

03.12.2008

EquityStory AG^{(5)*}

KAUFEN

Kursziel: 28,38 €

Kurs: 16,00 €
02.12.2008, 13:52, Börse Xetra

**Letztes Rating/
Kursziel:**
KAUFEN/ 29,93 €
Studie v. 29.08.2008

Marktsegment:
Entry Standard

Rechnungslegung:
IFRS

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Manuel Hölzle
hoelzle@gbc-ag.de

IR-Kontakt:

EquityStory AG
Seitzstraße 23
D-80538 München

Tel.: +89 - 210298 - 0
Fax: +89 - 210298 - 49

ir@equitystory.de
www.equitystory.de

Unternehmensprofil:

Branche: Finanzdienstleistungen
Fokus: Online Investor Relations
Mitarbeiter: 51 (30.09.2008)

Firmensitz: München, D

Gründung: 2000

Vorstand: Achim Weick,
Robert Wirth

WKN: 549416

ISIN: DE0005494165

Börsenkürzel: E1S

Anzahl Aktien: 1,189 Mio.

Marktkap.: 19,02 Mio. €

Streubesitz: 53,5 %

52 W Hoch: 24,70 €

52 W Tief: 16,20 €

Durchs. Tagesvolumen: 34.507 €

* Quelle DeutscheBörse (Frankfurt Parkett und Xetra, 100 Tage)

549416 E1S, Tageschart [Close] - 31.10.2007 - 01.12.2008 - 16



www.tradesignal.com

in Mio. EUR	GJ 2006	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e
Sales	4,81	8,34	9,40	10,50
EBITDA	1,36	3,46	3,53	3,76
EBIT	1,13	3,25	3,36	3,51
Periodenergebnis	0,71	2,02	2,22	2,34
in EUR				
EPS	0,60	1,70	1,87	1,97
Dividende	-	0,50	0,60	0,70
in %				
EBITDA-Marge	28,2	41,5	37,6	35,8
EBIT-Marge	23,6	39,0	35,8	33,4
Kennzahlen				
EV/ Sales	3,74	2,13	1,89	1,69
EV / EBITDA	13,26	5,12	5,02	4,72
Kurs-Gewinn-Verhältnis	26,89	9,40	8,57	8,13
Kurs-Buchwert-Verhältnis		2,32		

Highlights:

- Umsatzsteigerung von 10,8 % nach den ersten neun Monaten 2008
- 600 Neukunden im Bereich Online Corporate Communications in 2008
- Vollständige Rückführung der Bankverbindlichkeiten dank eines hohen Cash Flows
- Leichte Reduzierung der Umsatz- und Ergebnisschätzungen für 2008, leichte Reduzierung des Kursziels

Unternehmen

Profil

Die EquityStory AG mit Sitz in München ist Marktführer für Online Investor-Relations-Tätigkeiten im deutschsprachigen Raum und liefert für über 1250 börsennotierte Unternehmen aus dem In- und Ausland umfangreiche Dienstleistungen in den Bereichen Meldepflichten, Finanzportale, Audio- und Video-Übertragungen von Investorenveranstaltungen, Online-Finanzberichte sowie ausgelagerte Webseiten. Das operative Geschäft untergliedert sich dabei in die Geschäftsbereiche Regulatory Information & News und Products & Services. EquityStory bietet den Kunden das komplette Spektrum an Dienstleistungen rund um Investor-Relations im Internet.

Der Bereich der Meldepflichten ist in der Tochtergesellschaft Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität mbH (DGAP) gebündelt. Die DGAP ist eine Institution für die Erfüllung der Regelpublizität börsennotierter Gesellschaften und seit der Gründung 1996 Marktführer. Die Services umfassen Ad-hoc-Meldungen, Directors Dealings, WpÜG sowie den Versand von Corporate News und Pressemeldungen.

Des Weiteren betreibt die Gesellschaft ein Portal-Netzwerk für Investor-Relations-Inhalte auf 31 führenden Finanzportalen wie Handelsblatt, OnVista oder wallstreet:online. Börsennotierte Aktiengesellschaften beauftragen dabei EquityStory mit der Darstellung und Verbreitung ihrer Unternehmensinformationen auf diesen Portalen. Insgesamt erreichen alle belieferten Angebote monatlich über 300 Millionen Seitenaufrufe.

