Multicard GmbH , einem Hersteller von Chipkartenlösungen für Unternehmen, Kommunen oder für den öffentlichen Nahverkehr
2014	Einbringung der Cosmo.ID , einer unabhängigen Beratungsgesellschaft für Identifikationslösungen in eine GmbH, an der die InterCard-Gruppe 51% hält
2015	Mehrheitsübernahme (70%) an der Professional Services GmbH Datentechnik , einem Spezialisten für multifunktionale Chipkartensysteme für Universitäten und Hochschulen in Deutschland und der Schweiz
2015	Erwerb von 100% der Anteile an der Multi-Access AG , einem der führenden Anbieter multifunktionaler Chipkartensysteme für Universitäten und Hochschulen mit Fokus auf die Schweiz
2016	Übernahme der Mehrheitsbeteiligung (52%) an der Control Systems GmbH & Co. KG , einem Experten im Bereich Abrechnungslösungen für Drucken, Kopieren und Scannen
2019	Abschluss der Mehrheitsbeteiligung (52%) an der Polyright AG mit Sitz in Sion (Schweiz), einem Anbieter von Gesamtlösungen im Bereich Identifikations- und Bezahlsysteme
2020	Erwerb von 54% der Anteile an der IDpendant GmbH mit Sitz in Unterschleißheim, einem führenden Anbieter und Systemintegrator im Bereich Authentisierung und Client-Security
2021	Aufstockung der Anteile an der schweizerischen Tochtergesellschaft Polyright AG von 61,03% auf 100%.
2021	XETRA-Listing: Handelsaufnahme auf dem Handelsplatz XETRA der Deutschen Börse Frankfurt

Quelle: InterCard AG, GBC

Neues integriertes Geschäftsmodell



Quelle: InterCard, GBC

Nachdem die InterCard AG Informationssysteme (kurz: InterCard AG, intercard.org) in den vergangenen Jahren durch eine Reihe von Akquisitionen eine sukzessive Ausweitung der Geschäftsaktivitäten sowie neue Märkte erschlossen hatte, findet aktuell die Zusammenlegung und Integration der einzelnen Gesellschaften statt. Künftig wird die Gesellschaft die selbst entwickelten und neu erworbenen Technologien unter einer Marke „aus einer Hand“ anbieten. So wurde zu Beginn des laufenden Geschäftsjahres 2021 die Gesellschaft Multicard GmbH mit der InterCard GmbH fusioniert. Die Gesellschaften, bei denen ohnehin schon eine enge Zusammenarbeit vorliegt, agieren nun als ein gemeinsames Unternehmen unter einer gemeinsamen Führung. Das Produktspektrum umfasst dabei die Kernbereiche Zentrale ID, Identifikation, bargeldloses Bezahlen, zentrale Verwaltung und multifunktionale Systeme. Das gleiche Produktspektrum wird in der Schweiz von den beiden Gesellschaften Polyright AG und Multi-Access AG repräsentiert, welche künftig unter einem gemeinsamen Dach und einer gemeinsamen Marke agieren werden. Noch im weiteren Jahresverlauf 2021 sollen die beiden Gesellschaften, bei denen bereits eine Zusammenlegung der Standorte erfolgt ist, fusionieren. Weitere hierzu komplementäre Produktbereiche „Zutritt und Schließfachzeiterfassung“, „Zugang zu Daten und Netzwerken“ sowie „Drucken, Kopieren und Scannen“ ergänzen das Produktspektrum des InterCard-Konzerns.

Eine ID als Kern für die Produktwelt der InterCard

Zusammengefasst entwickelt und vermarktet der InterCard-Konzern Systeme für die Identifikation von Personen sowie Anwendungen und Lösungen auf der Basis von digitaler Identifikation. Hier liegt der Kerngedanke zugrunde, wonach der Nutzer mit nur einer digitalen ID, also einer zentralen Identifikation, die Möglichkeit hat, alle von der InterCard AG angebotenen Anwendungen zu nutzen. Die zentrale ID ist dabei mit einem Nachweismedium wie etwa eine Chipkarte, Schlüsselchip oder einer App verlinkt. So können beispielsweise für das bargeldlose Bezahlen im Shop, Kantine, Mensa, am Drucker, an der Fahrradbox oder Schließfach die gleiche Identifikation genutzt werden und es findet eine Abrechnung von einem zentralen Guthabenkonto statt. Bislang war hierfür die Nutzung verschiedener Chipkarten notwendig.

Die von der InterCard angebotenen Anwendungen sind sowohl über die eigene Entwicklung aber auch durch Unternehmensakquisitionen umfangreich ausgeweitet worden (siehe Kapitel: Lösungsportfolio der InterCard-Gruppe). Über offene Schnittstellen können

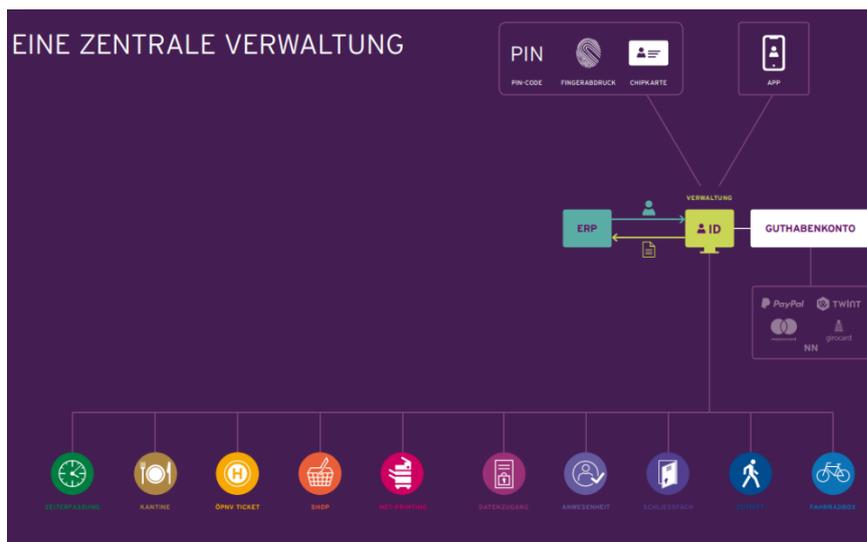
auch Anwendungen von Drittanbietern in die Zentrale ID-Welt von InterCard einbezogen werden.



Quelle: InterCard AG

ID-Managementsystem ermöglicht zentrale Verwaltung

Die technologische Grundlage ist das ID-Managementsystem, in dem alle Daten und Transaktionen zentral erfasst und verwaltet werden. Die InterCard AG hat mit dieser „Back-Bone“-Lösung den Transformationsprozess vom reinen Chipkartensystemanbieter zum ID-Managementsystemanbieter umgesetzt und sich zu einem Software- und Dienstleistungsunternehmen entwickelt. Das neue System verarbeitet und speichert den Großteil aller relevanten Daten nun nicht mehr dezentral auf der Chipkarte, sondern zentral über Serverleistung im System und ermöglicht dadurch die maximale Vernetzung in Echtzeit. Alle Transaktionen der Nutzer lassen sich damit zentral auswerten, an ERP-Systeme übertragen und den Nutzern per App oder Portal zur Verfügung stellen.



Quelle: InterCard AG

Der Administrator legt in der zentralen Verwaltung den neuen Nutzer an, vergibt eine einzige ID und legt ein Guthaben-Konto an. Gleichzeitig können über die individuelle Vergabe von Zutritts- oder Zugriffsrechten Sicherheitsmerkmale berücksichtigt werden. Mit der

Ausstellung einer Chipkarte oder App oder der Erfassung des Fingerabdrucks wird zudem die Identifikation für die Bezahlung oder für den Zutritt von Räumen oder dem Zugriff auf Daten festgelegt.

Lösungsportfolio der InterCard-Gruppe (Auszug)

Grundsätzlich können die Produkte der InterCard AG überall dort eingesetzt werden, wo viele Menschen mittels einer Identifikation Dienstleistungen in Anspruch nehmen oder ein Zugang gewährt wird. Neben den klassischen, von der InterCard AG adressierten Anwendungen, wie etwa die Zutrittskontrolle, Zeiterfassung, Drucken, Kopieren, Mensakarten etc. können über die erworbenen und entwickelten integrierten Technologien auch neue Anwendungen abgedeckt werden. Hierzu gehören beispielsweise der digitale Zugang zu Computern, Netzwerken, Daten und Programmen. Zukünftig ist es geplant, das Produktportfolio um Anwendungen für die Identifikation und Bezahlen beim Laden von E-Fahrzeugen. Damit würde die Gesellschaft auch in neue wachstumsstarke Branchen vordringen.

Abrechnen und Bezahlen

Kassensysteme für Shops, Mensa und Kantinen

Im Bereich der Kassensysteme bei Kantinen, Shops und Mensen liefert die InterCard-Gruppe seinen Kunden das gesamte Bezahlssystem. Die Abwicklung der Zahlungsströme erfolgt bargeldlos über das zentrale Guthabenkonto, auf das beispielsweise mit der Chipkarte zugegriffen werden kann. Der in das Kassensystem integrierte Chipkartenleser smart.DESK rechnet den zu zahlenden Betrag der Produkte an der Kasse in Shops, Kantinen und Mensen direkt über das Chipkartenguthaben ab.



Alle Transaktionen werden im System erfasst und lassen sich auch von den Nutzern per App einsehen. Das Guthaben wird zuvor an öffentlichen Aufladeautomaten von InterCard in bar oder mit der Girocard aufgeladen oder per App über die persönliche Bankverbindung eingezogen. Auch die Verrechnung mit Kostenstellen oder einem Gehaltskonto ist möglich.

Kaffeeautomat und Kioskautomat

Mit einem von der InterCard an Automaten installierten Bezahlmodul können die Universitäten, Kliniken oder Unternehmen die Verkaufsautomaten auf das bargeldlose Bezahlen umstellen. Der Münzeinwurf wird dabei entweder ergänzt oder ersetzt und auch hier findet eine Abrechnung über die zentrale ID statt und damit beispielsweise mit derselben Chipkarte. Pfandgutschriftung oder das Aufladen der Karte werden ebenfalls abgedeckt.

Zugang und Zeiterfassung

Zutrittskontrolle

InterCard bietet seinen Kunden mit dem proprietären System der Tochtergesellschaft IntraKey ein leistungsfähiges, modulares und zugleich skalierbares System zur Zutrittskontrolle und Identifikation von Personen und Fahrzeugen an. Durch das System erhalten beispielsweise Studierende und Mitarbeiter Zugang zu Gebäuden, Parkplätzen oder auch einzelnen Räumen in Gebäuden. Ebenso kann beispielsweise der Zugang zu Aufzügen autorisiert werden.



