GBC AG
Investment Research

Researchstudie (Update)

euromicron
Aktiengesellschaft

Hervorragendes 1. HJ 2011 - Auftragseingänge auf Rekordniveau - Akquisition von telent führt zu Umsatzschub - Kursziel bestätigt

Kursziel: 29,04 €

Rating: KAUFEN

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

Fertigstellung: 16.08.2011 **Erstveröffentlichung: 17.08.2011**

euromicron AG *5

Kursziel: 29,04

aktueller Kurs: 19,20
12.8.2011 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005660005

WKN: 566000

Börsenkürzel: EUC

Aktienanzahl[3]: 5,126

Marketcap[3]: 98,42
EnterpriseValue[3]: 149,95
[3] in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 83,6 %

Transparenzlevel:
Prime Standard

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

Unternehmensprofil

Branche: Technologie

Fokus: Netzwerk- und Lichtleiterwellentechnologie

Mitarbeiter: 1582 Stand: 30.6.2011

Gründung: 1998

Firmensitz: Frankfurt am Main

Vorstand: Dr. Willibald Späth, Thomas Hoffmann

Die euromicron AG ist ein Komplett-Lösungsanbieter für Kommunikations-, 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 E-Health-, 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	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011e	31.12.2012e
Umsatz	179,61	203,64	285,00	340,00
EBITDA	19,89	24,73	29,28	34,00
EBIT	16,37	20,13	24,28	28,50
Jahresüberschuss	9,78	11,46	13,70	16,65
Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	2,17	2,38	2,67	3,25
Dividende je Aktie	1,00	1,10	1,20	1,30
Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,87	0,74	0,53	0,44
EV/EBITDA	7,87	6,06	5,12	4,41
EV/EBIT	9,56	7,45	6,18	5,26
KGV	10,07	8,59	7,19	5,91
KBV		1,10		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
12.08.2011: Veröffentlichung HJ-Bericht
11.11.2011: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
10.5.2011: RS / 29,04 / KAUFEN
7.12.2010: RG / 28,93 / KAUFEN
20.10.2010: RS / 28,93 / 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.

Geschäftsentwicklung 1.HJ 2011

Umsatzwachstum von über 30 % im 1. HJ 2011 - Rekordauftragsbestand von über 50 Mio. €

in Mio. €	HJ 2010	HJ 2011	Delta 2010/2011
Umsatzerlöse	96,15	128,30	+33,4 %
EBITDA (*Marge*)	8,86 (*9,2 %*)	11,01 (*8,7 %*)	+24,3 %
EBIT (*Marge*)	7,12 (*7,4 %*)	8,63 (*6,9 %*)	+21,3 %
Periodenüberschuss	4,06	4,85	+19,6 %

Quelle: euromicron, GBC

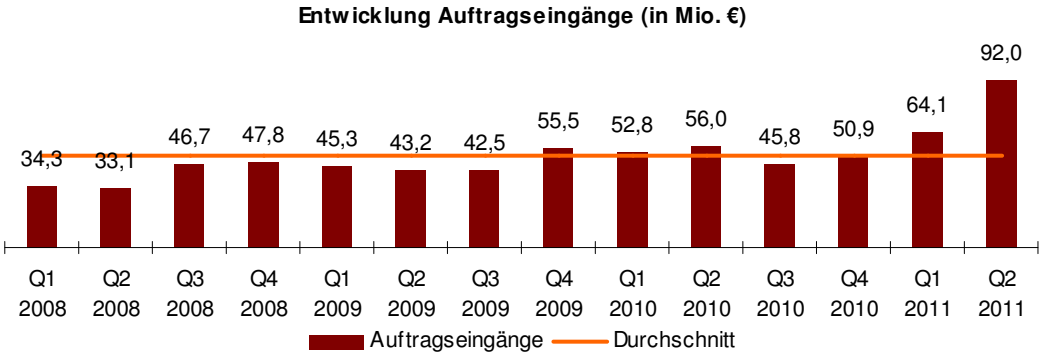
Signifikante Zuwächse bei Umsatz und Ordereingang im 1. HJ 2011

