



Researchstudie (Update)

EquityStory AG

**Ausgezeichnete Q2-Zahlen -
Schätzungen für 2011 und 2012 bestätigt**

Kursziel: 32,50 €

Rating: Kaufen

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

Kaufen
Kursziel: 32,50

 aktueller Kurs: 23,90
 31.8.2011 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005494165

WKN: 549416

Börsenkürzel: E1S

 Aktienanzahl³: 1,190

 Marketcap³: 28,44

 EnterpriseValue³: 24,64

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 43,0 %

Transparenzlevel:

m:access

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

VEM Aktienbank AG

Analysten:

Philipp Leibold

leibold@gbc-ag.de

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

 * Katalog möglicher
 Interessenskonflikte auf
 Seite IV

EquityStory AG ^{*5}
Unternehmensprofil

Branche: Medien

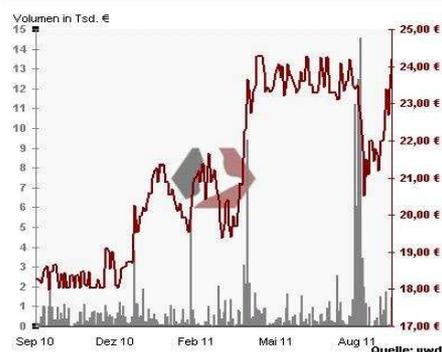
Fokus: Online-Unternehmenskommunikation

Mitarbeiter: 90 Stand: 30.6.2011

Gründung: 2000

Firmensitz: München

Vorstand: Achim Weick, Robert Wirth



Der EquityStory-Konzern ist mit über 6.000 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. Im Januar 2011 erfolgte die Akquisition der triplex neue medien GmbH.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011e	31.12.2012e
Umsatz	9,05	9,96	12,30	13,80
EBITDA	2,43	2,96	3,58	4,09
EBIT	2,27	2,80	3,33	3,84
Jahresüberschuss	1,59	1,92	2,30	2,64

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	1,34	1,62	1,93	2,22
Dividende je Aktie	0,50	0,70	0,70	0,80

Kennzahlen				
EV/Umsatz	3,09	2,47	2,00	1,79
EV/EBITDA	11,51	8,32	6,88	6,02
EV/EBIT	12,31	8,80	7,40	6,42
KGV	17,88	14,79	12,38	10,77
KBV		2,39		

Finanztermine:
Datum: Ereignis

 21.-23.11.2011: EKf
 25.11.2011: Veröffentlichung 9M-Bericht
 7.-8.12.2011: XII. MKK

****letztes Research von GBC:**
Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating

 26.4.2011: RS / 32,47 / KAUFEN
 24.1.2011: RS / 26,95 / KAUFEN
 7.12.2010: RG / 26,18 / KAUFEN
 7.12.2010: RS / KAUFEN
 2.12.2010: 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.

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2011 – Umsatzwachstum von fast 45 %

in Mio. €	HJ 2010	HJ 2011	Delta 2010/2011
Umsatzerlöse	4,49	6,51	+ 44,9 %
EBITDA (Marge)	0,99 (22,1 %)	1,41 (21,6 %)	+ 41,6 %
EBIT (Marge)	0,91 (20,3 %)	1,31 (20,1 %)	+43,4 %
Periodenüberschuss	0,61	0,94	+53,5 %

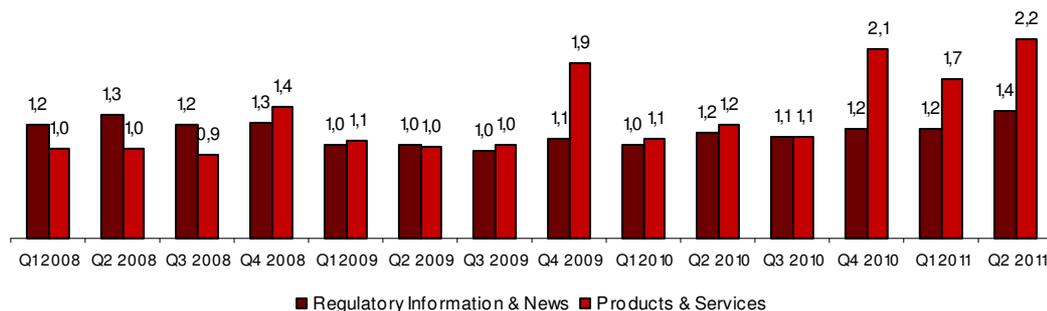
Quelle: EquityStory, GBC

Umsatzentwicklung - Wachstum im Q2 2011 nochmals beschleunigt

Die EquityStory AG kann auf eine vorzügliche Geschäftsentwicklung im ersten Halbjahr 2011 zurückblicken. Die beiden Geschäftsbereiche „**Regulatory Information & News**“ (RI&N) und „**Products & Services**“ (P&S) verzeichneten jeweils deutliche Zuwachsraten, so dass die Umsatzerlöse im Berichtszeitraum um knapp 45 % auf 6,51 Mio. € gesteigert werden konnten. Nach einem Umsatz in Höhe von 2,94 Mio. € im ersten Quartal 2011 erhöhte sich dieser im zweiten Quartal 2011 nochmals auf 3,57 Mio. €.