Zudem lässt sich der Zugang zu Schließfächern oder auch Schrankschlössern in das InterCard-System integrieren. Als Nachweis der Zutrittsberechtigung können diverse Medien wie die klassische Chipkarte, der Schlüsselchip oder auch das Smartphone

verwendet werden. Am jeweiligen Zutrittsterminal wird dann die Zutrittsberechtigung durch die Zentrale geprüft.

Zeiterfassung

Durch das proprietäre Zeiterfassungssystem der Tochtergesellschaft IntraKey können Arbeitszeiten per Webbrowser, App oder via Terminal erfasst und administriert werden. Dies ermöglicht dem Kunden, unabhängig von der Unternehmensgröße, eine flexible Arbeitszeitgestaltung, Gleitzeit und Jahresarbeitszeiten zu erfassen. In diesem Zusammenhang ermöglicht das Zeiterfassungssystem eine gezielte Koordination des Personalmanagements, indem Arbeitszeiten, Abwesenheits- und Fehlzeiten der Mitarbeiter administriert und über ein Reporting dokumentiert werden können.



Die Arbeits- und Abwesenheitszeiten sowie die Buchung von Zeiten als auch der Abruf von Zeitkonten können transparent per App erfasst werden. Des Weiteren können sowohl Arbeits- als auch Fehlzeiten über das Zeiterfassungssystem via Terminal gebucht und Zeit- und Urlaubskonten verwaltet werden. Hinzu kommt ein integrierter Sprachausgabehelfer, welcher höchsten Bedienkomfort bietet. Der im IK TS integrierte Chipkartenleser liest die Daten aller Chipkarten und Smartphones ab. Eingesetzt wird in der Regel dieselbe ID-basierte Chipkarte.

Anwesenheitserfassung

Das Anwendungsfeld der Anwesenheitserfassung hat seit Beginn der Corona-Pandemie stark an Bedeutung gewonnen. Mithilfe des InterCard-Terminals kann die Anwesenheit von Personen via App, Chipkarte, QR-Code oder auch via Barcode gesteuert und erfasst werden.

Zur Nachvollziehbarkeit der Anwesenheit speichert das Terminal beispielweise wer den Raum wann genutzt hat und wie lange der Aufenthalt war. Somit kann durch die Anwendung des InterCard-Terminals insbesondere in Zeiten von Corona die Nachverfolgung von Kontakten ideal erfasst beziehungsweise nachvollzogen werden. Der Zugang zu einem Raum erfolgt, indem man beispielsweise die Chipkarte an das Terminal hält. Der Zugang wird nur gewährt, bis die maximal vertretbare Raumbelastung erreicht ist. Als Add-on an das Terminal können Schwenktüren oder Tür-Öffner in das System integriert werden.



Datensicherheit, Effizienz und Workflows

Authentifizierung (digital access)

Mithilfe des schnittstellenbasierten Chipkartensystems lassen sich Zugangsrechte zu Daten, Computern und Netzwerken individuell und zentral verwalten. Aufgrund der zunehmenden Digitalisierung von Prozessen und Strukturen steigt die Relevanz der Datensicherheit. Denn mittlerweile ist es nicht mehr ausreichend, den Zugang zu Daten beziehungsweise Computern über ein Passwort abzusichern. Es ist eine Mehrfaktorauthentifizierung notwendig. Daher bietet die InterCard-Gruppe das System der 2-Faktor-Authentifizierung an.

2-Faktor-Authentifizierung mit Chipkarte und Passwort



Quelle: InterCard

Der Zugang zu sensiblen Daten beziehungsweise Netzwerken gilt erst dann als sicher, wenn zusätzlich zum Passwort ein weiterer Faktor (hier: Chipkarte) abgefragt wird. Durch die Anwendung biometrischer Merkmale, einer Chipkarte oder einer App lässt sich die Legitimierung mit beliebig vielen Faktoren absichern und es ist keine weitere Passwortabfrage notwendig. Durch das Single-Sign-on-Prinzip erhalten die User eines Netzwerks unter Anwendung einer sicheren Identifikation die Berechtigung, auf Daten und Programme diverser Systeme zuzugreifen, solange eine gültige Nutzungsberechtigung vorliegt. Das Angebot erfolgt in Zusammenarbeit mit der Tochtergesellschaft IDpendant.

Drucken, Kopieren und Scannen

Durch Anwendung des voll-integrierten InterCard-Systems, bestehend aus Chipkarten, Chipkartenterminals und verschiedenen Softwarelösungen wird die Abwicklung von Zahlungs- und Abrechnungsvorgängen sowie das Management von Druck-, Scan- und Kopieraufträgen realisiert. Die Druckaufträge werden dabei via Software auf dem Druckerserver abgelegt. Anschließend kann der Anwender über die Verwendung der Chipkarte am Chipkartenterminal die Druckaufträge abrufen.



Simultan zur Ausführung von Druck-, Scan- und Kopieraufträgen erfolgt die Abrechnung über das Chipkartenguthaben oder alternativ eine Abrechnung mit einem im System hinterlegten Verrechnungskonto des Users. Über das schnittstellenbasierte InterCard-System lassen sich Add-ons wie Mobile Printing via Smartphone oder Follow-me-Printing in das System integrieren.

Lösungen für neue Mobilität

Fahrradboxen können von den Kunden auf dem Betriebsgelände oder auf dem Campus aufgestellt werden. Mitarbeiter oder Studierende können das sichere Abschließen hochwertiger Fahrräder über Smartphone oder über die bestehende App buchen und abrechnen. Das System wird von der Tochtergesellschaft IntraKey unter der Marke BikeParkBox vermarktet.



Zu den Mobilitätslösungen der InterCard AG gehört auch die Nutzung öffentlicher Verkehrsmittel. So können Studierende das E-Ticket an den InterCard-Automaten der Hochschule auf den Kartenchip aufladen und aufdrucken. Das E-Ticket ist in alle elektronischen Studierenden-, Mitarbeiter- und Dienstaussweise auf Basis smartMX von NXP integrierbar. Damit lässt sich das E-Ticket auch auf die Mitarbeiterausweise von Großunternehmen oder Behörden aufspielen und aufdrucken. Eine Referenz ist die Kölner Universität, wo die InterCard AG in Zusammenarbeit mit dem KVB das elektronische Ticket im Studierendenausweis eingeführt hat.

Kundenkreis

Traditionell besteht der Kundenkreis der Gesellschaft aus **Universitäten und Hochschulen** in Deutschland sowie, seit dem Erwerb der Polyright, in der Schweiz. In diesem Segment hat die InterCard AG einen Marktanteil von mehr als 80 % und ist damit klarer Marktführer. Da alle wichtigen Universitäten InterCard-Lösungen nutzen, wäre an dieser Stelle eine Aufzählung der Referenzen zu umfangreich.

Zunehmend rücken, aufgrund der ausgeweiteten Produkt- und Technologievielfalt sowie angesichts der allgemein höheren Sicherheits- und Identifikationsanforderungen auch weitere Branchen in den Fokus der Gesellschaft. Insbesondere der **Klinikmarkt** wurde beispielsweise von der InterCard AG als ein Zukunftsmarkt identifiziert. Der Kerngedanke ist, dass sich das medizinische Personal, Ärzte, Mitarbeiter und Patienten auf dem Klinikgelände mit dem InterCard-ID-System identifizieren und einen maßgeschneiderten

Zugang zu Stationen oder Zimmern erhalten. Auch der personenbezogene Zugang zu Patientendaten kann damit gesteuert werden.

Städte und Gemeinden können mit den InterCard-Produkten Smart-Lösungen implementieren. So hat etwa Augsburg mit der Einführung eines Chipkarten-Systems für den öffentlichen Nahverkehr den Kundenservice ausgeweitet. Auch die Lechwerke (LEW) haben aus einer Kunden- und Bonuskarte eine multifunktionale Chipkarte mit Bezahlsystem und NFC-Funktionen im Einsatz. Vorteilsprogramme oder weitere Serviceleistungen lassen sich so, schnell umsetzen und in das System integrieren.

Aber auch **Unternehmen** können mit Corporate-ID-Karten eine zentrale Erfassung und Authentisierung bewerkstelligen. Ähnlich wie bei Universitäten und Hochschulen können Kantinen-Dienstleistungen, Zugänge, Abrechnungen an Automaten etc. umgesetzt werden.

In allen Märkten bestehen bereits umfangreiche Referenzen (intercard.org).

MARKT UND MARKTUMFELD

Die **InterCard AG Informationssysteme** fungiert als Holdinggesellschaft. Das Unternehmen entwickelt und vermarktet – über ihre Beteiligungen und Tochtergesellschaften - Systeme für die Identifikation von Personen sowie weitere Anwendungen aus den Bereichen Zutrittskontrollen, Zeiterfassung, Abwicklung von Abrechnungs- und Bezahlssystemen auf Basis softwarebasierter-Lösungen mittels ID-Management-System (digitale Identifikation) Letztlich erweitert die InterCard-Gruppe substanziell das Produkt- und Dienstleistungsspektrum und erweitert im Rahmen selektiver Übernahmen proaktiv die Zielmärkte, Zielkunden und das funktionale Lösungsportfolio des gesamten Konzerns.

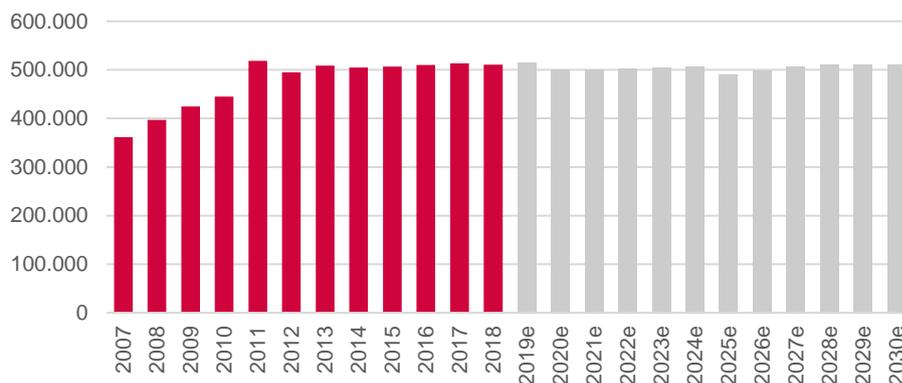
Wichtiger Kundenkreis: Hochschulen/Universitäten

Auch wenn die Lösungen der InterCard AG grundsätzlich dort eingesetzt werden können, wo viele Menschen eine gemeinsame Infrastruktur nutzen, haben sich in den vergangenen Jahren insbesondere die Bildungseinrichtungen wie Universitäten und Hochschulen als wichtige Kunden herauskristallisiert. In Deutschland und in der Schweiz ist die InterCard AG mit einem Marktanteil bei Bezahl- und Zugangssystemen im universitären Bereich von mehr als 80 % klarer Marktführer. Mit dem Erwerb der Polyright, dem Marktführer für Chipkartensysteme an Hochschulen in der Schweiz, wurde der Zugang zu den Schweizer Bildungseinrichtungen deutlich ausgeweitet. Auch wenn die Gesellschaft derzeit eine hohe Marktdurchdringung in diesem Bereich vorweisen kann, liegen hier weiterhin Wachstumspotenziale vor. Die InterCard AG strebt hier an, die bestehenden Systeme durch das neue zentrale integrierte System zu ersetzen. Für die künftigen Marktpotenziale könnte sich die hohe Marktdurchdringung sogar als Vorteil erweisen, da mit dem überwiegenden Teil der Hochschulen in Deutschland eine Geschäftsbeziehung vorliegt.

