



■ SRC Rendite-Risiko-Rating



■ Kurs (Geld / Brief in %)	60,01 / 70,00
Hoch / Tief 52 Wochen	89,00 / 50,00
Kupon p.a.	8,5%

■ Schlüsseldaten

Emittentin	VST BUILDING TECHNOLOGIES AG
Sektor	Technology & Construction
Sitz der Gesellschaft	Österreich
Tag der Erstnotierung	02.10.2013
Börse	Börse Frankfurt
Börsensegment	Entry Standard/Open-Market
WKN	A1HPZD
ISIN	DE000A1HPZD0
Laufzeit Beginn	02.10.2013
Laufzeit Ende	02.10.2019
Restlaufzeit (Jahre)	3,7
Kupontyp	Fix-Kupon
Kupon	8,5%
Erster Kupon	02.10.2014
Zahlweise	Jährlich
Zinstermin	02.10.
ausstehendes	
Emissionsvolumen (Mio. Euro)	6,1
Liquidität (durchschn. Vol./Tag)	N/A
Stückzinslauf ab	02.10.2013
Nennwert / Stück	1.000 €
Platzierungspreis	100%
Dokumentation	Börsenprospekt (Dt. Recht)
Rating	Nein*
Ratingagentur	N/A*
Zahlstelle	Dero Bank AG
Listing Partner	Dero Bank AG
Besichert	Nein
Internet	www.vstbuildingtechnologies.com

*Die Anleihe selbst ist nicht geratet. Die Emittentin verfügt jedoch seit 4. Sep. 2015 über aktuelles Corporate Rating der Creditreform AG von CC

■ **Analysten** **Thilo Gorlt, Exec. MBA (HSG), CIIA**
Dipl.-Kfm. Stefan Scharff, CREA

■ **E-Mail** gorlt@src-research.de
scharff@src-research.de

Telefon +49 (0) 69 400313 - 79
Internet www.src-research.de

- Attraktiver Kupon von 8,5% p.a. mit einer Restlaufzeit bis Oktober 2019 bei einem Kurs weit unter pari.
- VST verfügt über vierzehnjährige Erfahrung in der Produktion von innovativen und patentierten Verbund-schalungstechnik-Elementen, die im Rohbau für Decken und Wände zum Einsatz kommen.
- Aufgabe des verlustreichen GU-Geschäfts in 2014 und somit klare Fokussierung auf das Kernsegment Bauelemente und den Werksanlagenverkauf.
- Nach der im September 2015 erfolgten Ratingabstufung des Corporate Ratings durch die Creditreform von B auf CC sehen wir nach der Verbesserung der Bilanzstruktur klares Potenzial für eine Heraufstufung.
- Stärkung der Kapitalbasis um 3 Mio. Euro durch eine Barkapitalerhöhung und Wandlung von Darlehen.
- Gewinnung eines Investors für das Produktionswerk führte 2014 zu einem Nettozufluss von 2,6 Mio. Euro.
- Wir erwarten für die Gesamtjahreszahlen 2015 bei einem Umsatz von über 14 Mio. Euro ein Vorsteuerergebnis von 6,5 Mio. Euro sowie ein Nettoergebnis nach Minderheiten von 5,4 Mio. Euro.
- Neben der EK-Quote, die schon zur Jahresmitte 2015 bei fast 35% lag, verfügt VST auch über eine ausreichend diversifizierte Finanzierungsstruktur.
- Starke Marktposition im Kernmarkt Schweden durch bonitätsstarke Kooperationspartner wie SKANSKA und Thomas Betong.
- Vertraglich gesicherte Partnerschaft mit SKANSKA bis 2018 sichert hohe Produktionsauslastung im Werk.
- Durch umfangreiche Patente verfügt VST über eine führende Position im ökologisch nachhaltigen Wohnungsbau und profitiert von der weiter steigenden Nachfrage in diesem Segment.
- **Wir vergeben erneut 4 von 5 Sterne, da die Anleihe nach dem Turn-Around der Gesellschaft ein überdurchschnittliches Rendite-Risiko-Profil aufweist.**

Unternehmensprofil

VST BUILDING TECHNOLOGIES AG

Branche:	Technology & Construction	Vorstand
Land:	Österreich	Ing. Siegfried Gassner (CEO)
Sitz:	Leopoldsdorf bei Wien	Mag. (FH) Kamil Kowalewski, MSc (CFO)
Gründung:	2002	
Mitarbeiter:	40	

IR Kontakt

edicto GmbH
 Axel Mühlhaus, Peggy Kropmanns
 Tel.: +49 (0) 69 90 550 552
 E-Mail: VST@edicto.de

Aufsichtsrat

Mag. Dr. Michael Müller (Vorsitzender)
 Richard Fluck (stellv. Vorsitzender)
 Martin Remes

Innerhalb der VST Gruppe übernimmt die Emittentin die Beschaffung von Fremd- und Eigenkapital und übt Steuerungs- und Kontrollfunktionen aus. Außerdem ist die Emittentin Eigentümerin von VST Technologiepatenten und fungiert als Lizenzgeberin gegenüber den Tochtergesellschaften und dritten Lizenznehmern. Die VST Gruppe ist ein Spezialist im Bereich der Verbundchalungstechnik, einer Technologie, die hauptsächlich im Hochbau im Zusammenhang mit Tragwerken eingesetzt wird. Die patentierte, innovative Technologie von VST zeichnet sich durch überlegene ökonomische und ökologische Eigenschaften gegenüber der herkömmlichen Bauweise aus und führt insbesondere bei der Rohbauerstellung zu einer signifikanten Zeit- und Kostenersparnis.

Das Generalunternehmergeschäft (GU-Geschäft) wurde im Sommer 2014 auf Grund der sich hieraus ergebenden schwer kalkulierbaren Mehrkosten komplett eingestellt. Hierdurch erfolgte eine Fokussierung auf die beiden Kerngeschäftsgebiete Bauelemente und Werksanlagenverkauf. Im ersten Geschäftsfeld übernimmt die Firma die Produktion, Lieferung und Montage von VST Verbundchalungssystemen (Wände, Decken, Stiegen, Stützen, Unterzüge etc.), sowie Planung und Erstellung der Statik für Gebäude und weitere baunahe Dienstleistungen und ist ausschließlich im europäischen Raum tätig. Das zweite Kerngeschäftsfeld umfasst hingegen Verkauf, Lieferung, Installation und Inbetriebnahme kompletter Werksanlagen zur Herstellung der patentierten VST Verbundchalelemente, wobei VST die hierfür notwendigen Patente an Dritte vergibt. Im Zuge dieser Werksverkäufe erfolgen auch intensive Schulungsmaßnahmen der Mitarbeiter des Kunden im Umgang mit der VST Technologie. In Märkten außerhalb des europäischen Raumes lizenziert die VST Gruppe ihre patentierte Technologie an Lizenznehmer und generiert über Know-how-Transferleistungen für die VST Technologie zusätzliche Umsatzerlöse. Die Aufgabe des GU-Geschäfts mit der anschließenden Fokussierung auf lediglich zwei Kerngeschäftsbereiche führte damit zu einer signifikanten Risikoreduktion.

