



Researchstudie (Update)

EquityStory AG

**Umsatzzuwachs von knapp 12 % im dritten Quartal 2010
- Gesamtjahresprognose und Kursziel bestätigt**

Fairer Wert: 26,18 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 8
Fertigstellung: 1.12.2010 Erstveröffentlichung: 2.12.2010

KAUFEN

Kursziel: 26,18

aktueller Kurs: 19,11
26.11.2010 / FFM

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005494165

WKN: 549416

Börsenkürzel: E1S

Aktienanzahl³: 1,190

Marketcap³: 22,74
EnterpriseValue³: 22,27
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 43,0 %

Transparenzlevel:
Entry Standard

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
VEM Aktienbank AG

Analysten:

Philipp Leibold
leibold@gbc-ag.de

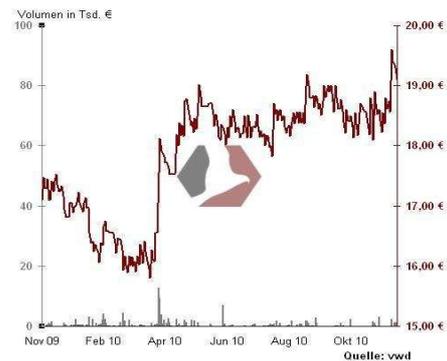
Manuel Hoelzle
hoelzle@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite II

EquityStory AG ^{*5}

Unternehmensprofil

Branche: Medien
Fokus: Online-Unternehmenskommunikation
Mitarbeiter: 76 Stand: 30.9.2010
Gründung: 2000
Firmensitz: München
Vorstand: Achim Weick, Robert Wirth



Der EquityStory-Konzern ist mit über 5.000 Kunden ein führender Anbieter für Online-Unternehmenskommunikation im deutschsprachigen Raum. In den Bereichen IR und Corporate Communications nutzen Unternehmen aus Europa und Nordamerika die Kommunikationslösungen. Zur Produktpalette gehören neben den Services zur Erfüllung gesetzlicher Pflichten auch die Verbreitung von Unternehmensmitteilungen, die Entwicklung von Finanzportalen- und Webseiten, die Durchführung von Audio- und Video-Übertragungen sowie die Erstellung von Online-Finanzberichten. Die Tochter DGAP ist eine Institution zur Erfüllung der gesetzlichen Regelpublizität börsennotierter Gesellschaften und seit der Gründung in 1996 Marktführer. Mit dem Bereich Online Corporate Communications wendet sich die DGAP mit einem umfassenden Angebot auch an nicht-börsennotierte Gesellschaften. Zudem ist EquityStory durch die Tochter financial.de (100%) und die Beteiligung ARIVA.DE (25,44%) in den Märkten B2C IR, Bereitstellung von Finanzdaten und Online-Werbung aktiv.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	9,35	9,05	9,80	10,50
EBITDA	3,35	2,43	2,76	3,03
EBIT	3,19	2,27	2,58	2,83
Jahresüberschuss	2,10	1,59	1,76	1,96

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	1,76	1,34	1,48	1,65
Dividende je Aktie	0,60	0,50	0,60	0,70

Kennzahlen				
EV/Umsatz	2,30	2,46	2,27	2,12
EV/EBITDA	6,43	9,16	8,08	7,35
EV/EBIT	6,75	9,80	8,64	7,87
KGV	10,83	14,30	12,91	11,58
KBV		2,15		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
08.12.2010: 10. MKK

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
7.9.2010: RS / 26,18 / KAUFEN
8.6.2010: RS / 26,18 / KAUFEN
14.4.2010: RS / 26,18 / 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