Das grundsätzliche Marktumfeld dieses Kundenkreises hängt unseres Erachtens stark von der Entwicklung der Studentenzahlen, der Anzahl der Universitäten sowie allgemein der Investitionsbereitschaft dieser ab.

Grundsätzlich lässt sich dabei eine seit mehreren Jahren bestehende Tendenz einer höheren Studierneigung beobachten, welche durch die Schulzeitverkürzung einen zusätzlichen Schub erfahren hatte. Bundesweit hatte dabei die Anzahl der Studienanfänger im Jahr 2011 mit 518.700 den bisher höchsten Wert angenommen. Seitdem hat sich die Anzahl zwischen 495.088 und 513.166 eingependelt. Auch für die kommenden Jahre rechnet die Kultusministerkonferenz mit einem stabil hohen Niveau an Studienanfänger. Damit dürfte auch für die InterCard AG eine konstant hohe Basis für das Hochschulgeschäft vorliegen.

Anzahl der Studienanfänger in Deutschland



Quelle: KMK: Kultusminister Konferenz; GBC AG

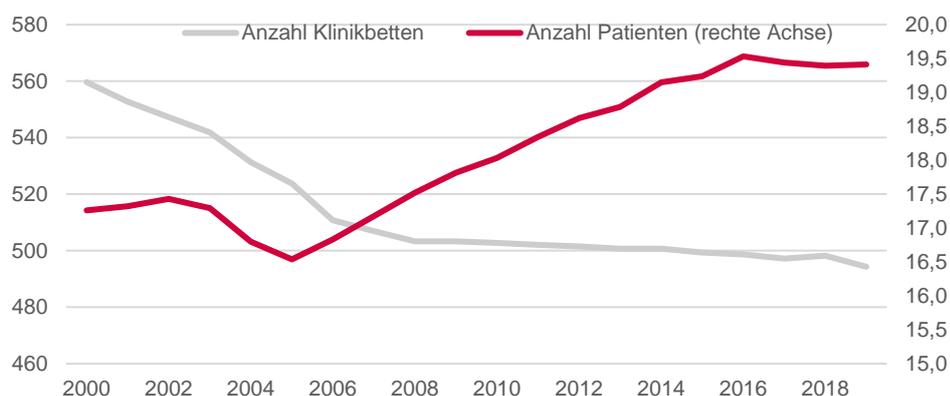
Unterstützt werden dürfte diese Entwicklung von den grundsätzlich steigenden Investitionsausgaben der Hochschulen, worunter auch die Ausgaben für Gebäudemaßnahmen und Digitalisierung fallen. In 2019 haben die Hochschulen in Deutschland Investitionsausgaben in Höhe von 5,24 Mrd. € gemeldet. Noch in 2015 wurden Investitionsausgaben in Höhe von 4,36 Mrd. € gemeldet, was innerhalb von nur vier Jahren einem Anstieg in Höhe von über 20 % entspricht. Insbesondere vor dem Hintergrund der Sicherstellung der Wettbewerbsfähigkeit im internationalen Wettbewerb sowie des hohen Niveaus der Studienanfänger, sollte das Hochschulmarktumfeld für die InterCard AG sehr attraktiv sein.

Wichtiger Kundenkreis: Krankenhäuser

Der Klinikbereich wird von der InterCard AG als Zukunftsmarkt klassifiziert. Besonders Kliniken sind für den Einsatz der InterCard-Produktpalette prädestiniert. Medizinisches Personal, Ärzte, Mitarbeiter und Patienten können sich mit dem ID-System der Gesellschaft auf dem gesamten Klinikgelände identifizieren und können beispielsweise Zugang zu Stationen, Zimmern oder zur Parkplatznutzung erhalten. Zudem können Ärzte maßgeschneiderten Zugang zu Patienteninformationen erhalten. Auch das bargeldlose Bezahlen mit der Chipkarte an Kioskautomaten oder in der Cafeteria wird ermöglicht.

Auch wenn die Anzahl der Kliniken in Deutschland oder der verfügbaren Klinikbetten in den vergangenen Jahren rückläufig war, trifft die InterCard AG hier auf einen grundsätzlich wachsenden Bereich. Zu erkennen ist dies anhand der stetig steigenden Anzahl an Patienten, die zwischen 2000 und 2019 von 17,3 Mio. auf 19,4 Mio. angestiegen ist. Im gleichen Zeitraum ging die Anzahl der Kliniken von 2.242 auf 1.914 und die Anzahl der Klinikbetten von 559.651 auf 494.326 jeweils zurück. In diesem Zeitraum hat sich die Verweildauer der Patienten deutlich verringert und die durchschnittliche Klinikgröße hat zugenommen. Ein Grund für diese Entwicklung ist die in 2004 erfolgte Umstellung auf Fallpauschalen, wodurch für die Kliniken ein stärkerer ökonomischer Druck entstanden ist.

Anzahl Kliniken und Anzahl Patienten



Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG

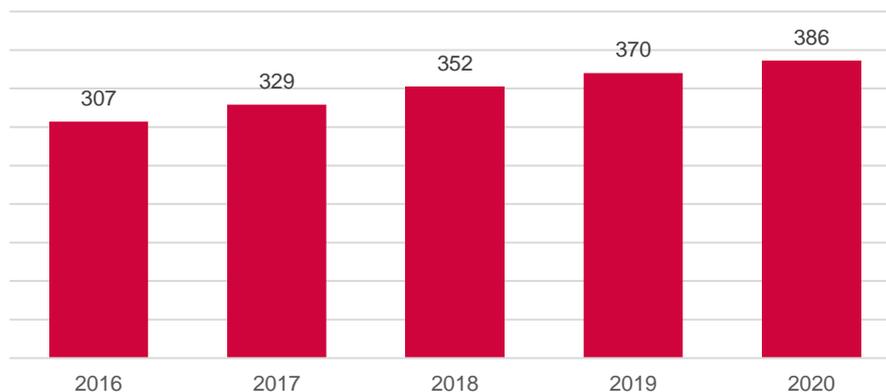
Mit der zunehmenden Größe der Kliniken steigt auch der Bedarf der Prozessdigitalisierung sowie der Investitionen in IT-Sicherheit etc. Diesbezüglich hat die Bundesregierung mit dem Krankenhauszukunftsgesetz die finanzielle Voraussetzung für die digitale Zukunft der Kliniken gelegt. Der Bund stellt seit dem 01.01.2021 insgesamt 3 Mrd. € für die digitale Modernisierung der Krankenhäuser zur Verfügung. Weitere Investitionsmittel in Höhe von 1,3 Mrd. € werden von den Ländern bereits zur Verfügung gestellt. Da ein Teil der InterCard-Produktpalette förderfähig ist, sollte dieses Gesetz zusätzliche Nachfrageimpulse generieren.

Viele Kliniken sind im Bezug auf ID-basierte Sicherheits- und Zutrittssysteme nicht auf einem Stand, der heute beispielsweise in der Industrie üblich ist.

Markt für elektronische Sicherheitstechnik – Zutrittskontrollsysteme

Neben dem Adressatenkreis spielt für die InterCard AG auch das jeweilige produktseitige Branchenumfeld eine wichtige Rolle. So etwa das allgemeine Marktumfeld für Zutrittskontrollsysteme, welches in den vergangenen Jahren von jeweils hohen Wachstumsraten geprägt war. Die Zahlen des Branchenverbandes BHE Bundesverband Sicherheitstechnik e.V. zeigen, dass insgesamt der Markt für elektronische Sicherheitstechnik in Deutschland zwischen 2016 und 2020 von 3,94 Mrd. € auf 4,70 Mrd. € mit einem CAGR in Höhe von 4,5 % zugelegt hat. Innerhalb dieses Gesamtmarktes wuchs der Teilbereich Zutrittssteuerungssysteme im gleichen Zeitraum mit einem CAGR von 5,9 % von 307 Mio. € auf 386 Mio. € etwas dynamischer.

Die Entwicklung des Umsatzes für Zutrittskontrollsysteme in Deutschland von 2016 bis 2020 (in Mio. EUR)



Quelle: ZVEI-Fachverband Sicherheit, GBC

Der Trend im Bereich Zutrittskontrollsysteme geht demnach klar Richtung digitaler Lösungssysteme. Dementsprechend entwickelt sich der Markt für Zutrittskontrollsysteme hin zu digitalen Serviceleistungen, sowie softwaregetriebenen respektive vernetzten Produkten und Systemen. Grundsätzlich sieht der BHE-Verband im Trend der Digitalisierung und Vernetzung in der Sicherheitstechnik die Grundlage für dauerhaftes Wachstum. Dabei dürfte die Corona-Krise sogar den Trend befördert haben.

Markt für Zeiterfassungssysteme

Momentan wird die Arbeitszeiterfassung noch mangelhaft und ineffizient durchgeführt, da viele Unternehmen noch keine modernen Zeiterfassungssysteme implementiert haben. Dies führt zu enormen Mängeln in der Datenqualität und Ineffizienzen, bedingt durch fehlerhafte und aufwendige Nachbereitungen oder Korrekturen beispielsweise im Bereich der Gehaltsabrechnung durch unzureichende Erfassung der Arbeitszeiten und Personalkoordination.

Zeiterfassungssysteme dienen der betrieblichen Arbeitszeiterfassung und Personalressourcenplanung. In diesem Zusammenhang existieren diverse Formen von Zeiterfassungssystemen, wie beispielsweise Software, Terminals, biometrische Erkennung oder via RFID-Chips. Spätestens seit dem EuGH-Urteil im Mai 2019 ist die Bedeutung und die Nachfrage nach Zeiterfassungssystemen außerordentlich gestiegen. Hintergrund ist, dass der Europäische Gerichtshof im Mai 2019 entschieden hat, dass die Arbeitszeiterfassung

für alle Unternehmen in den Mitgliedsstaaten verpflichtend ist. Eine rechtskonforme und transparente Zeiterfassung ist in Deutschland nun standardmäßig vorgeschrieben. Durch die zunehmende Compliance- und Dokumentationsanforderung für Unternehmen wächst der Bedarf nach smarten und effizienten Zeiterfassungssystemen immens.