SWOT-Analyse

Stärken

- VST verfügt mit den selbstentwickelten und patentierten Lösungen im Bereich Hochbau unter der Verwendung von Verbundschalungstechnik über ein klares Alleinstellungsmerkmal.
- Die Verwendung von VST-Systemplatten führt bei der Rohbauerstellung zu signifikanten Zeit- und Kosteneinsparungen.
- Die Aufgabe des Generalunternehmergeschäfts (GU-Geschäft) in 2014 und die Fokussierung auf die beiden Kerngeschäftsbereiche führen zu einer deutlichen Risikoreduktion.
- Deutlicher Anstieg der Auftragsvolumina nach Abschluss des laufenden Kooperationsvertrags mit dem schwedischen Baukonzern SKANSKA.
- Die fortschreitende Regulierung des Gesetzgebers (EU) dürfte die Nachfrage nach ökologisch nachhaltiger Bautechnologie weiter verstärken.
- Deutlich reduzierte Produktionskosten der VST-Elemente durch die automatisierte Fertigungsanlage in Nitra (Slowakei).
- Die VST Gruppe deckt bereits einen großen Teil der gesamten Wertschöpfungskette ab. Neben der Fertigung und dem Verkauf von Verbundschalungstechnikelementen werden auch Planungs-, Projektmanagement- und Ingenieurleistungen angeboten.
- Etablierter Anbieter mit exzellentem Branchennetzwerk, insbesondere in den beiden wichtigsten Märkten Deutschland und Schweden.
- Obgleich der Verkauf von kompletten Werksanlagen schwer planbar ist, erzielt VST hohe Margen, die in hohem Maße auf das Ergebnis durchschlagen.
- VST liefert vorwiegend an sehr bonitätsstarke Abnehmer wie z.B. den langjährigen Partner SKANSKA aus Schweden. Die SKANSKA-Gruppe gehört aktuell mit einem Jahresumsatz von mehr als 14 Mrd. Euro zu den Top-Baukonzernen Europas und verfügt über eine exzellente Bonität sowie über eine hohe Profitabilität (ROE: >22%).
- VST hat im September 2015 eine 2,5 Mio. Euro Pflichtwandelanleihe (Kupon: 8,0%, Laufzeit 2019) begeben. Durch die Begebung zweier weiterer Wandschuldverschreibungen in 2015 (platziertes Gesamtvolumen 1,65 Mio. Euro, Kupon 7,5%, Fälligkeit Ende 2017 und 2018), wurden kurzfristig fällige Verbindlichkeiten abgelöst, was zu einer weiteren Optimierung der Bilanz beitrug.
- Die Emittentin verfügt nach den erfolgten Kapitalmaßnahmen über eine ausreichend diversifizierte Kapitalstruktur sowie einer Eigenkapitalquote, die mit über 30% deutlich über dem Sektordurchschnitt liegt.

Schwächen

- Das Creditreform Ranking des Unternehmens wurde im September 2015 von B auf CC herabgestuft.
- Die Finanzierungssituation dürfte sich für VST, als Unternehmen aus dem Bausektor, gegenüber Banken als weiterhin schwierig erweisen. Verstärkt wird dieser Trend auch durch die weiter steigenden Anforderungen zur Eigenkapitalunterlegung von Bankkrediten (Basel III).
- Hohe Abhängigkeit von der konjunkturellen Entwicklung der Baubranche, sowie insbesondere des Immobiliensektors in Deutschland und Schweden.
- Der Auftragsanteil der beiden Hauptkunden im schwedischen Markt, dem schwedischen Bauunternehmen SKANSKA AB und dem Betonhersteller Thomas Betong beläuft sich derzeit auf rund drei Viertel. Diese starke Abhängigkeit birgt unseres Erachtens erhebliche Risiken.