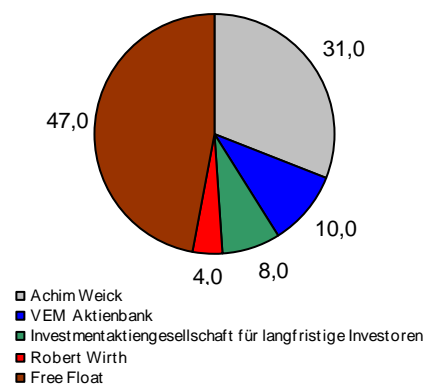
Durch die Übernahme der financial.de und der Beteiligung an der ARIVA.DE AG ist die Gesellschaft nunmehr auch auf dem stark wachsenden Online-Werbemarkt vertreten. Anfang März 2008 erfolgte die Gründung des neuen Geschäftsbereiches Online Corporate Communications mit einer Niederlassung in Frankfurt.

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Achim Weick	31,0
VEM Aktienbank AG	10,0
Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren	8,0
Robert Wirth	4,0
Free Float	47,0
Summe	100,0

Quelle: EquityStory, GBC

Aktionärsstruktur (in %)



Geschäftsentwicklung - 9 Monate 2008

in Mio. €	9 M 2007	9 M 2008	07 vs. 08
Umsatz Gesamt	6,02	6,67	+10,8 %
Umsatz - RI & N	3,53	3,81	+1,0 %
Umsatz - P & S*	2,25	3,53	+56,7 %
EBIT	2,03	2,27	+11,8 %
Periodenergebnis	1,28	1,61	+25,8 %
EPS in €	1,08	1,36	+25,8 %

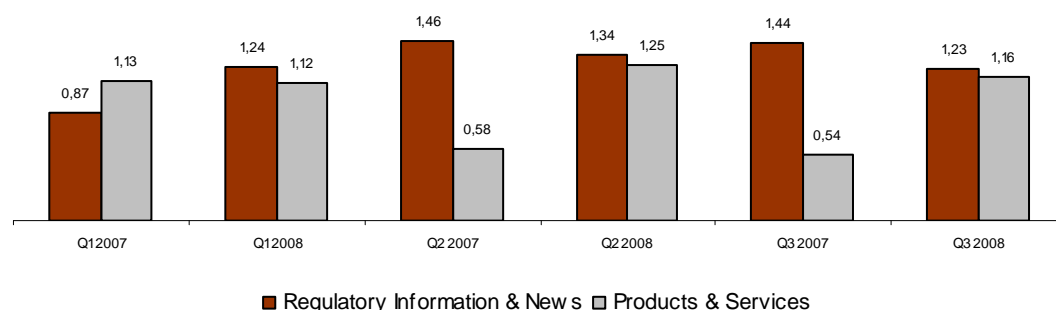
*Inklusive Innenumsätze

Quelle: EquityStory, GBC

Umsatzentwicklung

Die EquityStory AG konnte die Umsatzerlöse in den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres um 10,8 % von 6,02 Mio. € in 2007 auf 6,67 Mio. € steigern. Im gerade abgeschlossenen dritten Quartal 2008 schwächte sich der Umsatzzuwachs mit 8,1 % auf 2,14 Mio. € (Q3 2008: 1,98 Mio. €) leicht ab. Das nachstehende Schaubild zeigt die Umsatzentwicklung der beiden Geschäftsbereiche Regulatory Information & News sowie Products & Services auf Quartalsebene.

Umsatzentwicklung der Segmente auf Quartalsebene (in Mio. €)



Quelle: EquityStory, GBC

Im Geschäftsbereich Regulatory Information & News lag das Umsatzvolumen nach den ersten drei Quartalen mit 3,81 Mio. € oberhalb des vergleichbaren Vorjahreswertes in Höhe von 3,53 Mio. €. Das gesamte Meldevolumen stieg hier in den ersten neun Monaten 2008 gegenüber dem Vorjahr um rund 3 % auf 12.658 an. Im dritten Quartal entwickelte sich der Umsatz aufgrund eines gesunkenen Meldevolumens mit 1,23 Mio. € (Q3 2007: 1,44 Mio. €) leicht rückläufig.