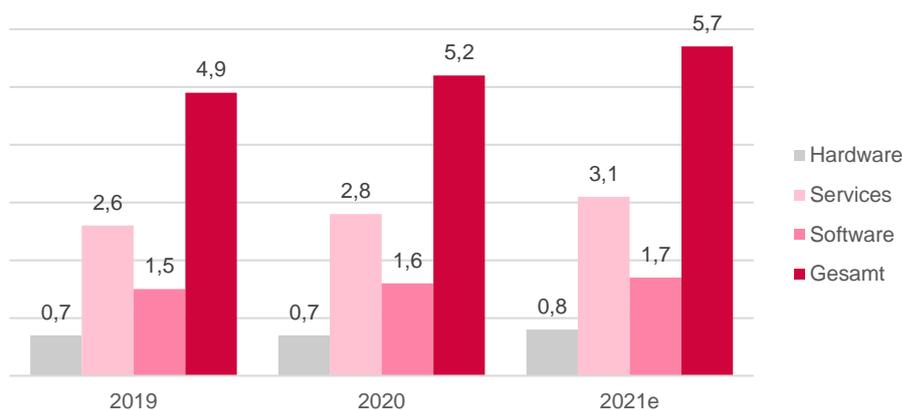
Im Zuge des EuGH-Urteils und der generellen Digitalisierungswelle rückt das Thema Zeiterfassung verstärkt und unmittelbar in den Fokus der Unternehmen. Dies führt dazu, dass zukünftig die Zeiterfassung professionalisiert bzw. digitalisiert wird und somit Unternehmen den Investmentfokus auf Zeiterfassungssysteme richten, um effizienter und regelkonform in Bezug auf die Arbeitszeiterfassung respektive Personalressourcenplanung mithilfe von modernen Zeiterfassungssystemen zu agieren.

Neue Arbeitsformen wie das Home-Office und auch Kurzarbeit erfordern Investitionen in solche Systeme.

Markt für Datensicherheit & Datenzugang

Im Bereich Datensicherheit und Datenzugang hat sich die InterCard-Gruppe vor dem Hintergrund der zunehmenden Digitalisierung und Vernetzung durch das neue ID-Managementsystem mit der IDpendant verstärkt und profitiert dabei von der IT-Kompetenz des Systemintegrators mit Fokus auf Datensicherheit. Mit der Integration der Lösungen von IDpendant können mit der Chipkarte oder App auch der Zugang zu Computern, Netzwerken und Daten abgesichert und geregelt werden. Damit adressiert der InterCard-Konzern auch den Markt für IT-Sicherheit, der erwartungsgemäß von hohen Wachstumsraten geprägt ist. Dies geht aus einem Report des Marktforschungsunternehmens IDC hervor, der im Auftrag des Branchenverbands Bitkom (Bundesverband Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien e.V.) erstellt wurde. Gemäß Angaben der IDC dürften im Jahr 2020 die Ausgaben für IT-Sicherheit vom Vorjahreswert in Höhe von 4,9 Mrd. € um 6,1 % auf 5,2 Mrd. € geklettert sein. Dies markiert ein neues Allzeithoch. Für das laufende Jahr sollen die Ausgaben um 9,6 % sogar noch stärker ansteigen:

Ausgaben für IT-Sicherheit in Deutschland (in Mrd. EUR) im Betrachtungszeitraum 2019 bis 2021



Quelle: IDC/bitkom, GBC

Die Entwicklung von Verschlüsselungstechnologien stellt einen wesentlichen Bestandteil im Bereich IT-Security-Software dar. Im Zuge der zunehmenden Digitalisierung und Vernetzung von Daten wächst die Bedeutung von IT-Sicherheit in Verbindung mit Datensicherheit sowohl bei Unternehmen als auch bei Privatpersonen. Laut einer multinationalen Studie des Ponemon-Instituts in Zusammenarbeit mit nCipher Security zum Thema IT-Sicherheit und Verschlüsselung wächst der Bedarf nach Verschlüsselungstechnologien branchenübergreifend stetig.

Ebenso geht aus der Studie hervor, dass seit der erstmaligen Durchführung der Studie vor 15 Jahren eine stetige Zunahme von Unternehmen mit einer einheitlichen Verschlüsselungsstrategie zu verzeichnen ist. Im Jahr 2020 haben bereits 48% der befragten Unternehmen im Rahmen der Studie eine umfassende Verschlüsselungsstrategie umgesetzt (2019: 45% der Befragten). Weitere 39% haben eine restriktive Strategieentwicklung und setzen dabei gezielt Verschlüsselungstechnologien für bestimmte Anwendungs- und Datentypen ein. Lediglich 13% der befragten Institutionen avisieren keine konkrete Verschlüsselungsstrategie. Zu den wesentlichen Treibern der zunehmenden Bedeutung im Bereich der Verschlüsselungstechnologien zählen unter anderem die zunehmenden Datenschutz- und Datensicherheitsanforderungen für Unternehmen.

HISTORISCHE UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatzerlöse	19,15	20,66	24,79	25,42	32,10	34,08
Bestandsveränderungen	0,15	-0,42	-0,32	-0,31	-0,31	-0,31
aktivierte Eigenleistungen	0,25	0,36	0,36	0,36	0,36	0,31
Gesamtleistung	19,56	20,60	24,84	25,47	32,15	34,08
sonstige betriebliche Erträge	0,26	0,41	0,39	0,39	0,39	0,43
Materialaufwand	-7,47	-7,21	-9,84	-9,73	-12,59	-13,37
Personalaufwand	-8,04	-8,91	-10,51	-10,67	-13,38	-13,79
Abschreibungen	-1,04	-1,14	-1,15	-1,22	-1,22	-1,23
sonstige betriebliche Aufwendungen	-2,46	-2,58	-2,69	-3,35	-3,62	-3,97
EBIT	0,80	1,18	1,04	0,90	1,73	2,15
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-0,13	-0,13	-0,32	-0,24	-0,24	-0,24
EBT	0,67	1,05	0,72	0,66	1,49	1,92
Steuern	-0,17	-0,27	-0,15	-0,09	-0,30	-0,58
sonstige Steuern	-0,01	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Minderheiten	-0,25	-0,23	-0,01	-0,01	-0,03	-0,05
JÜ	0,24	0,53	0,56	0,56	1,17	1,30
EBITDA	1,84	2,32	2,19	2,11	2,95	3,38
in % der Umsatzerlöse	9,5%	11,2%	8,8%	8,3%	9,2%	9,9%
EBIT	0,80	1,18	1,04	0,90	1,73	2,15
in % der Umsatzerlöse	4,2%	5,7%	4,2%	3,5%	5,4%	6,3%
EPS	0,14	0,29	0,28	0,28	0,58	0,64

Quelle: InterCard AG; GBC AG

Historische Geschäftsentwicklung

In Mio. EUR	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020
Umsatzerlöse	14,18	14,45	19,15	20,66
EBITDA	0,75	0,99	1,84	2,32
EBIT	0,19	0,34	0,80	1,18
Jahresüberschuss	-0,04	0,08	0,24	0,53

Quelle: InterCard, GBC

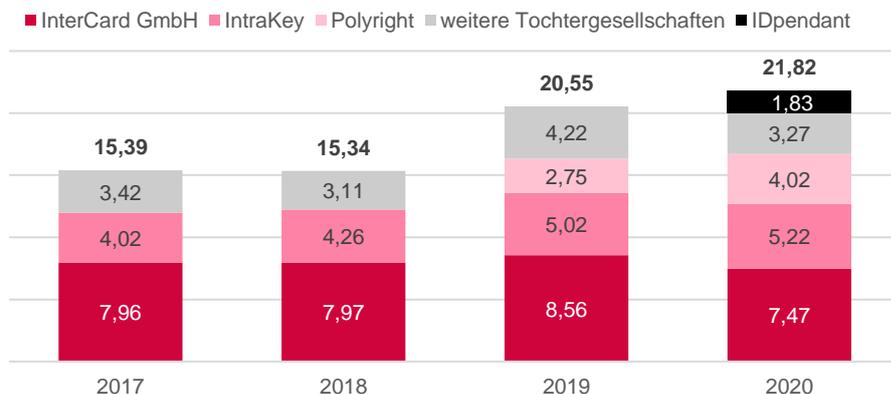
Prinzipiell stammt ein Großteil der Umsatzerlöse der InterCard-Gruppe aus dem Geschäft mit Chipkartensystemen an Bildungseinrichtungen wie Hochschulen und Universitäten mit Fokus auf die Zielmärkte Deutschland und Schweiz. Dabei ist das Neukundengeschäft als Projektgeschäft zu betrachten, im Rahmen dessen Umsatzerlöse mit vergleichsweise niedrigen Margen erwirtschaftet werden. Dies liegt an den höheren Kosten für die Kundengewinnung, Implementierung, Hardware etc. begründet. Im deutlich rentableren Nachfolgegeschäft mit den Bestandskunden erwirtschaftet die InterCard-Gruppe den überwiegenden Ergebnisbeitrag. So sind etwa die von den Kunden genutzten InterCard-Chipkarten mit einer System-Lizenz ausgestattet, womit entsprechende margenstarke wiederkehrende Umsätze generiert werden. In diesem Zusammenhang benötigen die Bestandskunden stetig Updates oder Add-On-Lösungen für das kundenspezifische ID-System. Derzeit machen die wiederkehrenden Umsätze mit Bestandskunden mehr als 50 % der Gruppenumsätze aus.

Die InterCard-Gruppe entwickelt sich immer mehr zu einem Software- und Dienstleistungsunternehmen. Dies ermöglicht die Erschließung neuer Geschäftsmöglichkeiten und Geschäftsfelder. Demnach erschließen sich zukünftig neue Erlösquellen wie Softwarenutzerlizenzen, Software-as-a-Service oder auch Betreibermodelle. Durch die Erschließung neuer Geschäftsmöglichkeiten und die Ausweitungen der Tätigkeitsfelder kann das Unternehmen mittelfristig margenstarke Umsatzerlöse generieren.

Historische Umsatzentwicklung

Im Zuge der anvisierten Diversifikationsstrategie wurden über eine Reihe von Unternehmensakquisitionen kontinuierlich neue Märkte erschlossen sowie neue Technologielösungen in das Produktportfolio integriert. Neben den Bildungseinrichtungen, die traditionell im Kundenfokus der InterCard-Lösungen standen, wurden dadurch verstärkt neue Kunden aus dem Industriebereich sowie Kliniken und öffentliche Verwaltungen angesprochen. Gleichzeitig wurde durch die selektiven Übernahmen von Unternehmen das Umsatzniveau konstant gesteigert.