Chancen

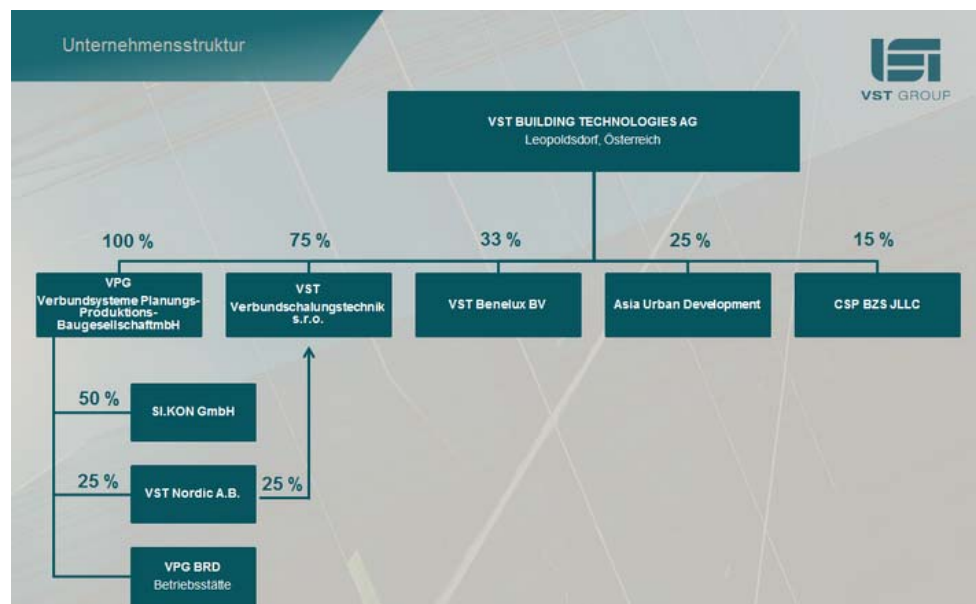
- Alleine aus der vertraglich gesicherten Partnerschaft mit dem schwedischen Baukonzern SKANSKA dürften sich nach unserer Einschätzung bis 2018 und darüber hinaus Umsätze im zweistelligen Millionenbereich ergeben.
- Neben dem Geschäft mit VST-Bauelementen könnte der Verkauf von einzelnen Werksanlagen in den kommenden Jahren zu einem deutlichen Umsatz- und Ergebnisplus führen, was jedoch konkret nur schwer prognostizierbar ist.
- Der Trend zu hochqualitativem, energieschonenden und nachhaltigem Bauen wird sich mit hoher Wahrscheinlichkeit weiter verstärken. Durch die erheblichen Zeitvorteile, die das VST-System ermöglicht, können Bauherren die Errichtungszeit eines Rohbaus um bis zu 50% verkürzen. Hieraus ergibt sich letztendlich ein signifikanter Kostenvorteil gegenüber konventionellen Bautechnologien.
- Ab dem Jahr 2020 müssen laut EU-Richtlinie alle Neubauten zwingend die Anforderungen der Passivbauweise erfüllen. Alle von VST entwickelten und produzierten Bauelemente erfüllen diese strengen Richtlinien bereits. Das VST System ist vom Passivhaus Institut in Darmstadt (PHI) offiziell zertifiziert. Es ist somit mittelfristig von einem weiteren Anstieg der Nachfrage auszugehen.
- Die im Juli 2013 abgeschlossene Automatisierung des Produktionsstandortes im slowakischen Nitra wird mit ansteigendem Produktionsvolumen erhebliche Skalenerträge mit sich bringen, was durch einen signifikant niedrigeren Material- und Personaleinsatz noch verstärkt werden dürfte.
- Durch die stark gestiegene Nachfrage nach Wohnraum und den damit verbundenen Preisanstieg bei Immobilien in den Kernmärkten Deutschland und Schweden dürfte auch das Umsatzpotenzial der VST Gruppe weiter steigen.
- Die in Zukunft weiter verbesserte Ertragssituation dürfe zu einer weiteren Reduzierung der Verbindlichkeiten, sowie der Zinsbelastung führen.
- Vor dem Hintergrund der bislang erfreulich verlaufenden Kooperation mit SKANSKA rechnen wir zukünftig mit höheren Einzelauftragsvolumina für den schwedischen Markt.

Risiken

- Als Unternehmen der Baubranche unterliegt auch die VST Gruppe den typischen sektorspezifischen Risiken wie Zahlungsausfällen von Kunden, sowie einem fortschreitenden Preisdruck seitens der konventionellen Rohbau-Betonbauweise.
- Obgleich das Unternehmen bereits in 2014 und 2015 erste Zahlungen der Versicherung erhalten hat, die aufgrund von Baumängeln von Subunternehmern bei GU-Projekten geltend gemacht wurden, befindet sich VST für die noch ausstehenden Zahlungen in Verhandlungen. Ob und in welcher Höhe überhaupt weitere Zahlungen seitens der Versicherung erfolgen ist daher zum gegenwärtigen Zeitpunkt ungewiss.
- Mögliche Rechtsstreitigkeiten mit einem Generalunternehmer könnten sich länger als erwartet hinziehen und zusätzliche Kosten verursachen. Darüber hinaus ist der juristische Ausgang des Verfahrens ungewiss.
- Aufgrund der langjährigen Führung durch das aktuelle Management ergeben sich Risiken durch einen eventuellen Abgang der aktuellen Vorstände.
- Das Produktionsvolumen für den schwedischen Markt beträgt derzeit 60% bis 70%, woraus sich eine hohe Abhängigkeit von diesem Markt aber auch von dem Rahmenvertrag mit SKANSKA AB (Laufzeit noch bis 2018) ergibt.
- Zinsrisiken, die sowohl die Refinanzierungsseite des Unternehmens selbst als auch das Umfeld für Immobilienpreisentwicklungen beeinflussen können.
- Allgemeine konjunkturelle Einbrüche in den Zielmärkten des Unternehmens.

Die VST Konzernstruktur mit allen Tochtergesellschaften und Joint Ventures im Überblick

Aufbau des Konzerns und Wertschöpfungskette



Quelle: VST Building Technologies AG

Über diverse Beteiligungen deckt VST einen Großteil der Wertschöpfung ab.

Innerhalb der VST Konzernstruktur fungiert die **VST Building Technologies AG** als Muttergesellschaft die mehr- und minderheitlich Beteiligungen an in- und ausländischen Gesellschaften hält. Sie ist, ebenso wie die Tochtergesellschaften, operativ tätig und übt neben der Finanzierungsfunktion auch Steuerungs- und Kontrollfunktionen aus. Die **VST Verbundschalungstechnik s.r.o.**, an der das Unternehmen 75% hält, betreibt das Werk in Nitra (Slowakei), in dem die patentgeschützten, zementgebundenen Verbundschalenelemente für Decken und Wände entsprechend der individuellen Kundenbedürfnisse produziert werden. Mit der im Oktober 2013 durchgeführten Automatisierung des Werks konnte neben der Ausweitung der Produktionskapazität von 180.000 qm auf 250.000 qm auch eine deutliche Effizienzsteigerung erzielt werden. Die **VPG Verbundsysteme GmbH** erbringt Ingenieur- und Rohbaudienstleistungen. Sie hält eine Beteiligung (50,2%) an der **SI-KON GmbH**, die als Vertriebsplattform verschiedene Dienstleistungen in Deutschland anbietet. Ferner besteht ein Anteil von 25% an der **VST Nordic A.B.**, einem Joint Venture mit dem schwedischen Baukonzern SKANSKA, die den Vertrieb in Schweden übernimmt und ihrerseits 25% an der VST Verbundschalungstechnik s.r.o. hält. Darüber hinaus hält der Konzern eine Minderheitsbeteiligung von 15% an **CSP BZS JLLC**, die zusammen mit BZS in Kritchew (Weißrussland) seit Oktober 2015 das weltweit modernste Produktionswerk für zementgebundene Holzspanplatten betreibt. **VST Benelux** übernimmt im Konzern sämtliche Vertriebsaktivitäten im niederländischen und belgischen Markt.

Verkauf kompletter Werksanlagen könnte mittelfristig für einen weiteren Umsatzanstieg sorgen.

Die VST Group erbringt im Rahmen ihrer Wertschöpfungskette als Rohbauunternehmer von der Planung über die Produktion der patentierten VST Bauelemente auch das Baumanagement und die Montage auf der Baustelle. Zusätzlich betreibt das Unternehmen durch den Verkauf von kompletten Werksanlagen an Dritte einen Technologietransfer und generiert somit über den Verkauf von Lizenzen weitere Umsatzerlöse.