Konsolidierungskreis

Die Tochter DGAP (Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität) ist eine Institution zur Erfüllung der gesetzlich vorgeschriebenen Regelpublizität börsennotierter Gesellschaften und seit Gründung im Jahr 1996 Marktführer. Mit dem Bereich Online Corporate Communications wendet sich die DGAP mit einem umfassenden Angebot auch an nicht-börsennotierte Kapitalgesellschaften. Die DGAP zeichnet sich für den Geschäftsbereich „Regulatory Information & News“ (RIN) verantwortlich. Der zweite Geschäftsbereich „Products & Services“ (PS) ist unterteilt in die drei Untersegmente „Distribution & Media“, „Websites & Platforms“ sowie „Reports & Webcasts“. Die Produktpalette umfasst in diesem Bereich unter anderem die Entwicklung von Finanzportalen und Webseiten, die Durchführung von Audio- und Video-Übertragungen, die Lieferung von Kursen und Charts, die Erstellung von Online-Geschäftsberichten sowie die Einreichung von Geschäftsberichten beim e-Bundesanzeiger. Zudem ist EquityStory durch Beteiligungen bei financial.de (100 %) und ARIVA.DE (25,44 %) in den Märkten B2C IR und Bereitstellung von Finanzdaten aktiv. Die Gesellschaft ist mit Standorten in München, Kiel, Hamburg, Zürich, Moskau und Budapest vertreten und beschäftigt (inklusive nicht konsolidierter Unternehmen) mehr als 100 Mitarbeiter.

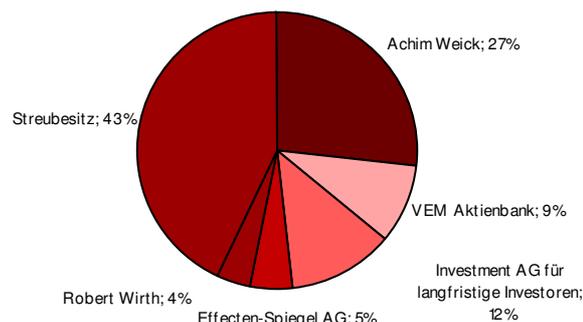


Quelle: EquityStory

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	30.6.2010	30.09.2010
Achim Weick (Vorstandsvorsitzender)	29 %	27 %
VEM Aktienbank	9 %	9 %
Investment AG für langfristige Investoren	9 %	12 %
Effecten-Spiegel AG	5 %	5 %
Robert Wirth (Vorstand)	4 %	4 %
Streubesitz	44 %	43 %
Summe	100,0 %	100,0 %

Aktionärsstruktur



Quelle: EquityStory, GBC

9M 2010 - Zahlen erfreulich; Starke Neukundengewinnung im Bereich OCC

In Mio. €	Q3 2009	Delta 2009/2010	Q3 2010	9M 2009	Delta 2009/2010	9M 2010
Umsatz	1,98	+11,8 %	2,21	6,07	+10,4 %	6,70
EBITDA	0,40	+33,5 %	0,54	1,24	+25,8 %	1,53
EBITDA-Marge	20,41 %		24,37 %	20,36 %		22,84 %
EBIT	0,37	+36,7 %	0,50	1,12	+25,8 %	1,41
EBIT-Marge	18,48 %		22,59 %	18,47 %		21,05 %
Konzernergebnis	0,26	+29,5 %	0,34	0,76	+24,7 %	0,95