Umsatzentwicklung im Zeitraum 2014 bis 2020 (in Mio. EUR)



Quelle: InterCard, GBC

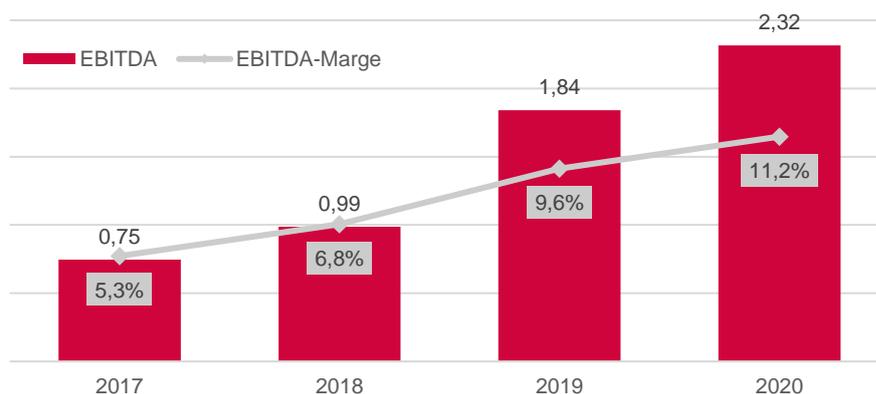
Zwischen 2014 und 2020 hat so nahezu eine Verdoppelung der Umsatzerlöse von 11,12 Mio. € (GJ 2014) auf 20,66 Mio. € (GJ 2020) stattgefunden. Einen besonderen Anteil daran hatte das Geschäftsjahr 2019, in dem ein starker Umsatzsprung in Höhe von 32,5 % erreicht wurde. Verantwortlich hierfür war unter anderem die erstmalige Konsolidierung der Mehrheitsbeteiligung Polyright im Mai 2019 sowie eine dynamische Umsatzentwicklung der beiden wichtigsten Umsatzträger InterCard GmbH und der IntraKey.

Anorganisches Wachstum hatte auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 zu einer Fortsetzung des Wachstumskurses beigetragen. Der in 2020, trotz Corona-Pandemie, erwirtschaftete Umsatzanstieg in Höhe von +7,9% auf 20,66 Mio. € (Vorjahr 2019: 19,14 Mio. €) ist dabei in erster Linie dem Erwerb der IDpendant GmbH zu verdanken, die erstmalig 1,83 Mio. € zu den InterCard-Umsätzen beigetragen hatte. Parallel dazu erhöhten sich die Umsätze der Tochtergesellschaft IntraKey, die aufgrund der in den letzten Jahren ausgeweiteten Produktpalette sowie mit der Hebung der Cross-Selling-Potenziale innerhalb der InterCard-Gruppe auch in 2020 weiterwachsen konnte. Insgesamt konnte damit die Schwäche der größten Konzerngesellschaft InterCard GmbH Kartensysteme überkompensiert werden. Der Umsatzrückgang auf 7,47 Mio. € (VJ: 8,56 Mio. €) ist insbesondere eine Folge von Auftrags- und Projektverschiebungen, die sich aus den pandemiebedingten Schließungen von Bildungseinrichtungen ergeben haben. Zwar war das Geschäftsjahr 2020 damit von Unsicherheiten im Zuge der Pandemie geprägt, dennoch erwies sich das Geschäftsmodell als tragfähig und robust.

Historische Ergebnisentwicklung

Insbesondere in den vergangenen drei Geschäftsjahren wurde die Erhöhung des Umsatzniveaus von einer sichtbaren Rentabilitätsverbesserung begleitet. Das EBITDA verbesserte sich in dem Zeitraum 2017 – 2020 von 0,75 Mio. € (GJ 2017) deutlich auf 2,32 Mio. € (GJ 2020) und analog dazu verdoppelte sich die EBITDA-Marge von 5,3 % (GJ 2017) auf 11,2 % (GJ 2020). Bereits zum zweiten Mal in Folge wurde beim EBITDA damit ein neuer historischer Rekordwert erreicht.

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



Quelle: InterCard, GBC

Eine Analyse der einzelnen Kostenpositionen zeigt, dass die Gesellschaft bei den beiden wichtigen Kostenblöcken Materialaufwand und Personalaufwand eine jeweils im Vergleich zum Umsatz deutlich unterproportionale Entwicklung erreicht hat. Belegt wird dies durch die Reduktion der Materialaufwandsquote von 37,1 % (GJ 2017) auf 34,9 % (GJ 2020) sowie der Personalaufwandsquote von 46,7 % (GJ 2017) auf 43,1 % (GJ 2020). Das starke wiederkehrende Bestandskundengeschäft sorgt für margenstarke Umsätze und zur Reduktion von Materialkosten, da die bestehenden Geschäfte nicht so Hardware-lastig

sind im Vergleich zum Hardware-intensiven Neukundengeschäft. Die ohnehin rückläufigen Kostenquoten wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr durch zusätzliche Kosteneinsparungen sowie durch den Einsatz von Kurzarbeit weiter reduziert, was den Rentabilitätsanstieg verstärkt hat.

Materialaufwandsquote und Personalaufwandsquote (in %)



Quelle: InterCard, GBC

Es ist hier zudem erwähnenswert, dass die in den vergangenen Geschäftsjahren erworbenen Gesellschaften in aller Regel sofort einen positiven Ergebnisbeitrag leisten. Sichtbar wird dies auf Ebene des Vorsteuerergebnisses, welches von der Gesellschaft auch für die jeweilige Tochtergesellschaft publiziert wird. Im ersten Konsolidierungsjahr 2019 hatte die Polyright 0,19 Mio. € zum EBT beigetragen und die IDpendant hatte im ersten Konsolidierungsjahr 2020 einen EBT-Beitrag von 0,06 Mio. € geleistet.

Da die Finanzierung der bisherigen Unternehmensakquisitionen zum Teil über den eigenen positiven operativen Cashflow bzw. zum Teil über Kapitalerhöhungen finanziert wurde, hat sich das Fremdkapital im Saldo nur wenig verändert. Von der konstanten Entwicklung der Bankverbindlichkeiten ausgehend, spielen bei der InterCard-Gruppe die Zinsaufwendungen eine nur untergeordnete Rolle. In 2020 lag der Zinsaufwand mit -0,13 Mio. € (VJ: -0,13 Mio. €) auf dem Niveau des Vorjahres und hatte das Vorsteuerergebnis und den Jahresüberschuss nur geringfügig geschmälert.

Entwicklung Jahresüberschuss (in Mio. €)



Quelle: InterCard, GBC

Geschäftsentwicklung 1.HJ 2021

In Mio. EUR	1.HJ 2019	1.HJ 2020	1.HJ 2021
Umsatzerlöse	8,41	9,20	10,42
EBITDA	0,92	1,18	0,84
EBIT	0,44	0,64	0,30
Jahresüberschuss	0,17	0,21	0,16

Quelle: InterCard, GBC

Auch das erste Halbjahr 2021 war von den pandemiebedingten Auswirkungen geprägt, die bei der InterCard-Gruppe mit einer Verschiebung von Projekten einhergeht. So waren insbesondere die Universitäten, Hochschulen und Schulen über längere Zeiträume geschlossen, so dass der Vertrieb nur sehr eingeschränkt möglich war und Service-Einsätze und Installationen nicht planmäßig durchgeführt werden konnten. Dennoch steigerten sich in den ersten sechs Monaten 2021 die Umsatzerlöse auf 10,42 Mio. € (1.HJ 2020: 9,20 Mio. €), was in erster Linie dem erstmaligen Einbezug der Umsätze der im zweiten Halbjahr 2020 erworbenen IDpendant zu verdanken ist. Im Halbjahresbericht wird keine konkrete Aufteilung der Umsätze der InterCard-Gesellschaften dargestellt, so dass wir den anorganischen Umsatzbeitrag nicht beziffern können.

Gegenüber dem Vorjahreszeitraum dürfte die Gesellschaft jedoch in der Lage gewesen sein, eine Belegung beim Neugeschäft zu erreichen. Sichtbar wird dies anhand der auf 39,5 % (VJ: 29,2 %) gestiegenen Materialaufwandsquote bzw. des auf 4,12 Mio. € (VJ: 2,69 Mio. €) gestiegenen Materialaufwandes. Neuaufträge gehen in der Regel mit höheren Installations- und Hardware-Kosten und damit einem stärkeren Anstieg beim Materialaufwand einher. Zusammen mit den aus einer höheren Mitarbeiteranzahl resultierenden höheren Personalaufwendungen weist die InterCard-Gruppe im ersten Halbjahr 2021 ein auf 0,84 Mio. € (VJ: 1,18 Mio. €) rückläufiges EBITDA aus. Dies hat sich auch auf Ebene des Nachsteuerergebnisses fortgesetzt, welches mit 0,16 Mio. € (VJ: 0,21 Mio. €) ebenfalls unter dem Wert des Vorjahres lag. Dass trotz der erheblichen Belastungen im Zusammenhang mit der Covid-19-Pandemie auch im ersten Halbjahr 2021 auf allen Ergebnisebenen positive Werte erreicht wurden, ist an dieser Stelle positiv hervorzuheben.

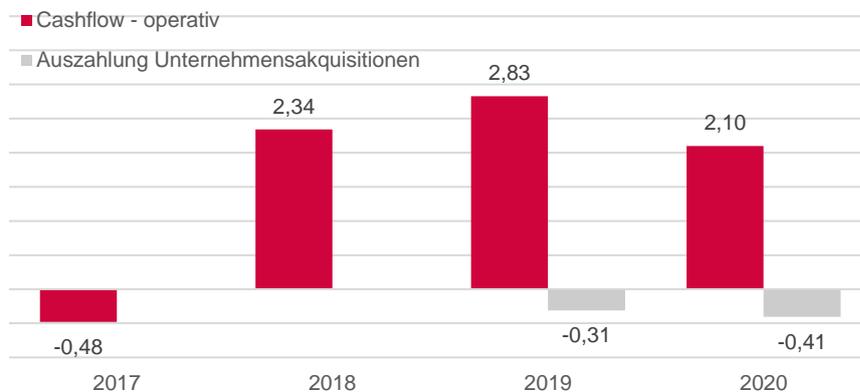
Historische Entwicklung der Bilanzkennzahlen

in Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Eigenkapital	6,98	7,45	7,81	9,02	9,19
EK-Quote	56,4 %	61,7%	50,5%	48,6%	46,9%
Finanzverbindlichkeiten	3,67	2,70	3,18	3,24	3,90
Liquide Mittel	0,64	1,15	1,87	3,40	3,37
Working Capital	4,39	3,16	3,53	5,13	6,27
Cashflow (operativ)	-0,48	2,34	2,83	2,10	k.A.
Cashflow (Investition)	-0,79	-1,04	-2,48	-1,44	k.A.
Cashflow (Finanzierung)	0,90	-0,27	0,02	1,04	k.A.