In dem zweiten Geschäftsfeld Products & Services lagen die Umsatzerlöse (inklusive Innenumsätze) in den ersten neun Monaten 2008 bei 3,53 Mio. € (VJ: 2,25 Mio. €), was einem deutlichen Umsatzwachstum von rund 57 % entspricht. Während in den Untersegmenten Websites & Plattformen sowie Reports & Webcasts hohe Zuwachsraten erzielt werden konnten, musste im Subsegment Distribution & Media eine Umsatzeinbu-

ße verzeichnet werden. Die nachfolgende Graphik veranschaulicht die Umsatzentwicklung der Untersegmente im Bereich Products & Services.

Entwicklung der Segmente (in Mio. €)



Quelle: EquityStory, GBC

Den stärksten Umsatzsprung verzeichnete der Bereich Reports & Webcasts. Neben einer steigenden Anzahl von Online-Geschäftsberichten erklärt sich der Umsatzzuwachs vor allem durch das Einreichen von Finanzberichten beim elektronischen Bundesanzeiger (eBanz) und Unternehmensregister (Ureg). Der neue Geschäftsbereich Online Corporate Communications konnte hier im Jahresverlauf ein gutes Neukundengeschäft vorweisen, so dass sich die Kundenzahl bei den nicht-börsennotierten Unternehmen derzeit auf rund 600 beläuft. Verantwortlich für die rückläufige Umsatzentwicklung im Segment Distribution & Media ist eine restriktivere Vergabe von IR-Budgets, insbesondere bei Rohstoffwerten, infolge der Finanzmarktkrise. Aufgrund intensivierter Vertriebsanstrengungen konnte sich der Umsatz nach einem schwächeren Anfangsquartal 2008 im zweiten und dritten Quartal 2008 stabilisieren.

Ergebnisentwicklung

Der Rohertrag konnte in den ersten neun Monaten 2008 um über eine Mio. € auf 5,88 Mio. € (VJ: 4,86 Mio. €) gesteigert werden, was durch eine Erhöhung der Rohertragsmarge auf 88,17 % (VJ: 80,80 %) begünstigt wurde. Im dritten Quartal 2008 wurde eine Rohertragsmarge von 88,76 % erreicht. Die Personalaufwendungen erhöhten sich infolge der gestiegenen Mitarbeiteranzahl um knapp 21 % von 1,65 Mio. € in 2007 auf 2,00 Mio. € in 2008. Auch bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen kam es aufgrund der Ausweitung der Geschäftsaktivitäten zu einem Anstieg um 44,9 % auf 1,49 Mio. € (VJ: 1,03 Mio. €).

Bei leicht gesunkenen Abschreibungen lag das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) in den ersten neun Monaten bei 2,27 Mio. € und damit über dem Vorjahr von 2,03 Mio. €, was einer EBIT-Marge von 33,5 % (VJ: 33,7 %) gleichkommt. Im dritten Quartal 2008 belief sich das EBIT auf 0,71 Mio. € (EBIT-Marge in Q3 2008: 33,3 %) und lag somit genau auf dem Vorjahresniveau. Das Finanzergebnis fiel in 2008 mit -0,04 Mio. € negativ aus, wobei der Saldo des Zinsergebnisses infolge der vollständigen Rückführung des Akquisitionsdarlehens im dritten Quartal 2008 wieder leicht positiv war. Unter Berücksichtigung der Konzernsteuerquote von 27,8 % betrug der Jahresüberschuss nach den ersten drei Quartalen 2008 1,61 Mio. € (VJ: 1,28 Mio. €), was einem Gewinn je Aktie (EPS) von 1,36 € (VJ: 1,08 €) entspricht.

Bilanzielle und finanzielle Lage

Bilanziell sind im Vergleich zum Jahresende 2007 keine wesentlichen Veränderungen eingetreten. Das Eigenkapital belief sich zum 30.9.2008 auf 9,22 Mio. €, was einer Eigenkapitalquote von rund 80,7 % entspricht. Die größte Position auf der Aktivseite der Bilanz sind weiterhin die immateriellen Vermögensgegenstände in Höhe von 7,29 Mio. €. Bedingt durch den positiven operativen Cash Flow von 1,97 Mio. € in 2008 konnte die EquityStory AG, Bankdarlehen von rund 1,10 Mio. € zurückführen und ist damit frei von Bankkrediten. Folglich verfügt die Gesellschaft trotz des Mittelabflusses infolge der Dividendenausschüttung in Höhe von 0,60 Mio. € wieder über eine positive Nettoliquidität von 0,83 Mio. € Ende September 2008.