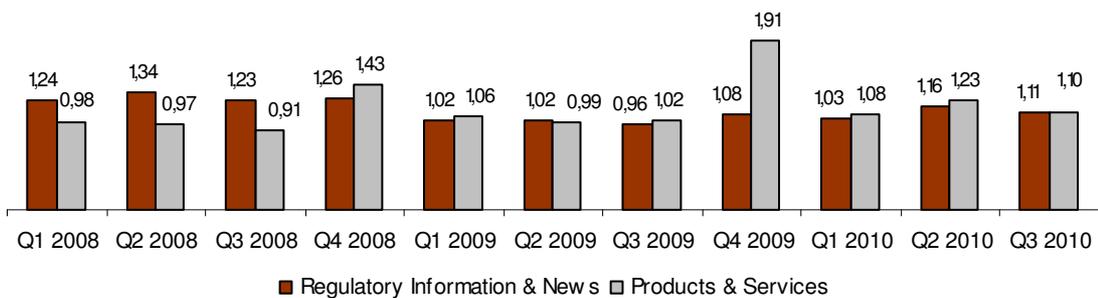
Quelle: EquityStory, GBC

Umsatzerlöse - Umsatzwachstum im Q3 2010 bei knapp 12 %

In den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres erzielte die EquityStory AG einen Umsatzzuwachs von +10,4 % auf 6,70 Mio. € (VJ: 6,07 Mio. €). Im dritten Quartal 2010 lag der Umsatz bei 2,21 Mio. €, was einem Wachstum von +11,8 % gegenüber dem vergleichbaren Vorjahresquartal entspricht.

Dabei entwickelten sich die beiden Segmente „**Regulatory Information & News**“ (RI & N) sowie „**Products & Services**“ (P & S) gleichermaßen positiv und leisteten ihren Beitrag zum Unternehmenswachstum.

Umsatzentwicklung nach Bereichen (in Mio. €)

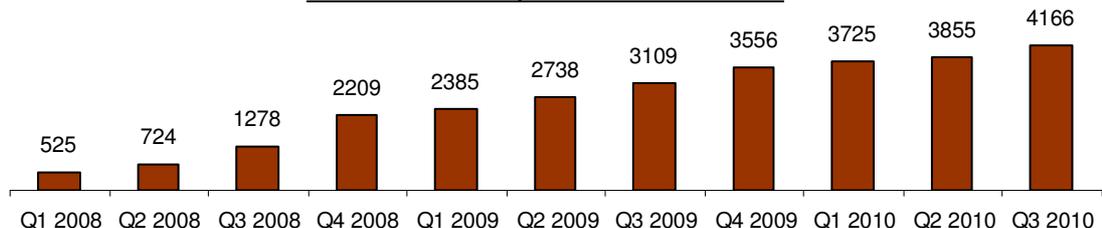


Quelle: EquityStory, GBC

Im Bereich **RI & N** erhöhten sich die Umsätze in den ersten neun Monaten 2010 um +9,6 % auf 3,29 Mio. €. Insgesamt belief sich das über die DGAP veröffentlichte Meldevolumen zum 30.9.2010 auf 10.915 Meldungen nach 10.091 im Vorjahreszeitraum. Der Marktanteil bei § 15 WpHG Meldungen war annähernd konstant bei knapp 73 %. Im dritten Quartal 2010 lagen die Segmentsumsätze bei 1,11 Mio. € und damit mehr als +15 % über dem Vorjahresquartal.

Der Anstieg des Meldevolumens ist maßgeblich auf das Wachstum bei den Meldungen (Corporate News und Pressemitteilungen) nicht börsennotierter Unternehmen zurückzuführen. Zudem wirkte sich der neue Hauptversammlungs-Einladungs-Service hier positiv auf der Umsatzseite aus. Das Kundenwachstum bei den nicht börsennotierten Unternehmen entwickelte sich auch im dritten Quartal 2010 erfreulich, wie die nachstehende Graphik zeigt.