Quelle: InterCard, GBC

Zwar hat die InterCard AG in den vergangenen Berichtsperioden eine Reihe von Unternehmensakquisitionen getätigt, die Kaufpreise lagen dabei aber jeweils im mittleren sechsstelligen Bereich, so dass in der Regel eine Finanzierung über den operativen Cashflow möglich war. So hatte etwa der Erwerb der IDpendant GmbH im Geschäftsjahr 2020 einen Liquiditätsabfluss in Höhe von 0,41 Mio. € zur Folge. Demgegenüber stehen jeweils deutlich höhere positive operative Cashflows in Höhe von 2,83 Mio. € (GJ 2019) bzw. 2,10 Mio. € (GJ 2020), so dass beide Unternehmensakquisitionen innenfinanziert wurden. Die im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 rückläufige Entwicklung des operativen Cashflows ist ausschließlich der höheren Kapitalbindung im Bereich des Working Capitals geschuldet.

Operativer Cashflow und Auszahlungen für Unternehmenserwerbe (in Mio. €)



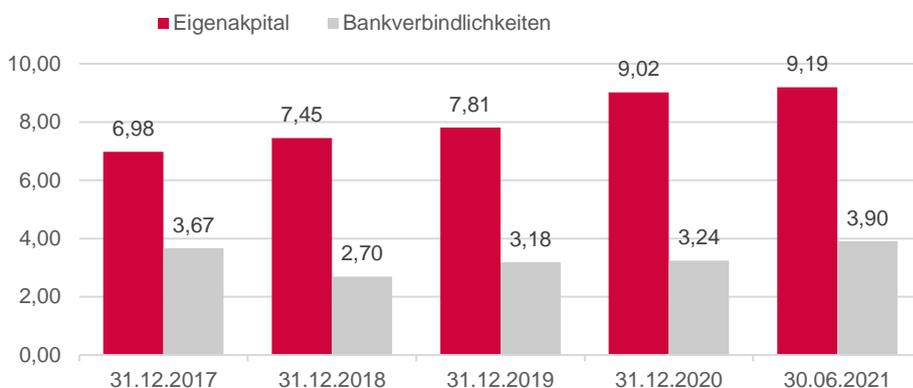
Quelle: InterCard, GBC

Aufgrund der hohen Innenfinanzierungskraft der Gesellschaft haben sich die Finanzverbindlichkeiten in den vergangenen Berichtsperioden konstant entwickelt. Mit 3,90 Mio. € machen die Bankverbindlichkeiten zum 30.06.2021, trotz der sehr hohen Akquisitionsanzahl, lediglich 19,9 % der Bilanzsumme aus. Über die vergangenen Geschäftsjahre hinweg haben sich die Bankverbindlichkeiten, trotz des umgesetzten Geschäftswachstums, in einem Korridor zwischen 2,70 Mio. € (31.12.2018) und 3,90 Mio. € (30.06.2021) bewegt.

Neben den Unternehmensakquisitionen liegt der Kapitalbedarf der InterCard-Gruppe insbesondere im Bereich der Produktentwicklung, wie etwa der Entwicklung neuer Technologien wie das mobile Bezahlen. Diesbezüglich wurde in 2020 eine Kapitalerhöhung in Höhe von netto 0,64 Mio. € erfolgreich platziert. Darüber hinaus wurde im ersten Halbjahr 2021 eine Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage für den vollständigen Erwerb der Tochtergesellschaft Polyright (Beteiligungsquote zuvor: 61,0 %) durchgeführt. Im Rahmen der Kapitalerhöhung erhöhte sich das Grundkapital und damit die Aktienzahl auf 2,02 Mio. € (31.12.2020: 1,86 Mio. €). Mit einer EK-Quote in Höhe von 46,9 % ist die InterCard-Gruppe

zum 30.06.2021, wie auch schon in den vergangenen Geschäftsjahren, überdurchschnittlich gut mit Eigenkapital ausgestattet:

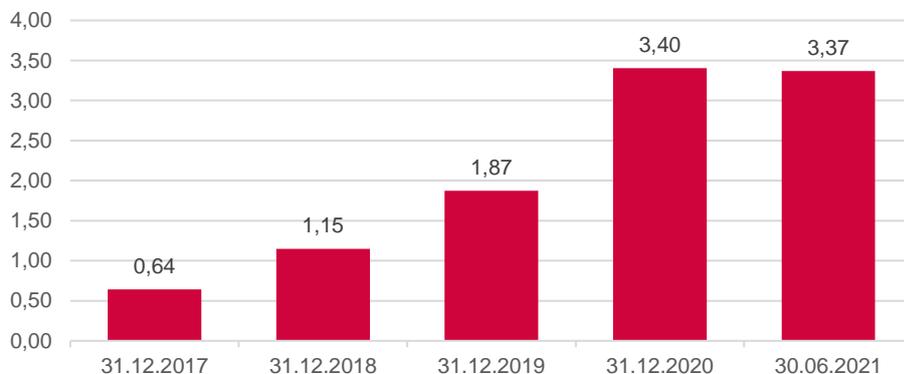
Eigenkapital und Bankverbindlichkeiten (in Mio. €)



Quelle: InterCard, GBC

Die grundsätzliche Stärke des operativen Cashflows zusammen mit den erfolgten Kapitalerhöhungen der vergangenen Geschäftsjahre sowie die niedrigen Kaufpreise für das organische Wachstum haben zu einer Verbesserung der Liquiditätslage geführt. Selbst bei einem Anstieg der im Working Capital gebundenen Mittel verfügt die InterCard-Gruppe zum 30.06.2021 insgesamt über liquide Mittel in Höhe von 3,37 Mio. €.

Liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: InterCard, GBC AG

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Marktführer für ID-Systeme an Hochschulen und Universitäten mit einem Marktanteil von über 80% in Deutschland und der Schweiz. • Jährliches Umsatzwachstum von 10,9% (CAGR) seit 2014 deutet auf eine starke Marktpositionierung hin. • Starkes Bestandskundengeschäft mit über 60%-Anteil am Gesamtumsatz, wodurch margenstarke und wiederkehrende Umsatz- und Ergebnisbeiträge generiert werden. • Umfangreiche User-Community: Aktuell mehr als 2 Mio. aktive Nutzer der multifunktionalen Chipkartensysteme. • Anorganisches Wachstum wurde größtenteils über den operativen Cashflow finanziert. • Solide Bilanzrelationen mit einer hohen EK-Quote und einer niedrigen Nettoverschuldung. 	<ul style="list-style-type: none"> • Die InterCard AG ist mit einem Börsenwert von unter 20 Mio. € ein relativ kleines Unternehmen. • Mit der geringen Unternehmensgröße zusammenhängend gab es Zeiträume, die von einem niedrigen Handelsvolumen geprägt waren. • Es liegt eine hohe Branchenabhängigkeit vor. Der Großteil der Umsätze wird mit universitären Einrichtungen erwirtschaftet. • Der Goodwill macht mit 5,40 Mio. € nahezu ein Drittel der Bilanzsumme aus. • Der Markt für Zutrittskontrolle ist stark fragmentiert, wodurch dieser von einer hohen Wettbewerbsintensität geprägt ist.
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Weitere selektive Übernahmen (Upgrade-Strategie) könnten das Wachstumstempo nochmals beschleunigen und Zugang zu neuen Technologien und Märkten verschaffen. • Hohe Cross-Selling-Potenziale im Rahmen der aktuellen Migration auf neue zentrale ID. • Adressierung neuer ausländischer Märkte könnte zusätzliches Umsatzpotenzial nach sich ziehen. • Zentrales ID-Managementsystem ist für eine Vielzahl von Branchen geeignet. Dies könnte mit einem Ausbau des Kundenkreises einhergehen. • Bestandskundengeschäft weist hohe Margen auf. Insgesamt ist von einer tendenziellen Rentabilitätsverbesserung auszugehen. 	<ul style="list-style-type: none"> • Wettbewerber im Bereich der multifunktionalen Chipkarten könnten verstärkt Hochschulen als Kundenkreis adressieren und den Marktanteil der InterCard AG damit senken. • Die Ausnutzung der bislang ungenutzten Umsatzpotenziale ist von der Ausweitung der Vertriebskapazitäten abhängig. Fehlende Möglichkeiten des Ausbaus der Vertriebsstärke könnten das Wachstumstempo verlangsamen. • Sollten getätigte Übernahmen nicht zielgerichtet integriert werden können, beziehungsweise nicht den gewünschten Wertbeitrag leisten, könnten Umsatz- und Ergebniswachstum beeinträchtigt werden • Einfluss und Auswirkungen von Covid-19 auf die operative Geschäftsentwicklung in Bezug auf die einzelnen Geschäftsfelder des Konzerns ist nicht absehbar.

PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

In Mio. EUR	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatzerlöse	20,66	24,79	25,42	32,10	34,08
EBITDA	2,32	2,19	2,11	2,95	3,38
EBIT	1,18	1,04	0,90	1,73	2,15
Jahresüberschuss	0,53	0,56	0,56	1,17	1,30

Quelle: InterCard, Schätzungen GBC

Unternehmensstrategie als Basis für GBC-Prognosen

Beim hybriden Geschäftsmodell der InterCard AG handelt es sich um einen Mix aus Upgrade- respektive Cross-Selling-Strategie. Im Rahmen der Upgrade-Strategie forciert das Unternehmen sukzessive den Ausbau der operativen Geschäftsfelder, Zielmärkte und Kundenkreise, um diese dabei vollständig in das InterCard-Universum zu integrieren. Dadurch ergeben sich für die InterCard AG eine Vielzahl an Möglichkeiten, das Bestandskundengeschäft rund um den Vertrieb von individualisierten, kodierten Chipkarten zu ergänzen und somit zusätzliche, wiederkehrende Erlöse aus Lizenz- und Serviceumsätzen zu erzielen. Hinzu kommt, dass durch die Erschließung neuer Technologien und Anwendungen, die bestehende Kunden, beispielsweise Upgrades, Updates und zusätzliche Systemkomponenten, hinzubuchen können.

Ein zweiter wichtiger Teil der strategischen Geschäftsausrichtung ist die Zusammenführung der einzelnen Gesellschaften, um somit Synergien heben zu können. Im Rahmen des Unternehmensmottos „One Company one Team“ verschmelzen die Geschäftsaktivitäten der einzelnen Gesellschaften, womit eine Ansprache unter einem Markennamen stattfinden kann sowie Cross-Selling-Potenziale gehoben werden können. Als Basis des künftigen Wachstums dient, unseres Erachtens, ein Vier-Säulen-Modell:

Organisches Wachstum	Neue Märkte	Internationalisierung	Akquisitionen
Nach der Migration der bestehenden Kunden auf das neue zentrale ID-Managementsystem könnten Cross-Selling-Potenziale gehoben werden. Der gemeinsame Markenauftritt und das umfassendere Produktangebot dürften ein wichtiger Treiber sein.	Neben dem starken Hochschulmarkt sollen zukünftig neue Märkte wie Kliniken, Behörden oder auch Unternehmen adressiert werden.	Neben der Kernregionen Deutschland & Schweiz soll das ID-Managementsystem zukünftig auch auf den Rest Europas beziehungsweise USA ausgeweitet werden.	Im Rahmen der Upgrade-Strategie sollen strategische Zukäufe getätigt werden, die das InterCard-Lösungsportfolio ergänzen und ausweiten, um somit dem adressierten Kundenkreis ein breites Lösungsspektrum anbieten zu können.

