



Researchstudie (Update)



**Deutliches Wachstum im 1. HJ 2012 -
Kursziel und Prognosen bestätigt**

Kursziel: 30,50 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite III



Kaufen

Kursziel: 30,50

aktueller Kurs: 19,95
23.8.2012 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1K0300

WKN: A1K030

Börsenkürzel: EUC

Aktienanzahl³: 6,700

Marketcap³: 133,67
EnterpriseValue³: 195,16
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 95,1 %

Index:

TecDax

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
CBS

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite IV

euromicron AG ^{*5}

Unternehmensprofil

Branche: Technologie

Fokus: Netzwerk- und
Lichtleiterwellentechnologie

Mitarbeiter: 1597 Stand: 30.6.2012

Gründung: 1998

Firmensitz: Frankfurt am Main

Vorstand: Dr. Willibald Späth, Thomas
Hoffmann



Die euromicron AG ist ein Komplett-Lösungsanbieter für Kommunikations-, Übertragungs-, Daten- und Sicherheitsnetzwerke. Die Netzwerk-Infrastrukturen von euromicron integrieren Sprach-, Bild- und Datenübertragungen drahtlos, über Kupferkabel und mittels Glasfasertechnologien. Auf diesen Netzwerk-Infrastrukturen baut die euromicron ihre marktführenden Applikationen wie Kommunikations, Sicherheits-, Kontroll- oder Überwachungssysteme auf. Die euromicron Gruppe besteht neben der euromicron AG als Muttergesellschaft noch aus weiteren 17 Unternehmen, die in den Konzernabschluss einbezogen werden. Den überwiegenden Teil ihres Umsatzes erzielt die Gruppe in Deutschland. Die Geschäftstätigkeit untergliedert sich in die drei Geschäftsbereiche Projekte & Systeme, Komponenten & Konfektionierung sowie Distribution & Dienstleistung.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e
Umsatz	203,64	305,31	343,00	365,00
EBITDA	24,73	30,78	34,36	37,35
EBIT	20,13	24,22	27,86	30,85
Jahresüberschuss	11,46	12,23	16,20	18,29

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	2,38	2,33	2,42	2,73
Dividende je Aktie	1,10	1,15	1,20	1,30

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,91	0,64	0,57	0,53
EV/EBITDA	7,49	6,34	5,68	5,23
EV/EBIT	9,20	8,06	7,01	6,33
KGV	11,66	10,93	8,25	7,31
KBV		1,11		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

29.08.2012: SCC Frankfurt
26.9.2012: 2. ZKK Zürich
09.11.2012: Q3-Zahlen
09.11.2012: Veröffentlichung 9M-Bericht
05.12.2012: 14. MKK

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating

19.4.2012: RS / 30,50 / KAUFEN
5.9.2011: RG / 29,04 / KAUFEN
16.8.2011: RS / 29,04 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Unternehmen

Organigramm

Das nachstehende Schaubild gibt einen Überblick über die Konzernstruktur der euromicron-Gruppe:

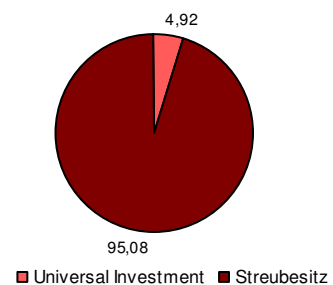


Quelle: GBC, euromicron

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	30.6.2012
Universal Investment	4,92
Streubesitz	95,08

Aktionärsstruktur (in %)



Quelle: GBC, euromicron

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2012

in Mio. €	HJ 2011	Δ 2011/2012	HJ 2012
Umsatzerlöse	128,30	+19,1 %	152,80
EBITDA	11,01	+24,2 %	13,68
EBITDA-Marge	8,6 %	+0,4 Pp.	9,0 %
EBIT	8,63	+ 11,9 %	9,66
EBIT-Marge	6,7 %	-0,4 Pp.	6,3 %
Jahresüberschuss	4,86	+ 12,1 %	5,44
EPS in €	0,95*		0,82

*Auf Basis einer Aktienanzahl 5,11 Mio.