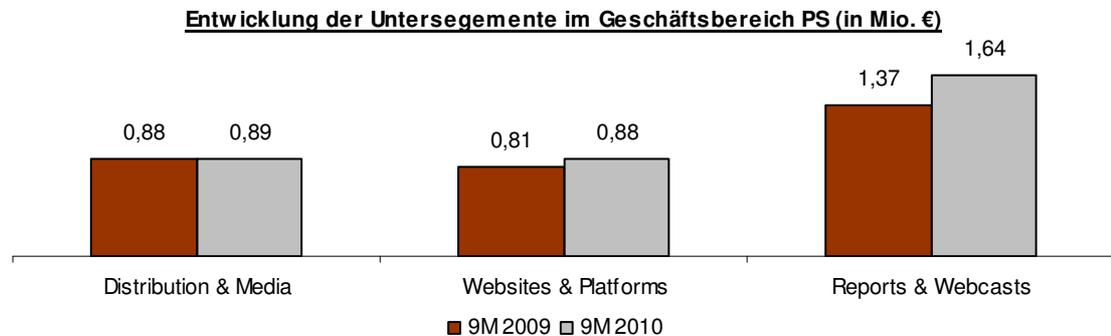
Anzahl Kunden Corporate Communications



Quelle: EquityStory, GBC

Mittlerweile zählt die Gesellschaft fast 4.200 Kunden im Bereich **Online Corporate Communications (OCC)**. Im dritten Quartal 2010 belief sich der Zuwachs an Neukunden im Vergleich zum Vorquartal mit +8,6 % auch wieder deutlich über der Wachstumsrate der beiden Vorquartale (Q1 2010: +4,8 % bzw. Q2 2010: +3,5 %).

Im Geschäftsbereich **P & S** betrug das Umsatzwachstum nach den ersten drei Quartalen 2010 +9,3 % respektive +7,9 % im dritten Quartal 2010. Ein Blick auf das nachfolgende Schaubild macht deutlich, dass der Zuwachs im Bereich **P & S** fast ausschließlich dem Untersegment **Reports & Webcasts** zu verdanken ist.



Quelle: EquityStory, GBC

Während sich die Umsatzvolumen in den Untersegmenten Distribution & Media sowie Websites & Platforms in etwa auf Vorjahresniveau bewegten, verzeichnete das Untersegment **Reports & Webcasts** einen Umsatzzuwachs um +19,3 % auf 1,64 Mio. €. Die dynamische Entwicklung in diesem Segment erklärt sich vor allem durch die gestiegene Anzahl von erstellten Online-Geschäftsberichten sowie die weiter erhöhte Anzahl von Finanzberichten, welche über den Einreichungs-Service beim elektronischen Bundesanzeiger eingereicht werden.

Ergebnisentwicklung - EBIT-Marge im Q3 2010 wieder auf knapp 23 % gesteigert

Die Rohertragsmarge konnte nach den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2010 gegenüber dem Vorjahr auf 89,22 % (VJ: 86,77 %) gesteigert werden und belief sich damit weiterhin auf einem sehr hohen Niveau. Im dritten Quartal 2010 lag die Rohertragsmarge mit 91,23 % erstmalig seit den vergangenen Quartalen wieder über der Marke von 90 %.

Die Personalaufwendungen erhöhten sich in den ersten neun Monaten 2010 infolge der gestiegenen Mitarbeiteranzahl um rund 0,35 Mio. € auf 2,76 Mio. €, was einer Personalaufwandsquote von 41,20 % (VJ: 39,59 %) entspricht. Gegen Ende September 2010 beschäftigte der Konzern 76 Mitarbeiter. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen verhielten sich mit 1,69 Mio. € annähernd konstant gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum.

Das Ergebnis vor Steuern und Zinsen (EBIT) lag nach den ersten neun Monaten 2010 bei 1,41 Mio. € und damit deutlich über dem Vorjahreswert von 1,12 Mio. €. Dies ging einher mit einer Erhöhung der EBIT-Marge von 18,47 % in 2009 auf 21,05 % in 2010. Im dritten Quartal 2010 lag die EBIT-Marge bei 22,59 %.

Das Finanzergebnis profitierte von einem erhöhten Ergebnisbeitrag der Beteiligung ARI-VA.DE. In der Folge stieg das Finanzergebnis von 0,03 Mio. € in 2009 auf 0,05 Mio. € in 2010 an. Unter Berücksichtigung einer Konzernsteuerquote von 34,83 % (VJ: 33,74 %) belief sich der Jahresüberschuss auf 0,95 Mio. € (VJ: 0,76 Mio. €), was einem Gewinn je Aktie (EPS) von 0,80 € (VJ: 0,64 €) entspricht.