Bewertung

DCF-Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der EquityStory AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten ist 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 ca. 4,00 % (bisher: 4,50 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % 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.

Nach unseren internen Schätzungen haben wir ein Beta von 1,07 ermittelt. Hierbei unterstellen wir eine leicht überdurchschnittliche Konjunktursensitivität der Gesellschaft.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,9 % (10-jähriger Zinssatz plus Beta multipliziert mit Risikoprämie). Da wir langfristig eine vollständige Eigenkapitalausstattung unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,9 % (bisher: 10,4 %).

Kapitalkosten	in %
Eigenkapitalkosten	9,9%
Gewicht in %	100%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Gewicht in %	0%
Taxshield in %	25,0%
WACC	9,9%

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2009 - Phase 2	
Umsatzwachstum	6,0%
EBITDA-Marge	32,5%
Steuerquote	34,0%
Working Capital in % vom Umsatz	10,0%
Umsatz zu OAV	1200%
Abschreibungen vom OAV	35,0%
Werttreiber - DCF Bewertung Endwert - Phase 3	
Umsatzwachstum	2,0%
Kapitalrendite	113,5%

Discounted Cashflow-Modell

Die EquityStory AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2008 & 2009 in Phase 1, erfolgt von 2010 bis 2014 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir aus Vorsichtsgründen infolge der Finanzmarktkrise nun Umsatzsteigerungen von 6,0 % (bisher: 8,0 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 32,9 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 34,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Endwert bestimmt. Dabei unterstellen wir einen nachhaltigen Umsatzanstieg von 2,0 % sowie eine Kapitalrendite von 113,5 %. Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir infolge des gesunkenen Zinsniveaus nunmehr mit 9,9 % (bisher: 10,4 %) errechnet.

Der daraus resultierende faire Wert der Aktie auf Basis 2009 liegt bei 28,38 € (bisher: 29,93 €).

in Mio. EUR	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	Endwert
Umsatz	9,400	10,500	11,130	11,798	12,506	13,256	14,051	
Umsatzveränderung	12,7%	11,7%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	2,0%
EBITDA-Marge	37,6%	35,8%	32,5%	32,5%	32,5%	32,5%	32,5%	
Abschreibungen (auf IK)	-0,170	-0,250	-0,263	-0,325	-0,344	-0,365	-0,387	
Abschreibungen vom OAV	34,0%	33,3%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	
EBITA	3,362	3,508	3,355	3,510	3,720	3,943	4,180	
EBITA-Marge	35,8%	33,4%	30,1%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	
EBI (NOPLAT)	2,219	2,315	2,214	2,316	2,455	2,603	2,759	2,924
Working Capital	0,300	0,800	1,113	1,180	1,251	1,326	1,405	
Working Capital zu Umsatz	3,2%	7,6%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Operatives Anlagevermögen	0,500	0,750	0,928	0,983	1,042	1,105	1,171	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen	1880,0%	1400,0%	1200,0%	1200,0%	1200,0%	1200,0%	1200,0%	
Investiertes Kapital (IK)	0,800	1,550	2,041	2,163	2,293	2,430	2,576	
Kapitalrendite	-744,6%	289,4%	142,8%	113,5%	113,5%	113,5%	113,5%	113,5%
Free Cashflows:								
EBITDA	3,532	3,758	3,617	3,834	4,064	4,308	4,567	
Steuern auf EBITA	-1,143	-1,193	-1,141	-1,193	-1,265	-1,341	-1,421	
Investitionen in OAV	-0,303	-0,500	-0,440	-0,380	-0,403	-0,427	-0,453	
Veränderung des Working Capital	-0,965	-0,500	-0,313	-0,067	-0,071	-0,075	-0,080	
Investitionen in Goodwill	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
Freier Cashflow	1,121	1,565	1,724	2,194	2,326	2,465	2,613	36,190