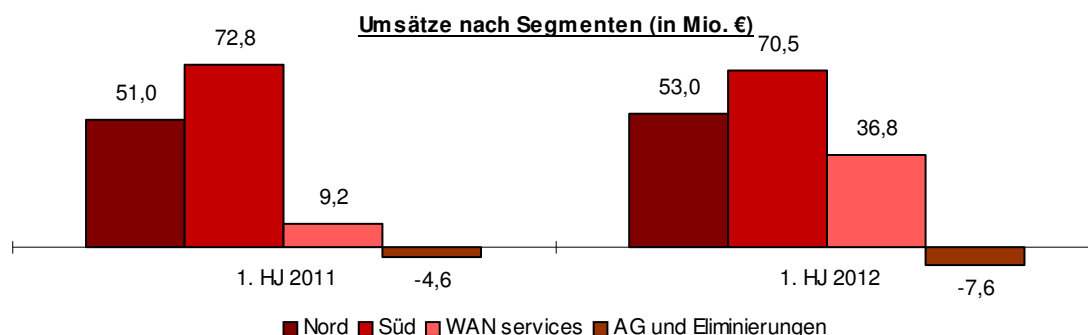
Quelle: euromicron; GBC

Umsatzentwicklung - Eindrucksvolles Wachstum auch dank telent

Die euromicron AG kann auf ein erfolgreiches erstes Halbjahr 2012 zurückblicken. Der Wachstumskurs konnte eindrucksvoll fortgesetzt werden und die veröffentlichten Halbjahreszahlen 2012 lagen voll im Rahmen unserer Erwartungen.

Die Umsatzerlöse auf Konzernebene konnten in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2012 deutlich um 19,1 % auf 152,80 Mio. € gegenüber 128,30 Mio. € im Vorjahreszeitraum gesteigert werden. Ein Großteil des Zuwachses ist dabei auf die volljährige Einbeziehung der telent GmbH zurückzuführen. Der Vorstand weist im Halbjahresbericht darauf hin, dass durch die Übernahme der telent sich der saisonale Verlauf des Projektgeschäfts noch stärker in die zweite Jahreshälfte verlagert. Im ersten Halbjahr 2012 wurden keine Akquisitionen getätigt, welche sich auf die Umsatzentwicklung ausgewirkt haben.

Das nachstehende Schaubild zeigt die Umsatzentwicklung der Segmente Nord, Süd und WAN Services (inklusive der AG und Eliminierungen) für das erste Halbjahr 2012.



Quelle: euromicron; GBC

Die im Ausland erzielten Umsätze haben sich in der ersten Jahreshälfte leicht reduziert. Dies hatte zur Folge, dass der Anteil hier auf 11,3 % (VJ: 15,5 %) zurückgegangen ist. Der Schwerpunkt im internationalen Markt liegt unverändert in den Ländern Italien, Portugal, Österreich, Frankreich, Luxemburg, den Niederlanden und Polen.

Der Auftragseingang bewegte sich per Ende Juni 2012 mit 148,00 Mio. € (VJ: 156,10 Mio. €) weiterhin auf einem guten Niveau. Nach Unternehmensangaben lag der Ordereingang über den eigenen Erwartungen. Auch der Auftragsbestand von über 120 Mio. € sollte ein hohes Umsatzvolumen in den kommenden Quartalen sicherstellen.

Ergebnisentwicklung - EBITDA-Marge steigt auf 9,0 %

Die deutliche Umsatzsteigerung im ersten Halbjahr 2012 wurde begleitet von einer weiteren Verbesserung der Ertragslage. Der euromicron AG gelang es, das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) überproportional von 11,01 Mio. € im ersten Halbjahr 2011 auf 13,68 Mio. € in den ersten sechs Monaten 2012 zu steigern. Die EBITDA-Marge erhöhte sich folgerichtig auf 9,0 % (VJ: 8,6 %). Das erzielte EBITDA liegt im Rahmen unserer Erwartungen.

Ein deutlicher Anstieg war bei den Abschreibungen zu verzeichnen. Diese beliefen sich im ersten Halbjahr 2012 auf 4,03 Mio. € und lagen damit mehr als 1,5 Mio. € über dem vergleichbaren Vorjahreswert. Die höheren Abschreibungen sind hauptsächlich vor dem Hintergrund der im vergangenen Jahr getätigten Akquisitionen zu verstehen.