Die Aufgabe des verlustträchtigen GU-Geschäfts war die Voraussetzung des erfolgreichen Turnarounds in 2015.

Meilensteine der Geschäftsentwicklung 2014 und 1H 2015

Die Entwicklung im Geschäftsjahr 2014 war im Wesentlichen von der Umstellung des Geschäftsmodells und der damit verbundenen Aufgabe des Generalunternehmer Geschäfts (GU-Geschäft) wegen fortlaufender Probleme bei GU-Projekten geprägt. Die anschließend erfolgreich durchgeführte Kapitalerhöhung über 3 Mio. Euro verbesserte die Finanzstruktur entscheidend. Durch den Erwerb von 25% der Anteile von VST Nordic AB an VST Verbundschalungstechnik s.r.o., die das Produktionswerk in Nitra betreibt, flossen dem Unternehmen im Februar 2015 rund 2,6 Mio. Euro zu. Darüber hinaus begab das Unternehmen eine Pflichtwandelanleihe (Kupon: 8,0%, Laufzeit Oktober 2019) mit einem Volumen von 2,5 Mio. Euro, sowie zwei Wandelanleihen mit einem Volumen von je 1 Mio. Euro mit einer Verzinsung von 7,5% und einer Fälligkeit Ende 2017 und 2018. Davon wurden bislang 1,65 Mio. Euro platziert.

Das beauftragte Volumen aus dem Rahmenvertrag mit SKANSKA erreichte bis Ende 2015 mit rund 17,4 Mio. Euro einen neuen Spitzenwert.

Eine weitere positive Unternehmensmeldung gab es im Dezember 2015. VST konnte den bislang größten Produktionsauftrag der Unternehmensgeschichte mit 4,7 Mio. Euro gewinnen und das beauftragte Volumen seit Beginn des Rahmenvertrages mit SKANSKA erhöhte sich bis Ende 2015 auf rund 17,4 Mio. Euro, was wiederum größtenteils die produktions- und absatzseitige Grundausslastung für die kommenden Jahre sichert.

Im Zuge des Joint Venture zwischen VST und BZS wurde im Oktober 2015 in Kritchev (Weißrussland) das weltweit modernste Plattenwerk in Betrieb genommen.

Anleihebedingungen* / Gläubigerschutz

- *Kein ordentliches Kündigungsrecht*
- *Ausschüttungssperre an Eigenkapitalgeber, soweit das Eigenkapital unter 10 Mio. Euro liegt*
- *Außerordentliches Kündigungsrecht bei:*
 - Insolvenz
 - Liquidation
 - Zahlungsverzug bei Kapital oder Zinsen (14 Bankarbeitstage)
 - Drittverzug (Emittentin oder verbundene Gesellschaft tritt in Verzug bez. Anderer Zahlungsverpflichtung)
- *Sonderkündigungsrecht bei/wenn:*
 - Change of Control bei Emittentin (bei Ratingverschlechterung durch Übernahme)
 - die Emittentin Teile oder sämtlich der gehaltenen Anteile bzw. des Geschäftes oder einen wesentlichen materiellen Bestandteil der VPG Verbundsysteme Planungs-Produktions-Baugesellschaft mbH, VST Verbundschalungstechnik s.r.o., VST Nordic A.B. während der Laufzeit der Schuldverschreibung veräußert und sich das Corporate Rating der Creditreform dadurch verschlechtern sollte
 - Verschlechterung des Corporate Ratings aufgrund weiterer Anleiheemissionen
 - Bei Nichtbeachtung der Ausschüttungssperre
- *Pari Passu* – Die Verbindlichkeiten der Emittentin gegenüber den Inhabern der Teilschuldverschreibungen stellen unmittelbare, unbedingte und nicht nachrangige Verpflichtungen dar, die im gleichen Rang mit allen anderen nicht nachrangigen Verbindlichkeiten der Emittentin stehen, sofern diese nicht kraft Gesetzes Vorrang haben.

* Die obige Auflistung stellt lediglich eine verkürzte Übersicht der Anleihebedingungen dar. Die Übersicht ist nicht rechtlich bindend. Weitere - rechtlich bindende - Informationen hierzu entnehmen Sie bitte dem Wertpapierprospekt.

Durch die Kooperationsvereinbarung mit SKANSKA dürfte VST ausreichend Cash Flow generieren, um den Zins- und Tilgungsdienst der Anleihe bedienen zu können.

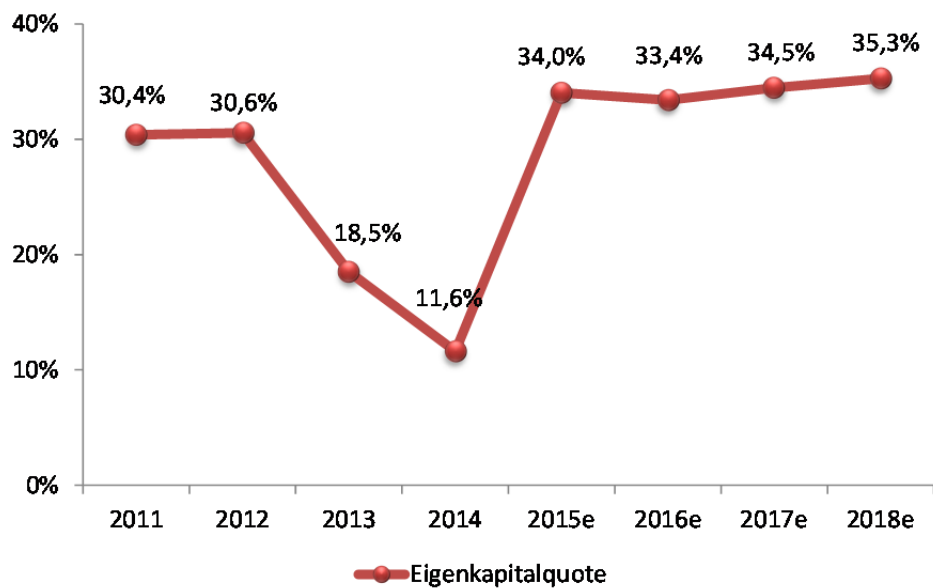
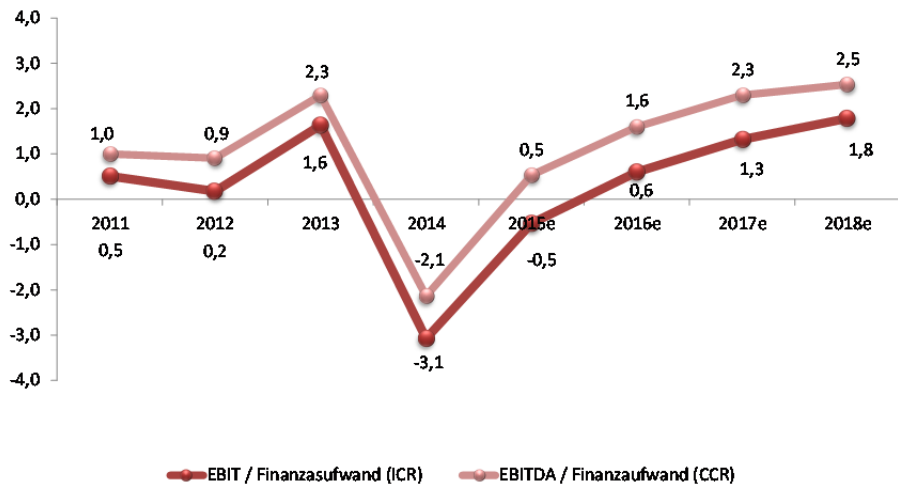
Wir erwarten zukünftig bei wichtigen Bilanzrelationen, aber auch für die Zinsdeckungsgrade Cash Coverage Ratio (CCR) und Interest Coverage Ratio (ICR) eine solide Entwicklung.