VALUATION in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Barwert expliziter FCFs	9,30	9,11	8,45	7,56
Barwert des Continuing Value	18,65	20,50	22,54	24,77
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	27,95	29,61	30,98	32,34
Nettoschulden (Net debt)	-1,29	-1,86	-2,77	-3,74
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	29,24	31,46	33,75	36,08
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	29,24	31,46	33,75	36,08
Ausstehende Aktien in Mio.	1,19	1,19	1,19	1,19
Fairer Wert der Aktie in EUR	24,59	26,46	28,38	30,34

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Dividendenzahlung	-0,595	-0,713	-0,832	-0,951
Kapitalerhöhung	0,000	0,000	0,000	0,000
Zinsaufwand/ertrag	0,039	0,056	0,083	0,112

Sensitivitätsanalyse - fairer Wert je Aktie in EUR - Stand GJ 2009e					
WACC	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%	10,9%
Kapitalrendite					
109,5%	31,32	29,38	27,70	26,24	24,94
111,5%	31,72	29,75	28,04	26,55	25,23
113,5%	32,13	30,12	28,38	26,86	25,52
115,5%	32,54	30,50	28,72	27,17	25,81
117,5%	32,94	30,87	29,06	27,49	26,10

Fazit

Die EquityStory AG konnte das Umsatzwachstum auch in den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres weiter fortsetzen. Bei einem Umsatzzuwachs von knapp 11 % konnte ein EBITDA in Höhe von 2,4 Mio. € erzielt werden. Der operative Cash Flow fiel im Berichtszeitraum 2008 deutlich positiv aus und belief sich auf 1,97 Mio. €.

Wir haben unsere Prognosen mit Vorlage des 9-Monatsberichtes 2008 leicht nach unten angepasst. Nunmehr gehen wir für das laufende Geschäftsjahr 2008 von einer Umsatzhöhe von 9,40 Mio. € (bisher: 10,10 Mio. €) aus. Hier macht sich das schwächere Geschäft mit Neuemissionen und Listings infolge der schwierigen Kapitalmarktsituation bemerkbar, welche aktuell als Wachstumstreiber fast vollständig wegfallen. IPOs haben gewöhnlich ein höheres Meldevolumen als schon länger börsennotierte Unternehmen. Auch das nicht verpflichtende Meldevolumen hat sich nach unserer Ansicht infolge der Finanzmarktkrise leicht abgeschwächt. Wir rechnen allerdings mit einem starken Schlussquartal. Das Umsatzwachstum im vierten Quartal 2008 sehen wir bei rund 15 %, da hier die für börsennotierte Unternehmen bereits eingereichten Finanzberichte größtenteils abgerechnet werden. Diesen Umsatzeffekt schätzen wir auf rund 0,4 Mio. €. Unsere Prognose für 2008 in Hinsicht auf das EBIT liegt nunmehr bei 3,36 Mio. € (bisher: 3,58 Mio. €).

Erfreulich entwickelt hat sich der im März 2008 neu gegründete Geschäftsbereich Online Corporate Communications. Das hohe Neukundenwachstum konnte im dritten Quartal 2008 nochmals beschleunigt werden. Im gesamten Jahresverlauf 2008 konnten damit bereits über 600 neue Kunden gewonnen werden. Mit einer Ausdehnung der bestehenden Produktpalette auf diese Kundengruppe und die damit einhergehende Hebung von Cross-Selling Potentialen rechnen wir erst im kommenden Geschäftsjahr. Der elektronische Bundesanzeiger hat im Oktober 2008 deutliche Preissenkungen für die Einreichung von Finanzberichten vorgenommen. Als Reaktion hierauf hat EquityStory ebenfalls die Preise gesenkt und an die nicht börsennotierten Unternehmen weitergegeben.

Wir haben im Rahmen unseres DCF-Modells einen neuen fairen Wert für die Aktie der EquityStory AG auf Basis 2009 in Höhe von 28,38 € (bisher: 29,93 €) errechnet. Den leicht reduzierten Umsatz- und Ergebnisschätzungen für die Geschäftsjahre 2008 und 2009 steht die Senkung des WACC bedingt durch das niedrigere Zinsniveau positiv gegenüber. Wir bestätigen daher unser Rating Kaufen.

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 verwendet, 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 Angebotschreiben 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. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die komplettierten 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 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 oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC 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 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

Manuel Hölzle, Dipl. Kfm., 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