Trotz einer um über 30 Mio. € gestiegenen Nettoverschuldung (30.6.2012: 93,8 Mio. €) ging das Finanzergebnis im ersten Halbjahr 2012 aufgrund attraktiver Finanzierungsbedingungen nur unwesentlich auf -1,82 Mio. € (VJ: -1,34 Mio. €) zurück.

Unter Berücksichtigung einer Steuerquote auf Konzernebene von 29,6 % und geringer Minderheitenanteile für die italienische Tochtergesellschaft Quibix S.p.A (Anteil: 90,0 %) betrug der Periodenüberschuss im ersten Halbjahr 2012 5,44 Mio. € und lag damit leicht über dem Vorjahreswert (VJ: 4,85 Mio. €). Der Gewinn je Aktie reduzierte sich jedoch auf 0,82 € (VJ: 0,95 €), was auf die im November 2011 erfolgreich durchgeführte Kapitalerhöhung zurückzuführen ist.

Bilanzielle und finanzielle Situation - Solide Eigenkapitalquote von 42 %

Die Eigenkapitalquote lag per Ende Juni 2012 bei soliden 42,0 % (31.12.2011: 45,2 %). Der leichte Rückgang der Eigenkapitalquote ist auf die deutliche Ausweitung der Bilanzsumme infolge saisonaler Einflüsse zurückzuführen. Aufgrund der starken Durchführung und Abrechnung von Großprojekten in der zweiten Jahreshälfte fällt der operative Cash Flow im ersten Halbjahr bei euromicron traditionell negativ aus. Auf Jahresebene rechnen wir mit einer Normalisierung des Cash Flow und folglich mit einem deutlich positiven Wert.

Zudem flossen infolge der Dividendenausschüttung liquide Mittel von fast 8 Mio. € an die Aktionäre. Dies hat ebenfalls zu der reduzierten Eigenkapitalquote im ersten Halbjahr 2012 beigetragen.

Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012e	GJ 2013e
Umsatzerlöse	305,31	343,00	365,00
EBITDA (Marge)	30,78 (10,1 %)	34,36 (10,0 %)	37,45 (10,2 %)
EBIT (Marge)	24,22 (7,9 %)	27,86 (8,1 %)	30,85 (8,5 %)
Jahresüberschuss	12,23	16,20	18,29
EPS in €	2,33	2,42	2,73

Quelle: GBC

Umsatzprognosen - Wachstumskurs setzt sich fort in 2012

Wir sehen die euromicron AG auf einem guten Weg die eigenen Ziele sowie unsere Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2012 zu erreichen. Der eingeschlagene Wachstumskurs sollte sich damit auch in 2012 fortsetzen. Als Wachstumstreiber erachten wir weiterhin den anhaltend hohen Investitionsbedarf von Netzbetreibern und privaten Kunden in die Infrastruktur. Die Netzwerkinfrastruktur wird in Zukunft ein zunehmend wichtiger Standort- und Wettbewerbsfaktor. Neue Anwendungen wie Cloud-Dienste, eHealth, Streaming-Dienste oder Smart-TV sind hier als wichtige Einflussfaktoren zu nennen.

Zudem wurden auf EU-Ebene neue Leitlinien für die Regulierung der Netze vorgestellt. Das Ziel der Regulierungspolitik soll es demnach sein, Investitionen in neue Hochgeschwindigkeitsnetze anzuregen. Dies sollte dazu beitragen, dass die Investitionen von Netzbetreibern in Next-Generation-Networks verstärkt gefördert werden.

Auf der Umsatzseite erwarten wir unverändert einen Anstieg um 12,3 % auf ein neues Rekordniveau in Höhe von 343,00 Mio. €. Mögliche kleinere Übernahmen haben wir im Rahmen unserer Schätzung nicht berücksichtigt. Hier befindet sich die Gesellschaft laut eigenen Aussagen in der Prüfungsphase von kleineren Spezialunternehmen.