Wir gehen für die kommenden Jahre von einer weiter leicht steigenden Eigenkapitalquote aus.

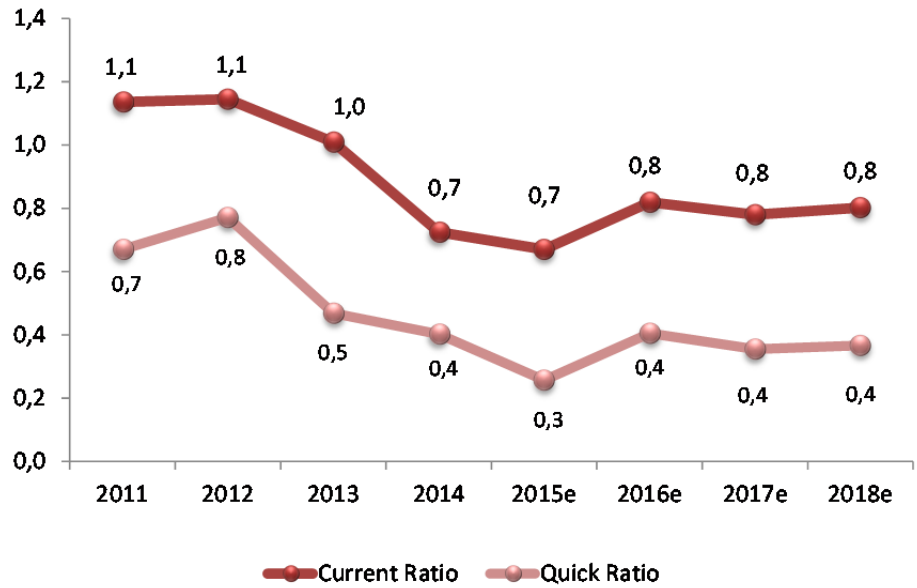
■ SRC Research Bond-Kennzahlen

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	CAGR '15e - '18e
Eigenkapitalquote	30,4%	30,6%	18,5%	11,6%	34,0%	33,4%	34,5%	35,3%	1,2%
EBIT / Finanzaufwand (ICR)	0,5	0,2	1,6	-3,1	-0,5	0,6	1,3	1,8	
EBITDA / Finanzaufwand (CCR)	1,0	0,9	2,3	-2,1	0,5	1,6	2,3	2,5	68,2%
Verbindlichkeiten / EBITDA	16,0	23,8	13,2	-8,1	27,2	8,9	6,1	5,4	-41,6%
Nettoverbindlichkeiten / EBITDA	15,8	23,6	13,1	-8,1	27,1	8,5	5,9	5,2	-42,3%
Verbindlichkeiten / Bilanzsumme	0,70	0,69	0,81	0,76	0,59	0,64	0,65	0,65	3,0%
Current Ratio	1,1	1,1	1,0	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	6,2%
Quick Ratio	0,7	0,8	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	12,6%
EBIT-Marge	3,9%	1,1%	13,3%	-46,3%	-4,1%	4,8%	9,3%	11,1%	
EBT-Marge	1,8%	2,2%	9,7%	-60,6%	45,6%	7,8%	11,5%	12,8%	-34,5%
Netto-Marge	2,4%	0,3%	-19,0%	-91,9%	37,7%	5,7%	9,0%	10,0%	-35,8%

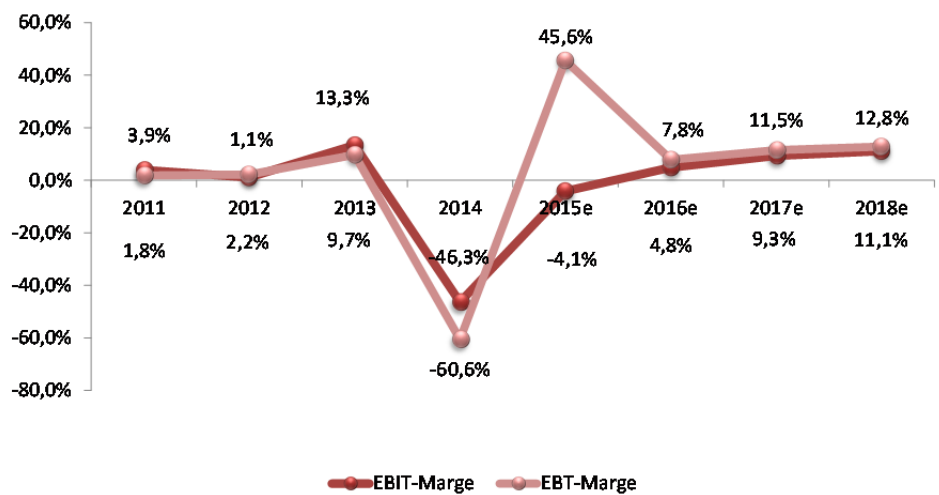
Quelle: Finanzberichte des Unternehmens, eigene Berechnungen; * Da das EBIT und EBITDA in 2014 negativ war, ergibt sich für dieses Jahr hier ein negativer Wert.