Quelle: InterCard AG; GBC AG

Nachdem die InterCard AG in den vergangenen Jahren über Eigenentwicklungen sowie über Zukäufe die technologische Basis sowie die Produktpalette modernisiert und ausgeweitet hat, findet nun die Transformation hin zu einem Software- und Dienstleistungsunternehmen statt. In diesem Zusammengang wird der Umsatzmix zukünftig immer mehr um Software-as-a-Service- sowie Lizenz- und Serviceumsätze ergänzt. Dies ermöglicht dem Unternehmen, zukünftig wiederkehrende, skalierbare und dementsprechend marginstarke Erlöse zu erzielen.

Organisches Wachstum

Die Gesellschaft plant, die bestehenden Kunden in Deutschland und in der Schweiz sukzessive auf das neue ID-System zu migrieren. Grundsätzlich sollte die Bereitschaft zur Migration hoch sein, da das neue zentral gesteuerte ID-System mit einer Vielzahl an neuen Anwendungsmöglichkeiten einhergeht. Zudem entspricht es dem Zeitgeist, auch einheitliche Lösungen den Studierenden oder Mitarbeitern anzubieten, die beispielsweise auch per App genutzt werden können. Ein erfolgreicher Verlauf bei der Migration der bestehenden Kunden sollte für die InterCard hohe Cross-Selling-Potenziale eröffnen.

So können den bestehenden Kunden, nach der Migration einfach und kostengünstig weitere Anwendungen angeboten werden. Besonders im Fokus dürften hier neue Anwendungen rund um die Sicherheit und Zutrittskontrollen sowie für die Authentisierung im Rahmen der Datensicherheit stehen. Zugleich sollte die InterCard AG in der Lage sein, auch in der Schweiz eine deutliche Ausweitung der Marktpenetration zu erreichen.

Neue Märkte

Im deutschen Hochschulmarkt ist die InterCard AG mit einem Marktanteil von mehr als 80 % klarer Marktführer. Grundsätzlich können aber die InterCard-Produkte überall dort eingesetzt werden, wo viele Menschen mittels einer Identifikation Dienstleistungen in Anspruch nehmen oder wo eine Zugangskontrolle (physisch, digital) notwendig ist. Dies gilt insbesondere für die neue, auf der zentralen Verwaltung aufbauende Produktpalette. Im Rahmen der Expansionsstrategie sollen dabei gezielt Kunden aus neuen Branchen wie Kliniken, Behörden und Institutionen (bspw. Smart-City-Projekte), Unternehmen und Industrien angesprochen werden.

In diesem Zusammenhang sind schon Projekte im Bereich der Kliniken lanciert worden. Hierbei handelt es sich um zahlreiche Referenzprojekte, die darauf abzielen, das neue ID-Managementsystem bei den Kliniken zu integrieren und somit, ähnlich wie beim Hochschulmarkt, ein Bestandskundengeschäft zu etablieren. Insbesondere der Zukunftsmarkt Kliniken ist ein spannendes Wachstums- und Marktumfeld, da viele Kliniken noch über kein ausreichend vernetztes ID-Managementsystem verfügen und somit in Bezug auf Sicherheitskonzepte wesentliche Defizite aufweisen. Konkret könnte beispielsweise zukünftig über die Lösungen der InterCard-Gruppe neben der Zutrittskontrolle (physical access) der Zugang zu Patientendaten (digital access) gesteuert werden.

Mit dem entwickelten proprietären Karten-Management-System, welches speziell für den industriellen Markt zugeschnitten ist, sollen künftig verstärkt auch Unternehmen angesprochen werden. Ebenso plant die InterCard AG am Zukunfts- und Wachstumsmarkt der E-Mobilität zu partizipieren, im Rahmen dessen die Identifikation und der Bezahlvorgang an Ladesäulen für E-Autos über das ID-Managementsystem abwickelt werden soll.

Ein weiteres Beispiel für den Eintritt in neue Märkte sind bereits gestartete Pilotprojekte in der Schweiz. Die Tochtergesellschaft Polyright hat beispielsweise Serviceleistungen, wie Zutrittskontrolle und Zahlungsabwicklung bei einem Schweizer Profisportverein implementiert. Konkret nutzt nun der Schweizer Eishockey Verein EHV Visp die Polyright-Technologie, indem die Saisonkarten als Sichtausweis für den Zutritt und die gesamte Bezahlung im Stadion abgewickelt werden kann.

Internationalisierung

Ein weiterer wesentlicher Wachstumstreiber ist die geplante Forcierung der Aktivitäten in den ausländischen Märkten. Neben den Kernmärkten in Deutschland und der Schweiz sollen zukünftig auch Spanien, UK und Italien adressiert werden. In diesem Zusammenhang sieht das InterCard-Management besonderes Potential bei den Hochschulen. Einschätzungen des Managements zufolge ist der europäische Hochschulmarkt außerhalb von Deutschland und der Schweiz noch längst nicht so vernetzt, digitalisiert und systematisiert. Daher sieht das Unternehmen hohes Potential, seine Identifikations- und Managementsysteme zu implementieren und somit mittel- bis langfristig eine starke Marktstellung zu erreichen. In diesem Zusammenhang hat die InterCard bereits in den einzelnen Ländern Vertriebsnetze und Entwicklungszentren aufgebaut beziehungsweise geplant.

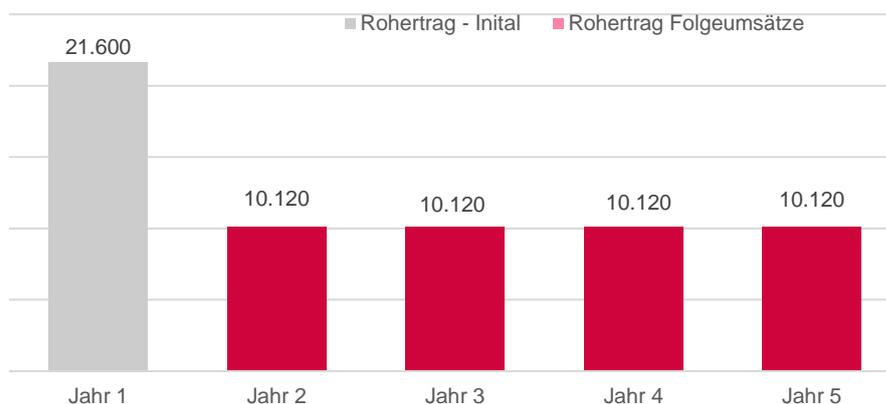
Anorganisches Wachstum

In den vergangenen Geschäftsjahren war anorganisches Wachstum ein wichtiger Bestandteil der Unternehmensstrategie der InterCard AG. Es wurden dabei gezielt Unternehmen mit überschaubarem Kapitalaufwand akquiriert und die Übernahmen wurden in aller Regel über den operativen Cashflow finanziert. In der Akquisitionshistorie des Unternehmens wurden Kaufpreise maximal im mittleren sechsstelligen Bereich getätigt. Mit den gezielten Übernahmen wurde der Wettbewerb reduziert, Kostenspareffekte realisiert, die Produktentwicklung und Technologie vorangetrieben sowie der Eintritt in neue Märkte umgesetzt. Auch für die Zukunft sollte das anorganische Wachstum ein Bestandteil der Unternehmensstrategie sein.

Skalierung als wichtiger Ergebnistreiber

Wir sehen in einer Zunahme des Bestandskundengeschäftes einen wichtigen Faktor zum Anstieg der Rentabilität. In der Regel weisen die Umsätze bei der Implementierung des InterCard-Systems geringere Ergebnismargen aus. Dies liegt vor allem darin begründet, dass zu Beginn einer Kundenbeziehung eine personalintensivere Beratung erfolgt sowie mit der Implementierung höhere Materialaufwendungen anfallen.

Aufteilung des Rohertrages an einem Beispielprojekt (in €)



Quelle: GBC AG

Ist das System implementiert und die entsprechenden Schnittstellen (Kassen, Automaten, Drucker etc.) mit der notwendigen Hardware ausgestattet, werden die Dienstleistungs-Umsätze der Folgeperioden deutlich margenstärker. Ein klassisches Beispiel hierfür sind Wartungsumsätze oder der Ersatz der ausgestellten Chipkarten. Auch Funktionserweiterungen können bei den Bestandskunden leichter umgesetzt werden. Anhand der

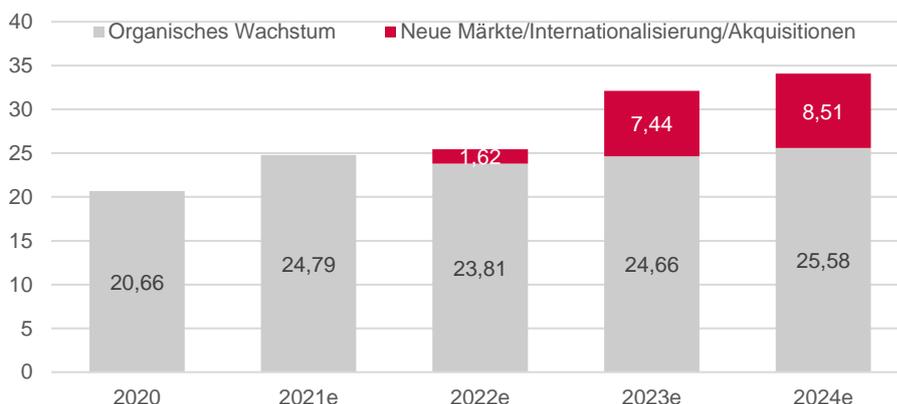
vorstehenden Beispielrechnung wird dieser Zusammenhang, welcher eine wichtige Rolle bei unseren Umsatz- und Ergebnisprognosen spielt, illustriert. Es wird dabei sichtbar, dass der Rohertrag der Folgeperioden relativ schnell den mit der Installation in Verbindung stehenden Rohertrag übertreffen.

Umsatz- und Ergebnisprognosen

Umsatzprognosen 2021 - 2024

Auf Basis der dargestellten Wertreiber prognostizieren wir für das laufende Geschäftsjahr respektive die kommenden Geschäftsjahre eine dynamische Geschäftsentwicklung. Während organisch nur niedrige Wachstumsimpulse vorliegen dürften, sollten insbesondere mit der Erschließung neuer Märkte, der Internationalisierung sowie durch die von uns angenommenen Akquisitionen ein sichtbares Wachstum erwirtschaftet werden. Die niedrige Dynamik im Bereich des organischen Wachstums basiert auf der Annahme, dass es neben der Migration auf das neue ID-Managementsystem evtl. auch zu einer Kundenabwanderung kommen kann.

Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

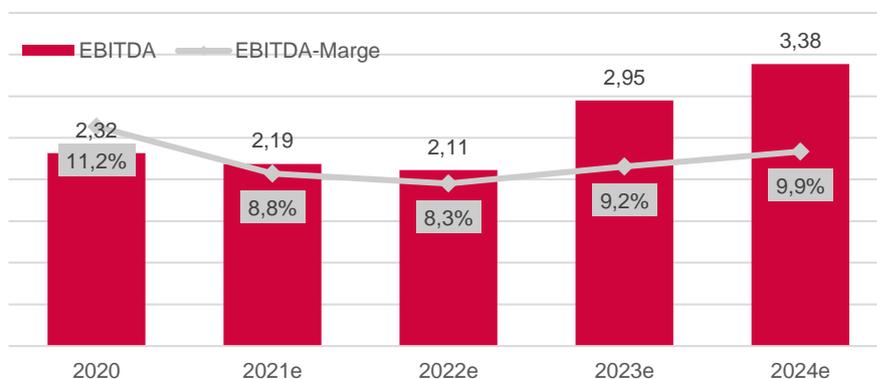
Der starke Umsatzanstieg im laufenden Geschäftsjahr 2021 auf 24,79 Mio. € (GJ 2020: 20,66 Mio. €) ist in erster Linie eine Folge der erstmaligen ganzjährigen Vollkonsolidierung der IDpendant, die unseren Schätzungen zur Folge Umsatzerlöse in Höhe von 4,60 Mio. € beisteuern sollte. Erst ab dem kommenden Geschäftsjahr 2022 rechnen wir mit den ersten Erfolgen aus der Adressierung neuer Märkte (Kliniken, Unternehmen etc.). Darüber hinaus sollte im Geschäftsjahr 2022, unseren Erwartungen zur Folge, der Eintritt in drei ausländische Märkte erfolgen und hier die ersten Umsatzerlöse erwirtschaftet werden. Wie dargestellt, steht hier zunächst die Ansprache von Universitäten im Vordergrund und wir gehen davon aus, dass bereits in 2022 acht neue Kunden gewonnen werden. Zwischen 2022 und 2024, unserem letzten konkreten Schätzjahr, rechnen wir bei der Erschließung neuer Märkte mit einem Umsatz-CAGR von 26,5 % und bei den internationalen Umsätzen mit einem Umsatz-CAGR von 61,8 %.

Als einen weiteren besonderen Wachstumstreiber haben wir, auch ab 2022, mögliches anorganisches Wachstum unterstellt. Wie auch schon in den vergangenen Geschäftsjahren dürfte anorganisches Wachstum ein wichtiger Eckpfeiler der Unternehmensstrategie sein. In unserer konkreten Berichtsperiode bis zum Geschäftsjahr 2024 unterstellen wir zwei Unternehmenserwerbe, womit bis 2024 ein anorganischer Umsatzbeitrag in Höhe von etwas über 6,00 Mio. € vorliegen dürfte.

Ergebnisprognosen 2021 – 2024

Analog zur erwarteten dynamischen Umsatzentwicklung kalkulieren wir ebenfalls mit deutlichen Ergebniszuwächsen in unserer konkreten Schätzperiode. Ausgehend von einem EBITDA in Höhe von 2,19 Mio. € (2021e) sollte das EBITDA bis 2024 auf 3,38 Mio. € ansteigen und die dazugehörige EBITDA-Marge von 8,8 % auf 9,9 % ansteigen. Unserer Ansicht nach dürfte das von uns unterstellte Rentabilitätsniveau nicht das „Ende der Fahnenstange“ sein. Aufgrund des von uns unterstellten hohen Wachstums mit neuen Kunden (neue Märkte, Internationalisierung) sollte bis 2024 der Anteil der margenschwächeren Initial-Umsätze etwas höher sein. Nichtsdestotrotz ist in unseren Ergebnisprognosen auch eine Zunahme der wiederkehrenden margenstarken Umsätze enthalten, was sich im prognostizierten Margenanstieg wiederfindet. Diese dürften auch die zusätzlichen Aufwendungen, wie die Notwendigkeit neuen Personals für den Eintritt in neue Märkte oder für die Auslandsexpansion, gut auffangen.

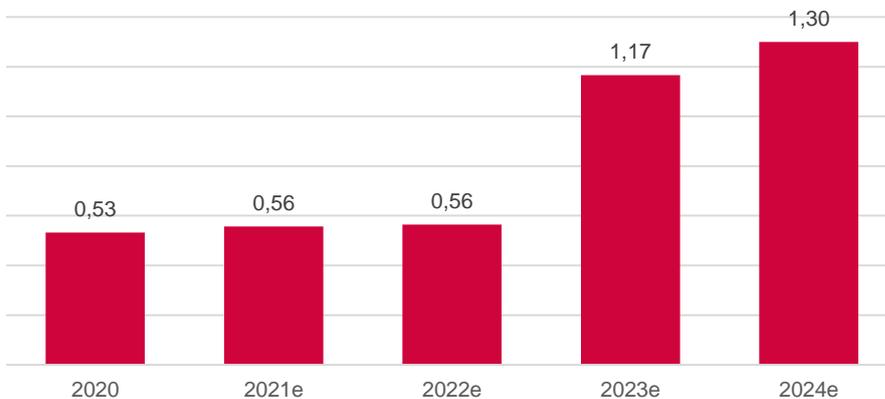
Prognose EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Grundsätzlich gehen wir von weiterhin niedrigen Finanzierungserfordernissen aus. Selbst das anorganische Wachstum, für welches wir insgesamt einen Liquiditätsmittelabfluss von 4,00 Mio. € unterstellen, sollte den Finanzaufwand nicht erheblich beeinflussen. Einerseits verfügt die Gesellschaft zum 30.06.2021 über liquide Mittel in Höhe von 3,37 Mio. € und auf der anderen Seite dürfte ein Teil des Kaufpreises über den operativen Cashflow finanziert werden. Selbst eine weitere Fremdkapitalaufnahme sollte angesichts der aktuell günstigen Finanzierungsbedingungen keinen erheblichen Einfluss auf das Nachsteuerergebnis haben.

Prognose Nachsteuerergebnis (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Daher sollte der Jahresüberschuss, analog zum von uns erwarteten EBITDA, insbesondere ab dem Geschäftsjahr 2023 stark ansteigen. Hier ist auch die zunächst niedrige Konzernsteuerquote enthalten, da die in der Schweiz ansässige Tochtergesellschaft Polyright über die kommenden drei Geschäftsjahre Verlustvorträge geltend machen kann. Erst in der Stetigkeitsphase unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir eine normalisierte Steuerquote von 30 % angenommen.

Bewertung

Modellannahmen

Die InterCard AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2021 bis 2024 in Phase 1, erfolgt von 2025 bis 2028 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir eine jährliche Steigerung beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 11,5 % angesetzt. Die Steuerquote haben wir in Phase 2 mit 30,0 % berücksichtigt. 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 InterCard 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 0,25 %.**

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 1,29.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,32 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,08 %.

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir einen fairen Unternehmenswert in Höhe von 21,83 Mio. € ermittelt was einem Kursziel in Höhe von 10,80 € entspricht.

DCF-Modell

InterCard AG Informationssysteme - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	10,4%	ewige EBITA - Marge	6,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	32,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	18,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate				consistency				final End- wert
	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	
Umsatz (US)	24,84	25,47	32,15	34,08	35,79	37,58	39,46	41,43	
US Veränderung	20,6%	2,5%	26,2%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	6,81	6,79	8,46	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50	
EBITDA	2,19	2,11	2,95	3,38	3,72	3,91	4,11	4,31	
EBITDA-Marge	8,8%	8,3%	9,2%	9,9%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	
EBITA	1,04	0,90	1,73	2,17	2,44	2,56	2,69	2,83	
EBITA-Marge	4,2%	3,5%	5,4%	6,4%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Steuern auf EBITA	-0,22	-0,12	-0,37	-0,65	-0,73	-0,77	-0,81	-0,85	
zu EBITA	20,9%	13,0%	21,7%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	0,82	0,78	1,36	1,52	1,71	1,79	1,88	1,98	
Kapitalrendite	9,5%	9,2%	15,1%	15,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,4%
Working Capital (WC)	4,80	5,20	5,79	6,13	6,44	6,76	7,10	7,46	
WC zu Umsatz	19,3%	20,4%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	
Investitionen in WC	0,33	-0,40	-0,59	-0,35	-0,31	-0,32	-0,34	-0,36	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	3,65	3,75	3,80	4,01	4,21	4,42	4,64	4,87	
AFA auf OAV	-1,15	-1,22	-1,22	-1,22	-1,28	-1,35	-1,41	-1,49	
AFA zu OAV	31,5%	32,4%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	
Investitionen in OAV	-1,31	-1,32	-1,27	-1,43	-1,48	-1,56	-1,64	-1,72	
Investiertes Kapital	8,45	8,95	9,59	10,14	10,65	11,18	11,74	12,33	
EBITDA	2,19	2,11	2,95	3,38	3,72	3,91	4,11	4,31	
Steuern auf EBITA	-0,22	-0,12	-0,37	-0,65	-0,73	-0,77	-0,81	-0,85	
Investitionen gesamt	-0,98	-3,72	-3,85	-1,77	-1,79	-1,88	-1,97	-2,07	
Investitionen in OAV	-1,31	-1,32	-1,27	-1,43	-1,48	-1,56	-1,64	-1,72	
Investitionen in WC	0,33	-0,40	-0,59	-0,35	-0,31	-0,32	-0,34	-0,36	
Investitionen in Goodwill	0,00	-2,00	-2,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,99	-1,72	-1,28	0,96	1,20	1,26	1,32	1,39	34,88

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	23,22	26,58
Barwert expliziter FCFs	1,61	3,44
Barwert des Continuing Value	21,61	23,14
Nettoschulden (Net debt)	2,45	4,41
Wert des Eigenkapitals	20,77	22,17
Fremde Gewinnanteile	-0,32	-0,34
Wert des Aktienkapitals	20,45	21,83
Ausstehende Aktien in Mio.	2,02	2,02
Fairer Wert der Aktie in EUR	10,12	10,80

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,29
Eigenkapitalkosten	7,3%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	25,0%
WACC	7,1%

Kapitalrendite	WACC				
	6,5%	6,8%	7,1%	7,4%	7,7%
15,9%	12,32	11,30	10,41	9,62	8,91
16,1%	12,55	11,52	10,61	9,80	9,08
16,4%	12,78	11,73	10,80	9,99	9,26
16,6%	13,02	11,95	11,00	10,17	9,43
16,9%	13,25	12,16	11,20	10,36	9,60

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,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), Stellv. Chefanalyst

Marcel Schaffer, 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



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de