Die Integration der telent GmbH verläuft nach unserer Einschätzung planmäßig. Durch die Einbringung von telent ist die euromicron-Gruppe noch stärker in Großprojekten tätig. Dies hat nach unserer Ansicht zur Folge, dass der saisonale Geschäftsverlauf des Systemgeschäfts sich noch weiter in die zweite Jahreshälfte verschieben sollte.

Mittelfristig plant das Management den Umsatz der euromicron-Gruppe auf 500 Mio. € zu erhöhen. Um dieses Ziel zu erreichen, sollen auch weitere Akquisitionen getätigt werden. Zudem soll sich die EBIT-Marge in der Spanne von 8 bis 11 % bewegen.

Ergebnisprognosen - EBIT-Marge von 8,1 % in 2012 erwartet

Auch unsere Ergebnisschätzungen haben wir mit Veröffentlichung des Halbjahresberichts 2012 beibehalten.

Im laufenden Geschäftsjahr 2012 erwarten wir unverändert eine EBIT-Marge von 8,1 %. Damit liegt die EBIT-Marge innerhalb des vom Management angestrebten Korridors. Gegenüber 2011 entspricht dies einer leichten Verbesserung um 0,3 Prozentpunkte. Im kommenden Geschäftsjahr 2013 sollte sich die EBIT-Marge gemäß unseren Prognosen mit der fortschreitenden Integration der Tochtergesellschaft telent dann auf 8,5 % erhöhen.

Unter Berücksichtigung eines Finanzergebnisses in Höhe von -4,00 Mio. € sowie einer angenommenen Steuerquote auf Konzernebene von 30,0 % gehen wir für das laufende Geschäftsjahr 2012 von einem Jahresüberschuss in Höhe von 16,2 Mio. € aus. Auf Basis der ausstehenden Aktienanzahl von 6,70 Mio. ergibt sich ein Gewinn je Aktie von 2,42 €.

Unter der Annahme einer konstanten Ausschüttungsquote sollte hieraus eine Dividende je Aktie von 1,20 € resultieren, was einer attraktiven Dividendenrendite von rund 6 % entspricht.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die euromicron AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2012 bis 2013 in Phase 1, erfolgt von 2014 bis 2018 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir unter konservativen Gesichtspunkten durchschnittliche jährliche Steigerungen beim Umsatz von 2,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,5 % angenommen. Die Steuerquote haben wir 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 eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der euromicron 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.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 2,00 %.

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 1,58.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,7 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,6 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,6 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2013 entspricht als Kursziel 30,50 €.

euromicron AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	10,5%	ewige EBITA - Marge	8,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	17,6%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	19,2%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final
	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	Endwert
Umsatz (US)	343,00	365,00	372,30	379,75	387,34	395,09	402,99	411,05	
US Veränderung	12,3%	6,4%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	9,80	9,86	9,75	9,75	9,75	9,70	9,70	9,76	
EBITDA	34,36	37,35	39,09	39,87	40,67	41,48	42,31	43,16	
EBITDA-Marge	10,0%	10,2%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	
EBITA	27,86	30,85	32,59	33,16	33,82	34,50	35,16	35,86	
EBITA-Marge	8,1%	8,5%	8,8%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%
Steuern auf EBITA	-8,36	-9,25	-9,78	-9,95	-10,15	-10,35	-10,55	-10,76	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	19,50	21,59	22,81	23,21	23,68	24,15	24,61	25,10	
Kapitalrendite	22,8%	21,6%	21,3%	21,2%	21,2%	21,2%	21,1%	21,1%	21,2%
Working Capital (WC)	65,00	70,00	71,41	72,84	74,29	75,78	77,29	78,84	
WC zu Umsatz	19,0%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	
Investitionen in WC	-12,97	-5,00	-1,41	-1,43	-1,46	-1,49	-1,52	-1,55	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	35,00	37,00	38,20	38,96	39,74	40,74	41,55	42,13	
AFA auf OAV	-6,50	-6,50	-6,50	-6,71	-6,85	-6,98	-7,16	-7,30	
AFA zu OAV	18,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	
Investitionen in OAV	-8,11	-8,50	-7,70	-7,48	-7,63	-7,98	-7,97	-7,88	
Investiertes Kapital	100,00	107,00	109,61	111,80	114,04	116,51	118,84	120,97	
EBITDA	34,36	37,35	39,09	39,87	40,67	41,48	42,31	43,16	
Steuern auf EBITA	-8,36	-9,25	-9,78	-9,95	-10,15	-10,35	-10,55	-10,76	
Investitionen gesamt	-21,08	-13,50	-9,11	-8,90	-9,08	-9,46	-9,49	-9,43	
Investitionen in OAV	-8,11	-8,50	-7,70	-7,48	-7,63	-7,98	-7,97	-7,88	
Investitionen in WC	-12,97	-5,00	-1,41	-1,43	-1,46	-1,49	-1,52	-1,55	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	4,92	14,59	20,21	21,02	21,44	21,67	22,28	22,97	305,07
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	260,26	270,65							
Barwert expliziter FCFs	99,63	94,60							
Barwert des Continuing Value	160,63	176,05							
Nettoschulden (Net debt)	68,28	65,73							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	191,98	204,91							
Fremde Gewinnanteile	-0,51	-0,55							
Wert des Aktienkapitals	191,46	204,36							
Ausstehende Aktien in Mio.	6,700	6,700							
Fairer Wert der Aktie in EUR	28,58	30,50							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,58
Eigenkapitalkosten	10,7%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	25,0%
WACC	9,6%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	8,6%	9,1%	9,6%	10,1%	10,6%
19,3%	29,52	27,10	25,02	23,21	21,62
21,3%	32,86	30,12	27,76	25,71	23,92
23,3%	36,20	33,14	30,50	28,22	26,21
25,3%	39,53	36,15	33,25	30,72	28,51
27,3%	42,87	39,17	35,99	33,22	30,81