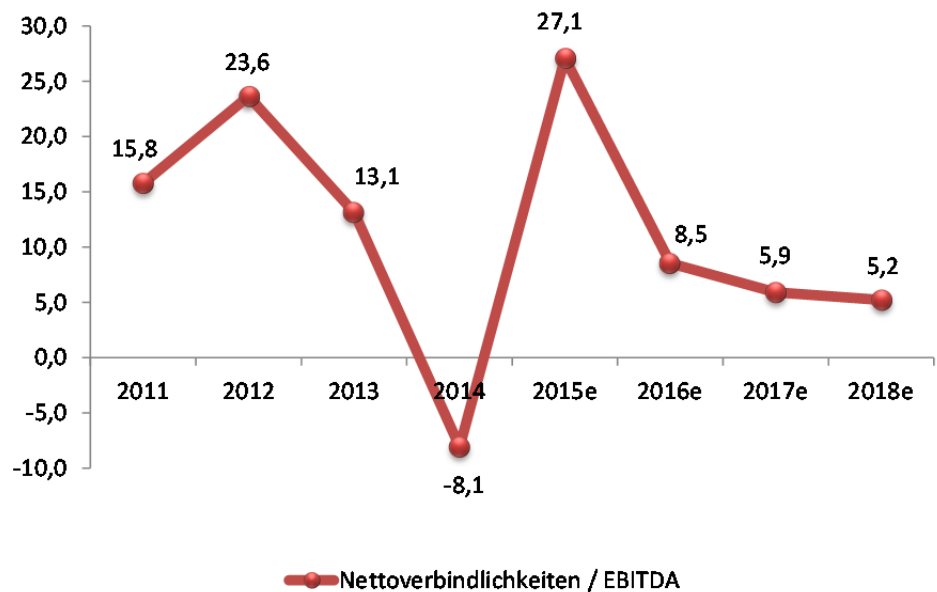
Das Verhältnis von kurzfristigem Vermögen zu kurzfristigen Verbindlichkeiten (Current Ratio) dürfet in den kommenden Jahren relativ konstant bleiben.



Mittelfristig erwarten wir wieder zweistellige Vorsteuermargen.



Der erwartete überproportionale Anstieg der operativen Erträge sollte das Verhältnis der Nettoverbindlichkeiten zum operativen Ergebnis auf EBITDA-Basis mittelfristig positiv beeinflussen.



VST BUILDING TECHNOLOGIES AG	31/12 (Euro '000)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	CAGR '15e - '18e
Umsatzerlöse		15.232	13.092	11.180	9.636	14.320	15.640	18.611	22.070	15,5%
Erlösminderung		0	0	0	0	0	0	0	0	
Veränderung des Bestandes an fertigen und unfertigen Erzeugnissen		514	392	-13	-1.089	-1.825	-28	55	-12	
Aktiviert Eigenleistungen		0	106	618	211	170	210	240	255	
Sonstige betriebliche Erträge		689	981	631	143	2.510	856	543	613	
Summe betriebliche Erträge		16.435	14.571	12.416	8.901	15.175	16.678	19.449	22.926	14,7%
Materialaufwand		-8.440	-6.828	-4.791	-5.407	-9.580	-10.270	-11.490	-13.590	
Personalaufwand		-4.313	-3.842	-3.394	-3.753	-3.090	-3.020	-3.520	-4.390	
Sonstige betriebliche Aufwendungen		-2.528	-3.139	-2.145	-2.847	-1.908	-1.380	-1.430	-1.470	
EBITDA		1.154	762	2.086	-3.106	597	2.008	3.009	3.476	79,9%
<i>EBITDA-Marge</i>		<i>7,6%</i>	<i>5,8%</i>	<i>18,7%</i>	<i>10,4%</i>	<i>4,2%</i>	<i>12,8%</i>	<i>16,2%</i>	<i>15,7%</i>	
Abschreibungen und Amortisationen		-562	-615	-596	-1.360	-1.190	-1.250	-1.280	-1.030	
EBIT		592	147	1.490	-4.466	-593	758	1.729	2.446	
<i>EBIT Marge</i>		<i>3,9%</i>	<i>1,1%</i>	<i>13,3%</i>	<i>-46,3%</i>	<i>-4,1%</i>	<i>4,8%</i>	<i>9,3%</i>	<i>11,1%</i>	
Erträge aus Beteiligungen		0	0	0	0	0	0	0	0	
Finanzerträge		207	469	46	64	1.330	1.405	1.330	1.270	
Ergebnisanteile assoziierter Unternehmen		637	506	466	18	-1.270	315	385	475	
Finanzaufwendungen		-1.155	-838	-910	-1.454	-1.120	-1.255	-1.310	-1.370	
Ergebnis aus der Erst- und Endkonsolidierung		0	0	-13	0	8.177	0	0	0	
Finanzergebnis		-311	137	-411	-1.372	7.117	465	405	375	
Vorsteuerergebnis (EBT)		281	284	1.079	-5.838	6.524	1.223	2.134	2.821	-24,4%
<i>EBT-Marge</i>		<i>1,8%</i>	<i>2,2%</i>	<i>9,7%</i>	<i>-60,6%</i>	<i>45,6%</i>	<i>7,8%</i>	<i>11,5%</i>	<i>12,8%</i>	
Ertragssteuern		-44	-27	-51	-9	-101	-18	-26	-32	
Veränderung der latenten Steuern		131	-213	-240	798	-855	-310	-440	-589	
Steuern		87	-240	-291	789	-956	-328	-466	-621	
<i>Steuerquote</i>		<i>-31,0%</i>	<i>84,5%</i>	<i>27,0%</i>	<i>13,5%</i>	<i>14,7%</i>	<i>26,8%</i>	<i>21,8%</i>	<i>22,0%</i>	
Nettoergebnis aus fortzuführenden Geschäftsbereichen		368	44	788	-5.049	5.568	895	1.668	2.200	
Minderheiten		0	0	0	-5	0	0	0	0	
Ergebnis nach Steuern aus aufgegebenen Geschäftsbereichen		0	0	-2.911	-3.805	-165	0	0	0	
Nettokonzernergebnis nach Minderheiten		368	44	-2.123	-8.859	5.403	895	1.668	2.200	-25,9%
<i>Umsatzrendite</i>		<i>2,4%</i>	<i>0,3%</i>	<i>-19,0%</i>	<i>-91,9%</i>	<i>37,7%</i>	<i>5,7%</i>	<i>9,0%</i>	<i>10,0%</i>	
Aktienanzahl		300.000	300.000	300.000	360.000	360.000	360.000	360.000	360.000	
Gewinn je Aktie (EPS)		1,23	0,15	-7,08	-24,61	15,01	2,49	4,63	6,11	
Dividende je Aktie (DPS)		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Kennzahlen		2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	
Wachstum in %										
Umsatz		N/A	-14,0%	-14,6%	-13,8%	48,6%	9,2%	19,0%	18,6%	
EBITDA		N/A	-34,0%	173,8%	-248,9%	-119,2%	236,3%	49,9%	15,5%	
EBIT		N/A	-75,2%	913,6%	-399,7%	-86,7%	-227,8%	128,1%	41,5%	
EBT		N/A	1,1%	279,9%	-641,1%	-211,8%	-81,3%	74,5%	32,2%	
Margen in %										
EBITDA		7,0%	5,2%	16,8%	-34,9%	3,9%	12,0%	15,5%	15,2%	
EBIT		3,6%	1,0%	12,0%	-50,2%	-3,9%	4,5%	8,9%	10,7%	
EBT		1,7%	1,9%	8,7%	-65,6%	43,0%	7,3%	11,0%	12,3%	
Kostenquoten in %										
Materialkostenquote		51,4%	46,9%	38,6%	60,7%	63,1%	61,6%	59,1%	59,3%	
Personalkostenquote		26,2%	26,4%	27,3%	42,2%	20,4%	18,1%	18,1%	19,1%	
Abschreibungen/Umsatz		3,4%	4,2%	4,8%	15,3%	7,8%	7,5%	6,6%	4,5%	
Steuerquote		-31,0%	84,5%	27,0%	13,5%	14,7%	26,8%	21,8%	22,0%	
Profitabilität in %										
Nettokonzernergebnis/Umsatz		2,4%	0,3%	-19,0%	-91,9%	37,7%	5,7%	9,0%	10,0%	
Eigenkapitalrendite nach Steuern		4,6%	0,5%	-29,8%	-175,3%	81,9%	9,6%	17,5%	21,9%	