Eine hervorragende operative Entwicklung verzeichnete die **euromicron AG** in der ersten Hälfte des laufenden Geschäftsjahres 2011. Aufgrund einer starken Nachfrage nach Netzwerklösungen und -komponenten konnten die Umsatzerlöse signifikant um 33,4 % auf 128,30 Mio. € (VJ: 96,15 Mio. €) gesteigert werden. Dabei wurde das Wachstum von allen Tochtergesellschaften mitgetragen. Verantwortlich für den dynamischen Umsatzanstieg zeigte sich hier vor allem das Segment **Süd**. Hier betrug der Umsatz 83,06 Mio. € (VJ: 52,67 Mio. €), was einem Zuwachs von knapp 60 % entspricht. Im Segment **Nord** fiel das Wachstum mit 5,1 % moderater aus.

Der Umsatzbeitrag der im Juni 2011 erworbenen **telent GmbH** war im ersten Halbjahr 2011 allerdings zu vernachlässigen, da hier die Erstkonsolidierung erst zum 7.Juni 2011 erfolgte. Die telent GmbH mit Hauptsitz in Backnang erzielte in 2010 einen Umsatz im oberen zweistelligen Millionenbereich.

Einen deutlichen Zuwachs erreichte die euromicron AG zudem im europäischen Ausland. Hier legten die Umsatzerlöse um rund 114 % auf 18,95 Mio. € (VJ: 8,85 Mio. €) zu. Gleichzeitig reduzierte sich der Anteil der in Deutschland erzielten Umsätze von 88,6 % in 2010 auf nun 84,5 % im ersten Halbjahr 2011.

Überaus erfreulich entwickelte sich zudem die Auftragslage im ersten Halbjahr 2011. Allein im zweiten Quartal belief sich der Ordereingang auf 92,0 Mio. €. Dies ist der mit Abstand höchste Wert in der Historie der euromicron AG. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass hier die Auftragseingänge der telent GmbH miterfasst sind. Die nachstehende Graphik veranschaulicht die Entwicklung der Ordereingänge auf Quartalsebene.



Quelle: euromicron, GBC

Mit einem Rekordauftragsbestand von 146,91 Mio. € (VJ: 100,79 Mio. €) ist die euromicron AG bestens gerüstet für die kommenden Quartale und verfügt somit über eine hohe Planungssicherheit.

Weitere Ergebnisverbesserung im 1. HJ 2011 erzielt

Der deutliche Umsatzanstieg im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres 2011 ging einher mit einer Verbesserung der Ertragslage. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) konnte in den ersten sechs Monaten 2011 um rund 1,5 Mio. € auf 8,63 Mio. € (VJ: 7,12 Mio. €) gesteigert werden, was einer EBIT-Marge von 6,9 % (VJ: 7,4 %) entspricht.

Der leicht unterproportionale Ergebnisanstieg ist dabei im Wesentlichen auf eine geringere Rohertragsmarge zurückzuführen. Diese reduzierte sich im ersten Halbjahr 2011 auf 47,19 % (VJ: 51,56 %). Als Hauptgrund ist hier die Tatsache zu nennen, dass euromicron im Rahmen einer größeren Projektverantwortung verstärkt als Generalunternehmer auftritt und somit vermehrt externe Partner in die Projekte mit einbindet. Die Personalaufwendungen sowie die sonstigen betrieblichen Aufwendungen verzeichneten dagegen im Vergleich zum Umsatzzuwachs einen unterproportionalen Anstieg.

Das Finanzergebnis fiel im ersten Halbjahr 2011 angesichts der attraktiven Refinanzierungskonditionen mit -1,34 Mio. € (VJ: -1,36 Mio. €) moderat aus. Unter Berücksichtigung einer Steuerquote auf Konzernebene von 30,1 % und leicht erhöhter Minderheitenanteile von -0,24 Mio. € (VJ: -0,16 Mio. €) belief sich der Jahresüberschuss auf 4,85 Mio. € (VJ: 4,06 Mio. €). Auf Grundlage der insgesamt ausstehenden Aktienanzahl von 5,126 Mio. Stück lag der Gewinn je Aktie bei 0,95 € (VJ: 0,82 €).