Bilanzielle Situation - Liquide Mittel weiter erhöht; sehr solide Bilanz

In Mio. €	31.12.2009	30.09.2010
Eigenkapitalquote	87,7 %	87,3 %
Nettovermögen	2,289	3,51
Net Working Capital	0,652	-0,19

Quelle: EquityStory, GBC

Die finanzielle Lage bei der EquityStory AG ist weiterhin als sehr gesund zu charakterisieren. Das Eigenkapital konnte trotz der Dividendenausschüttung im zweiten Quartal 2010 auf 10,93 Mio. € gesteigert werden. Dies bedeutet eine sehr solide Eigenkapitalquote von 87,3 %.

Infolge des positiven freien Cash Flows konnte die Nettoliquidität per Ende September 2010 weiter auf 1,64 Mio. € gesteigert werden. Des Weiteren steht die Beteiligung an der ARIVA.DE mit einem Wertansatz in Höhe von 1,83 Mio. € (VJ: 1,79 Mio. €) in der Bilanz.

Der operative Cash Flow fiel nach den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2010 mit 1,86 Mio. € (VJ: -0,07 Mio. €) deutlich positiv aus. Die Investitionen lagen mit 0,10 Mio. € (VJ: 0,09) leicht unter der Höhe der Abschreibungen von 0,12 Mio. €. Zudem führte die Dividendenausschüttung anlässlich der Hauptversammlung im Mai 2010 zu einem Mittelabfluss von 0,60 Mio. €.

Prognose und Modellannahmen - Schätzungen für 2010 und 2011 bestätigt

In Mio. €	2010e (unverändert)	2011e (unverändert)
Umsatz	9,80	10,50
EBITDA	2,76	3,03
EBITDA-Marge	28,14%	28,86%
EBIT	2,58	2,83
EBIT-Marge	26,31%	26,95%
Konzernergebnis	1,76	1,96
Gewinn je Aktie	1,48 €	1,65 €

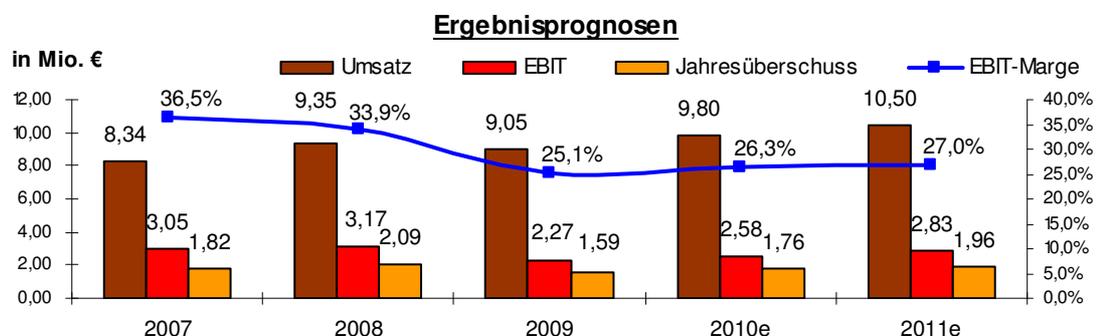
Quelle: GBC

Mit Veröffentlichung der Zahlen für das dritte Quartal 2010 bestätigen wir unsere bisherigen Schätzungen für die Geschäftsjahre 2010 sowie 2011. Wir erwarten für 2010 weiterhin einen Umsatzanstieg um +8,3 % auf 9,80 Mio. €. Des Weiteren sehen wir das EBIT für 2010 unverändert bei 2,58 Mio. €.