Konzernbilanz VST BUILDING TECHNOLOGIES AG

31/12 IFRS (Euro '000)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	CAGR '15e-18e
Aktiva									
Langfristiges Vermögen									
Immaterielle Vermögenswerte	3.210	3.452	1.942	2.836	1.250	1.240	1.330	1.390	
Sachanlagen	8.546	9.140	14.168	13.209	1.070	1.150	1.280	1.390	
Beteiligungen an nach der Equity Methode bilanzierten assoziierten und Gemeinschaftsunternehmen	1.365	411	210	989	10.150	9.950	9.940	9.920	
Sonstige Finanzanlagen	34	34	571	1.867	2.010	2.050	2.070	2.090	
Finanzielle Vermögenswerte	525	40	0	0	4.770	4.920	4.910	4.950	
Aktive latente Steuern	0	0	169	2.093	1.280	1.250	1.290	1.305	
Gesamt	13.680	13.077	17.060	20.994	20.530	20.560	20.820	21.045	0,8%
Kurzfristiges Vermögen									
Vorräte	2.135	1.966	2.082	1.045	105	115	125	130	
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie sonstige Forderungen	5.894	7.099	7.669	5.213	1.700	2.540	2.420	2.510	
Forderungen aus Fertigungsaufträgen	3.128	2.303	6.846	3.525	3.130	3.470	4.050	4.290	
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	1.426	1.559	0	392	210	310	350	410	
Zahlungsmittel, Zahlungsmitteläquivalente	241	141	54	109	95	660	710	790	
Gesamt	12.825	13.068	16.651	10.284	5.240	7.095	7.655	8.130	
Vermögenswerte des angegebenen Geschäftsbereiches	0	0	0	2.031	1.650	106	50	0	
Summe Aktiva	26.505	26.145	33.711	33.309	27.420	27.761	28.525	29.175	2,1%
Passiva									
Eigenkapital									
Grundkapital	300	300	300	360	360	360	360	360	
Kapitalrücklagen	1.500	1.500	1.500	4.440	4.440	4.440	4.440	4.440	
Sonstige Rücklagen	1.311	1.179	1.530	1.471	-75	35	40	82	
Währungsausgleichsposition	743	743	743	743	25	455	261	349	
Kumulierte Ergebnisse	4.198	4.269	2.173	-4.282	4.577	3.980	4.728	5.060	
Anteile ohne beherrschenden Einfluss			-5	1.136	0	0	0	0	
Gesamt	8.052	7.991	6.241	3.868	9.327	9.270	9.829	10.291	3,3%
Langfristige Verbindlichkeiten									
Anleihe	0	0	6.526	7.053	5.910	4.840	4.800	4.754	
Verzinsliches Darlehen	5.072	4.422	2.797	2.094	412	450	455	461	
Sonstige Finanzverbindlichkeiten	590	640	450	858	1.811	3.155	3.020	3.160	
Sonstige Rückstellungen	165	0	0	0	0	0	0	0	
Langfristige Verpflichtungen geg. Auftragsnehmern	219	294	284	258	302	360	365	378	
Passive latente Steuern	1.116	1.383	911	763	0	300	0	0	
Gesamt	7.162	6.739	10.968	11.026	8.435	9.105	8.640	8.753	1,2%
Kurzfristige Verbindlichkeiten									
Anleihezinsen	0	0	150	159	351	385	401	435	
Verzinsliches Darlehen	6.344	7.331	5.617	5.346	530	560	580	610	
Sonstige Finanzverbindlichkeiten	24	337	901	2.702	2.705	2.835	3.330	3.610	
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie sonstige Verbindlichkeiten	4.245	2.215	8.367	5.299	3.820	4.332	4.890	5.070	
Verbindlichkeiten aus Fertigungsaufträgen	367	1.227	1.423	691	412	550	610	400	
Sonstige Rückstellungen	309	279	0	0	0	0	0	0	
Ertragssteuerrückstellung	2	26	44	2	1	4	5	6	
Gesamt	11.291	11.415	16.502	14.199	7.819	8.666	9.816	10.131	9,0%
Schulden des angegebenen Geschäftsbereiches	0	0	0	4.216	1.839	720	240	0	
Summe Passiva	26.505	26.145	33.711	33.309	27.420	27.761	28.525	29.175	2,1%
Quelle: Unternehmensberichte, eigene Schätzungen									
EK-Quote	30,4%	30,6%	18,5%	11,6%	34,0%	33,4%	34,5%	35,3%	