Bilanzsumme durch Akquisition der telent GmbH deutlich verlängert

Die Akquisition der telent GmbHsowie deren erstmalige Konsolidierung zum Halbjahr 2011 hatte eine deutliche Verlängerung der Bilanzsumme zur Folge. Diese stieg auf 265,88 Mio. € per Ende Juni (31.12.2010: 196,00 Mio. €) an. Aufgrund der deutlichen Ausweitung der Bilanzsumme sowie der erfolgten Dividendenzahlung reduzierte sich die Eigenkapitalquote zum Halbjahr 2011 deutlich auf 33,3 % (31.12.2010: 45,5 %).

Auf der Aktivseite der Bilanz erhöhten sich die Geschäfts- und Firmenwerte um rund 13 Mio. € auf 94,1 Mio. € sowie die immateriellen Vermögensgegenstände um mehr als 3 Mio. € auf 18,4 Mio. €. Des Weiteren verzeichnete das Net Working Capital einen deutlichen Anstieg auf 77,88 Mio. € zum 30.6.2011 (31.12.2010: 39,67 Mio. €). Neben dem Konsolidierungseffekt ist diese Entwicklung auch auf das gestiegene Geschäftsvolumen zurückzuführen.

Des Weiteren führte die Übernahme der telent GmbH zu einer deutlichen Zunahme der Nettoverschuldung. Die Nettoverschuldung erhöhte sich um über 40 Mio. € auf 92,6 Mio. € (31.12.2010: 51,5 Mio. €). Der Mittelabfluss für Akquisitionen belief sich im ersten Halbjahr 2011 auf 10,6 Mio. € und ist nach unserer Einschätzung vollständig im Zusammenhang mit der Übernahme der telent GmbH zu sehen. Weitere Kaufpreisverbindlichkeiten daraus sollten nicht mehr bestehen. Zudem wurden im Rahmen der Akquisition Pensionsverpflichtungen von knapp 10 Mio. € übernommen.

Prognose und Modellannahmen - Anhebung der Umsatz- und Ergebnisschätzungen

In Mio. €	GJ 2010	GJ 2011e (alt)	GJ 2011e (neu)	GJ 2012e (alt)	GJ 2012e (neu)
Umsatz	203,64	230,00	285,00	245,00	340,00
EBITDA (*Marge*)	24,73 (12,0 %)	27,15 (*11,8 %*)	29,28 (*10,2 %*)	29,54 (*12,1 %*)	34,00 (*10,0 %*)
EBIT (*Marge*)	20,13 (9,8 %)	22,35 (*9,7 %*)	24,28 (*8,5 %*)	24,64 (*10,1 %*)	28,50 (*8,4 %*)
Jahresüberschuss	11,46	13,05	13,70	14,65	16,65
EPS	2,38	2,54	2,67	2,86	3,25

Quelle: GBC

Infolge der hervorragenden Geschäftsentwicklung im ersten Halbjahr 2011, des derzeitig sehr komfortablen Auftragsbestands sowie der Akquisition der telent GmbH haben wir unsere Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2011 nach oben revidiert. Bei den Umsatzerlösen erwarten wir für 2011 nunmehr einen signifikanten Anstieg um 40,0 % auf 285,00 Mio. € (bisher: 230,00 Mio. €). Damit befindet sich die Gesellschaft auf einem sehr guten Weg, die Umsatzmarke von 300 Mio. € zu realisieren.

Den Effekt aus der Konsolidierung der telent GmbH schätzen wir für das zweite Halbjahr 2011 auf rund 40 Mio. €. Die Ende 2010 getätigten Übernahmen von NBG Fiber Optics und Avalan sollten zudem in 2011 einen geschätzten Umsatzbeitrag von rund 10 Mio. € leisten. Das organische Wachstum sollte sich daher nach unserer Ansicht auf annähernd 15 % belaufen. Vor dem Hintergrund des sehr hohen Auftragsbestands halten wir diese Wachstumsrate für realistisch. Das Schlussquartal ist saisonal gesehen das stärkste Quartal bei euromicron, da hier ein größerer Anteil der Projekte abgerechnet wird. Das Geschäftsmodell von euromicron hat sich bereits in der letzten Abschwungsphase als resistent erwiesen, so dass wir auch vor dem Hintergrund einer möglichen konjunkturellen Abkühlung die Schätzungen für gut erreichbar halten.