Folglich sollten sich die Umsatzerlöse im vierten Quartal 2010 auf 3,10 Mio. € erhöhen. Das Schlussquartal ist bei der EquityStory AG umsatzseitig traditionell das beste Quartal. In den Jahren 2008 und 2009 lag der Umsatz im vierten Quartal bei 2,69 Mio. € respektive 2,98 Mio. €. Dies liegt an den Abrechnungsmodalitäten für die beim elektronischen Bundesanzeiger eingereichten Finanzberichte. Gegen Ende September hat die Gesellschaft 3.437 (VJ: 3.252) Finanzberichte beim elektronischen Bundesanzeiger eingestellt.

Auch wenn in den vergangenen Monaten bereits eine leichte Belebung bei Neuemissionen, Listings sowie Kapitalmarkttransaktionen (Kapitalerhöhungen, Anleihen, Übernahmen) festzustellen war, reicht dies nach unserer Einschätzung bislang noch nicht aus, um hieraus merkbliche Umsatzimpulse für die EquityStory AG abzuleiten. Erst bei einer nachhaltigen Verbesserung der Lage bei Listings und IPOs sowie einer erhöhten Aktivität bei Kapitalmarkttransaktionen sollte sich dies verstärkt auf der Umsatzseite der EquityStory AG auswirken.

Erfreulich sehen wir die Tatsache, dass die Neukundengewinnung im Bereich **OCC** im dritten Quartal 2010 an Dynamik gewinnen konnte. Hier lag die Wachstumsrate mit +8,6 % wieder über dem Niveau der Vorquartale. Die Kundenbasis beläuft sich aktuell auf knapp 4.200. Derzeit nutzt ein Großteil der nicht börsennotierten Kunden den Einreichungs-Service für den elektronischen Bundesanzeiger. Entsprechend groß ist hier das vorhandene Cross-Selling Potential. Sollte es der Gesellschaft gelingen, lediglich einen Teil der Kunden für weitere Produkte der Angebotspalette zu gewinnen, würde dies zu einem erheblichen Umsatzschub führen.



Quelle: GBC

EquityStory AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	28,9%	ewige EBITA - Marge	26,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	26,7%	effektive Steuerquote im Endwert	33,0%
Working Capital zu Umsatz	8,6%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	
Umsatz (US)	9,80	10,50	11,03	11,58	12,16	12,76	13,40	14,07	
US Veränderung	8,3%	7,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	19,60	14,00	13,87	12,86	12,16	11,60	10,88	10,11	
EBITDA	2,76	3,03	3,18	3,34	3,51	3,68	3,87	4,06	
EBITDA-Marge	28,1%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%	
EBITA	2,58	2,83	2,98	3,13	3,27	3,42	3,57	3,73	
EBITA-Marge	26,3%	27,0%	27,0%	27,0%	26,9%	26,8%	26,7%	26,5%	26,6%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,85	-0,93	-0,98	-1,03	-1,08	-1,13	-1,18	-1,23	
EBI (NOPLAT)	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Kapitalrendite	1,73	1,90	2,00	2,10	2,19	2,29	2,39	2,50	
Working Capital (WC)	0,70	0,90	0,94	0,99	1,04	1,09	1,15	1,21	
WC zu Umsatz	7,1%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	
Investitionen in WC	-0,05	-0,20	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,06	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	0,50	0,75	0,80	0,90	1,00	1,10	1,23	1,39	
AFA auf OAV	-0,18	-0,20	-0,20	-0,21	-0,24	-0,27	-0,29	-0,33	
AFA zu OAV	36,0%	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%	
Investitionen in OAV	-0,24	-0,45	-0,25	-0,32	-0,34	-0,37	-0,43	-0,49	
Investiertes Kapital	1,20	1,65	1,74	1,89	2,04	2,19	2,38	2,60	
EBITDA	2,76	3,03	3,18	3,34	3,51	3,68	3,87	4,06	
Steuern auf EBITA	-0,85	-0,93	-0,98	-1,03	-1,08	-1,13	-1,18	-1,23	
Investitionen gesamt	-0,29	-0,65	-0,29	-0,36	-0,39	-0,42	-0,48	-0,55	
Investitionen in OAV	-0,24	-0,45	-0,25	-0,32	-0,34	-0,37	-0,43	-0,49	
Investitionen in WC	-0,05	-0,20	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,06	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	1,61	1,45	1,91	1,94	2,04	2,14	2,21	2,28	31,78
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	25,97	27,09							
Barwert expliziter FCFs	9,53	9,03							
Barwert des Continuing Value	16,44	18,06							
Nettoschulden (Net debt)	-3,30	-4,04							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	29,28	31,13							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	29,28	31,13							
Ausstehende Aktien in Mio.	1,189	1,189							
Fairer Wert der Aktie in EUR	24,62	26,18							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,25
Eigenkapitalkosten	9,9%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	8,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	22,5%
WACC	9,9%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