VST BUILDING TECHNOLOGIES AG

SRC-Sterne

8,5% Inhaberteilschuldverschreibung (2013/2019)

Kurs / Rendite

Kurs (Brief)	65,00 / 75,00	Nach der Erstnotierung Anfang Oktober 2013 war die Kursentwicklung schwach und volatil und maßgeblich von den Problemen im operativen GU-Geschäft in 2014 geprägt.	★ ★ ☆ ☆ ☆
Kupon	8,5%	Der fixe, jährlich ausbezahlte Kupon von 8,5% ist vor dem Hintergrund einer möglichen Heraufstufung des aktuellen Unternehmensratings der Creditreform nach Vorlage der 2015er Zahlen und dem weiter extrem niedrige Zinsumfeld attraktiv.	★ ★ ★ ★ ☆

Risiko

Kapitalstruktur		Nach der strategischen Neuausrichtung und den erfolgten Kapitalmaßnahmen verfügt das Unternehmen über eine im Branchenvergleich überdurchschnittliche Eigenkapitalquote. Mit einem alleinigen und nachhaltig orientierten Kernaktionär verfügt die VST über einen starke Eigenkapitalbasis. Differenzen zwischen verschiedenen Gesellschaftern sind somit ausgeschlossen. Positivwerten wir auch die mittlerweile verbesserte und diversifizierte Kapitalstruktur.	★ ★ ★ ★ ☆
Profitabilität		Durch die schnelle und vollständige Aufgabe des verlustreichen und risikobehafteten GU-Geschäfts in 2014 wurde das Unternehmen bereits in 2015 wieder profitabel. Der weiter steigende Auftragsbestand mit SKANSKA und Thomas Betong, sowie zusätzliche Werksanlagenverkäufe dürften die Umsätze und damit auch die Profitabilität in den kommenden Jahren weiter verbessern.	★ ★ ★ ☆ ☆
Geschäftsmodell		VST ist seit über 14 Jahren erfolgreich im Geschäft mit moderner Bautechnologie und kann einen langjährigen Track-Record in der Entwicklung, Produktion und Verbauung von Verschalungstechnik aufweisen. Der weltweite Trend zu ökologisch nachhaltigen Bautechnologien, insbesondere die sogenannte Passiv-Haus-Bauweise, sollte den Absatz der VST-Systeme in den nächsten Jahren stark begünstigen. Insbesondere die im Juni 2013 vertraglich fixierte Zusammenarbeit mit der schwedischen SKANSKA bietet aus unserer Sicht erhebliches Potenzial.	★ ★ ★ ★ ☆
Gläubigerschutz		Umfangreiche Covenants wie z.B. eine Ausschüttungssperre bei Unterschreitung von 10 Mio. Euro Eigenkapital oder Change-of-Control Klauseln stellen einen durchschnittlichen bis guten Gläubigerschutz sicher.	★ ★ ★ ☆ ☆

SRC-Gesamturteil

20 von 30 Punkten, entspricht 4 von 5 Sternen. Damit weist die VST BUILDING TECHNOLOGIES Unternehmensanleihe (2013-2019) aus unserer Sicht auf dem aktuellen Kursniveau ein überdurchschnittlich attraktives Rendite-Risiko-Profil auf.

★ ★ ★ ★ ☆

Quelle: Unternehmensberichte, Wertpapierprospekt, eigene Schätzungen

SRC Research

SRC - Scharff Research und Consulting GmbH

Klingerstr. 23

D-60313 Frankfurt am Main

Germany

Fon: +49 (0)69/ 400 313-79

Mail: gorlt@src-research.de

Internet: www.src-research.de

Rating Chronik	Datum	SRC Rendite-Risiko-Rating	damaliger Kurs
VST BUILDING TECHNOLOGIES AG	16. September 2013		vor Erstnotierung

Wichtige Hinweise:

- Die VST BUILDING TECHNOLOGIES AG hat SRC Research mit der entgeltlichen Research-Betreuung der Unternehmensanleihe beauftragt.
- Der im Report genannte Bid- und Ask-Preis der Anleihe entspricht dem Stand vom 16. Februar 2016 nach Börsenschluss.

Disclaimer © 2016 Herausgeber: SRC-Scharff Research und Consulting GmbH (Kurzname: SRC Research), Klingerstr. 23, D-60313 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.

Obwohl die in dieser Veröffentlichung der SRC-Scharff Research und Consulting GmbH enthaltenen Informationen aus sorgfältig ausgesuchten Quellen stammen, die wir für zuverlässig und vertrauenswürdig halten, können wir nicht für die Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen garantieren. Jede in dieser Veröffentlichung geäußerte Meinung gibt das gegenwärtige Werturteil des Autors wieder und entspricht nicht notwendigerweise der Meinung der SRC-Scharff Research und Consulting GmbH und/oder eines Stellvertreters oder Mitarbeiters. Die in dem Bericht wiedergegebenen Meinungen und Einschätzungen können ohne Ankündigung geändert werden. In dem vom Gesetz erlaubten Umfang übernehmen weder der Autor noch die SRC-Scharff Research und Consulting GmbH irgendeine Haftung für die Verwendung dieses Dokuments oder seines Inhalts. Der Bericht dient nur zu Informationszwecken und stellt kein Angebot oder eine Aufforderung, einen Rat oder eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf der genannten Wertpapiere dar und ist auch nicht als solches auszulegen. Privatkunden sollten sich beraten lassen und sich darüber bewusst sein, dass die Preise und Erträge von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und dass in Bezug auf die zukünftige Entwicklung der genannten Wertpapiere keine Zusicherungen oder Garantien gegeben werden können. Der Autor und die SRC-Scharff Research und Consulting GmbH und/oder Stellvertreter oder Mitarbeiter verpflichten sich auf freiwilliger Basis, keine Long- oder Short-Positionen der in diesem Bericht genannten Wertpapieren zu halten und auch keine Optionen oder andere optionsähnliche Instrumente (derivative Instrumente) zu halten, die als Basis die in dieser Studie besprochenen Aktien zum Gegenstand haben. Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung dieses Berichts und seines Inhalts im Ganzen oder in Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der Geschäftsführung der SRC-Scharff Research und Consulting GmbH gestattet. Mit der Annahme dieses Dokuments erklären Sie sich damit einverstanden, an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein und unsere Allgemeinen Geschäftsbedingungen (AGB), die jederzeit im Internet auf unserer Homepage www.src-research.de abrufbar sind, gelesen, verstanden und akzeptiert zu haben.