Auch auf der Ergebnisseite sind wir zuversichtlich, dass die euromicron AG unsere bisherigen Prognosen übertreffen wird. Beim EBIT sieht unsere Schätzung für das laufenden Geschäftsjahr 2011 einen Wert in Höhe von 24,85 Mio. € vor, was eine EBIT-Marge von 9,73 % bedeutet. Bislang haben wir mit einem EBIT von 22,35 Mio. € gerechnet. Der Vorstand hat mit Vorlage des Halbjahresberichts ein EBIT von bis zu 25 Mio. € in Aussicht gestellt. Wir gehen davon aus, dass das traditionell stärkste Schlussquartal, wie bereits in den Vorjahren, wieder den höchsten Ergebnisbeitrag liefern wird.

Da die Übernahme der telent GmbH mit der Aufnahme von Bankkrediten bzw. der Begebung eines Schuldscheindarlehen finanziert wurde, sollte nach unserer Einschätzung das Finanzergebnis mit -4,00 Mio. € rund 1 Mio. € niedriger ausfallen als bislang von uns erwartet (bisher: -3,00 Mio. €).

Der erwartete Jahresüberschuss bzw. der Gewinn je Aktie sollte sich somit für das laufende Geschäftsjahr 2011 auf 13,70 Mio. €, respektive auf 2,67 € je Aktie belaufen. Nach dem jüngsten Kursrückgang liegt das 2011er KGV bei rund 7,1, was wir als äußerst attraktiv erachten.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir infolge eines geringeren risikolosen Zinssatzes mit 9,8 % (bisher: 10,0 %) errechnet. Gleichzeitig erfolgte der Roll-Over auf die neue Basis 2012. Die nachhaltige EBITDA-Marge haben wir aufgrund der Übernahme der telent GmbH auf 10,0 % (bisher: 12,1 %) gesenkt. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2011 entspricht als Kursziel 29,04 €.

euromicron AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase	
Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	10,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	18,5%
Working Capital zu Umsatz	18,0%

final - Phase	
ewiges Umsatzwachstum	2,0%
ewige EBITA - Marge	8,3%
effektive Steuerquote im Endwert	32,0%

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final
in Mio. EUR	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	Endwert
Umsatz (US)	286,00	340,00	346,80	353,74	360,81	368,03	375,39	382,90	
US Veränderung	38,6%	18,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	9,23	10,63	10,51	10,56	10,61	10,67	10,72	10,50	
EBITDA	29,28	34,00	34,68	35,37	36,08	36,80	37,54	38,29	
EBITDA-Marge	10,2%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
EBITA	24,28	28,50	28,76	29,27	29,88	30,51	31,15	31,81	
EBITA-Marge	8,5%	8,4%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
Steuern auf EBITA	-7,28	-8,55	-8,63	-8,78	-8,97	-9,15	-9,35	-9,54	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	17,00	19,95	20,13	20,49	20,92	21,36	21,81	22,27	
Kapitalrendite	25,7%	27,3%	26,5%	21,5%	21,6%	21,6%	21,7%	21,7%	21,0%
Working Capital (WC)	42,00	44,00	62,29	63,53	64,80	66,10	67,42	68,77	
WC zu Umsatz	14,7%	12,9%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	
Investitionen in WC	-2,33	-2,00	-18,29	-1,25	-1,27	-1,30	-1,32	-1,35	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	31,00	32,00	33,00	33,50	34,00	34,51	35,02	36,45	
AFA auf OAV	-5,00	-5,50	-5,92	-6,11	-6,20	-6,29	-6,38	-6,48	
AFA zu OAV	16,1%	17,2%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	
Investitionen in OAV	-9,64	-6,50	-6,92	-6,60	-6,70	-6,80	-6,90	-7,90	
Investiertes Kapital	73,00	76,00	95,29	97,03	98,80	100,61	102,44	105,22	
EBITDA	29,28	34,00	34,68	35,37	36,08	36,80	37,54	38,29	
Steuern auf EBITA	-7,28	-8,55	-8,63	-8,78	-8,97	-9,15	-9,35	-9,54	
Investitionen gesamt	-31,97	-8,50	-25,21	-7,85	-7,97	-8,10	-8,22	-9,25	
Investitionen in OAV	-9,64	-6,50	-6,92	-6,60	-6,70	-6,80	-6,90	-7,90	
Investitionen in WC	-2,33	-2,00	-18,29	-1,25	-1,27	-1,30	-1,32	-1,35	
Investitionen in Goodwill	-25,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-14,97	16,95	0,85	18,75	19,15	19,55	19,97	19,89	263,58