Fazit

Integration von telent verläuft planmäßig; Kursziel und Prognosen unverändert

Der Wachstumskurs von euromicron hat sich im ersten Halbjahr 2012 eindrucksvoll fortgesetzt. Der Umsatzzuwachs lag hier bei annähernd 20 %. Ein Großteil des Wachstums ist auf die Übernahme von telent zurückzuführen, da die Gesellschaft im Juni 2011 erstmalig konsolidiert wurde. Die deutliche Umsatzausweitung ging einher mit einer leichten Verbesserung der EBITDA-Marge auf 9,0 %. Infolge der im vergangenen Jahr getätigten Übernahmen erhöhten sich die Abschreibungen um über 1,5 Mio. € auf 4,03 Mio. €.

Wir sehen die euromicron AG auf einem guten Weg unsere Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2012 zu erreichen. Die Integration der telent GmbH verläuft nach unserer Einschätzung planmäßig. Wir erwarten daher unverändert einen Umsatzanstieg von 12,3 % auf 343,00 Mio. € sowie ein EBIT von 27,86 Mio. €. Damit liegt die EBIT-Marge innerhalb des vom Management angestrebten Korridors zwischen 8 und 11 %.

Bis 2015 strebt das Management einen Umsatzanstieg auf 500 Mio. € an. Neben weiteren Akquisitionen sollte das Unternehmen von einer anhaltend hohen Investitionsbereitschaft von Netzbetreibern sowie öffentlichen und industriellen Kunden profitieren. Eine moderne Netzwerkinfrastruktur ist vor dem Hintergrund neuer Anwendungen, wie z. B. Cloud Computing, eHealth, Videostreaming-Dienste oder Smart-TV, unverzichtbar.

Die derzeitige Bewertung der euromicron AG erscheint mit einem 2012er KGV von leicht über 8 sowie einem 2012er EV/EBITDA von unter 6 attraktiv. Zudem beläuft sich die erwartete Dividendenrendite auf rund 6 %.

Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir ein unverändertes Kursziel in Höhe von 30,50 € für die Aktie der euromicron AG ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs sehen wir folglich noch ein Kurspotential von rund 50 %. Damit bestätigen wir unsere Kaufempfehlung für die Aktie der euromicron AG.

Anhang

§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 andere 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-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 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 Wert 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. Aktiensplitts, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, 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/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 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 §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

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 §34b WpHG 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: (5)

§ 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 Unternehmen.
- (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) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst 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.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@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), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

§ 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