WACC	Kapitalrendite									
	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%	11,9%	
90,3%	31,84	29,68	27,84	26,28	24,92	23,73	22,69	21,78	20,96	
92,3%	32,31	30,10	28,23	26,62	25,23	24,02	22,96	22,02	21,18	
94,3%	32,78	30,52	28,61	26,97	25,55	24,31	23,23	22,26	21,41	
96,3%	33,25	30,95	28,99	27,31	25,86	24,60	23,49	22,51	21,63	
98,3%	33,73	31,37	29,37	27,66	26,18	24,89	23,76	22,75	21,86	
100,3%	34,20	31,79	29,75	28,01	26,50	25,18	24,02	23,00	22,09	
102,3%	34,67	32,21	30,13	28,35	26,81	25,47	24,29	23,24	22,31	
104,3%	35,14	32,64	30,52	28,70	27,13	25,76	24,55	23,48	22,54	
106,3%	35,61	33,06	30,90	29,04	27,44	26,04	24,82	23,73	22,76	

Fazit

Schätzungen und Kursziel bestätigt - Aktie weiterhin unterbewertet

Die EquityStory AG erzielte im dritten Quartal 2010 ein Umsatzwachstum von knapp 12 % gegenüber dem Vorjahresquartal und auch das operative Ergebnis konnte überproportional gesteigert werden. Damit befindet sich die Gesellschaft auf einem guten Wege die eigenen Ziele für das laufende Geschäftsjahr 2010 zu erreichen. Das Unternehmenswachstum wurde dabei gleichermaßen von den beiden Geschäftsbereichen „**Regulatory Information & News**“ sowie „**Products & Services**“ getragen.

Erfreulich entwickelte sich die Neukundengewinnung bei den nicht börsennotierten Unternehmen. Im Bereich **Online Corporate Communications** verfügt die Gesellschaft in der Zwischenzeit über eine Kundenbasis von knapp 4.200. Inklusive der börsennotierten Unternehmen zählt die Gesellschaft mehr als 5.000 Kunden.

Für das laufende Geschäftsjahr 2010 lassen wir unsere Schätzungen unverändert. Wir erwarten weiterhin einen Umsatz in Höhe von 9,80 Mio. € sowie ein EBIT von 2,58 Mio. €. Dies entspricht einer EBIT-Marge von 26,3 %. Im traditionell stärksten Schlussquartal sollte die Gesellschaft von den beim elektronischen Bundesanzeiger eingereichten Finanzberichten profitieren.

Finanziell ist die Gesellschaft weiterhin sehr gut aufgestellt. Das Eigenkapital konnte trotz der Dividendenausschüttung im zweiten Quartal 2010 auf knapp 11 Mio. € gesteigert werden, was einer soliden Eigenkapitalquote von 87,3 % entspricht. Aufgrund des positiven freien Cash Flows konnte die Nettoliquidität zum 30. September 2010 auf 1,64 Mio. € erhöht werden.

Das Kursziel für die Aktie der EquityStory AG sehen wir unverändert bei 26,18 €. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs entspricht dies einem Potential von rund 34 %. Wir vergeben daher das Rating Kaufen für die Aktie der EquityStory 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 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 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 Interessenskonflikte 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. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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