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	214,18	218,27
Barwert expliziter FCFs	77,40	68,05
Barwert des Continuing Value	136,78	150,22
Nettoschulden (Net debt)	75,71	68,91
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	138,47	149,36
Fremde Gewinnanteile	-0,45	-0,49
Wert des Aktienkapitals	138,01	148,87
Ausstehende Aktien in Mio.	5,126	5,126
Fairer Wert der Aktie in EUR	26,92	29,04

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,52
Eigenkapitalkosten	11,3%
Zielgewichtung	75,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	25,0%
Taxshield	25,0%
WACC	**9,8%**

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

	WACC				
Kapitalrendite	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%
17,0%	27,79	25,25	23,06	21,15	19,47
19,0%	31,41	28,53	26,05	23,88	21,98
21,0%	35,03	31,82	29,04	26,62	24,49
23,0%	38,65	35,10	32,03	29,35	27,00
25,0%	42,28	38,38	35,02	32,09	29,51

Fazit

Starkes 1. HJ 2011 - Auftragsbestand auf Rekordniveau - Akquisition von telent wertschaffend für Aktionäre - Kursziel und Rating bestätigt

Die euromicron AG kann auf ein hervorragendes erstes Halbjahr 2011 zurückblicken. Sowohl die Umsatzerlöse, als auch das operative Ergebnis, konnten gegenüber dem Vorjahr deutlich verbessert werden. Zudem lagen die Auftragseingänge in der ersten Jahreshälfte auf einem sehr hohen Niveau. Der Rekordauftragsbestand von annähernd 150 Mio. € verspricht des Weiteren eine sehr gute Planungssicherheit für die kommenden Quartale.

Die erfolgreiche Akquisition der telent GmbH wird die euromicron AG auf der Umsatz- und Ergebnisseite in eine neue Größenordnung befördern. Bereits im kommenden Geschäftsjahr 2012 soll telent einen Umsatzbeitrag von 90 Mio. € sowie ein operatives Ergebnis von rund 6 Mio. € zum Konzernerfolg beisteuern. Auch im Hinblick auf den gezahlten Kaufpreis sehen wir die Übernahme von telent als wertschaffend für die Aktionäre. Spätestens im kommenden Jahr 2012 wird die euromicron AG dann auch das Ziel eines Umsatzes von mehr als 300 Mio. € realsieren können. Für das laufende Geschäftsjahr 2011 erwarten wir ein signifikantes Umsatzwachstum um 40,0 % auf 285 Mio. €.

Die Bewertungskennzahlen indizieren eine klare Unterbwertung der euromicron-Aktie. Bei einem erwarteten Gewinn je Aktie für 2011 von 2,67 errechnet sich ein KGV von knapp über 7. Vor dem Hintergrund, dass sich die operative Geschäftentwicklung von euromicron bereits im letzten konjunkturellen Abschwung als sehr robust geszeigt hat, erachten wir die derzeitige Bewertung als unangemessen niedrig, denn selbst in dem Krisenjahr 2009 gelang es der Gesellschaft, Umsatz und Ergebnis zu steigern.

Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir unverändert ein Kursziel in Höhe von 29,04 € für die Aktie der euromicron AG ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs sehen wir folglich noch ein Kurspotential von mehr als 50 %. Damit bekräftigen 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 automatischen 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 >= + 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 <= - 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:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, 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®

- R E S E A R C H & I N V E S T M E N T A N A L Y S E N -

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