Das nachstehende Schaubild zeigt die Umsatzentwicklung der beiden Segmente für die vergangenen Quartale.

Umsatzentwicklung nach Bereichen (in Mio. €)



Quelle: EquityStory, GBC

Das Meldevolumen belebte sich in der ersten Jahreshälfte merklich. Dies findet ausdrucksvoll Ausdruck in der dynamischen Entwicklung des Bereiches **RI&N**. Hier konnten die Umsatzerlöse im ersten Halbjahr 2011 um 18,8 % auf 2,59 Mio. € (VJ: 2,18 Mio. €) gesteigert werden. Dieser Anstieg ist in erster Linie einem deutlichen Wachstum bei den Corporate News sowie den Pressemitteilungen zu verdanken. Aber auch Pflichtmitteilungen bei börsennotierten Unternehmen konnten um 10 % im Vergleich zum Vorjahr zulegen. Der Marktanteil bei den Ad-Hoc-Meldungen konnte von 72 % in 2010 auf 77 % in 2011 ausgebaut werden und ist ein eindeutiger Beleg für die unangefochtene marktführende Stellung der Gesellschaft.

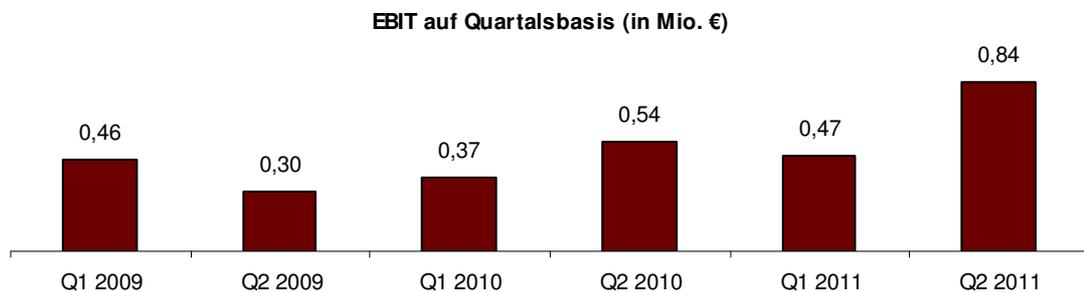
Der zweite Geschäftsbereich **P&S** verzeichnete eine noch stärkere Umsatzentwicklung. Hier verbesserten sich die Umsätze um knapp 70 % auf 3,91 Mio. € (VJ: 2,31 Mio. €). Mitverantwortlich für den Umsatzzuwachs war die erstmalige Konsolidierung der triplex GmbH, welche einen Umsatzbeitrag von 0,55 Mio. € beisteuerte. Das rein organische Wachstum belief sich im ersten Halbjahr 2011 folglich auf 45,5 %. Neben dem Konsolidierungseffekt ist das Wachstum vor allem auf die positive Entwicklung von financial.de sowie auf die beiden ausländischen Tochtergesellschaften in Russland und in der Schweiz zurückzuführen. Das Subsegment „**Distribution & Media**“ verdoppelte dank einer Reihe erfolgreich umgesetzter Medienkampagnen für mittelständische Anleihe-Emittenten die Umsätze auf 1,31 Mio. € (VJ: 0,63 Mio. €). Bei der russischen Tochtergesellschaft wurde im zweiten Quartal 2011 erstmalig ein positives Ergebnis erzielt. Insgesamt erstellte EquityStory RS dabei drei Online-Geschäftsberichte für Kunden aus der Energie- und Finanzbranche.

Ergebnisentwicklung - Sehr starkes EBIT von 0,84 Mio. € im Q2 2011 erzielt

Auch auf der Ergebnisseite konnte die EquityStory AG im ersten Halbjahr 2011 erhebliche Verbesserungen erzielen und der vergleichbare Vorjahreswert wurde deutlich übertroffen.

Die rückläufige Rohertragsmarge (1HJ 2011: 80,99 % vs. 1HJ 2010: 88,23 %) ist vornehmlich auf die deutlich angestiegenen Mediabuchungen für Anleihe-Emittenten zurückzuführen. Der gegenüber dem Umsatzzuwachs unterproportionale Anstieg bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen sowie beim Personalaufwand erklärt sich im Wesentlichen durch die Akquisition von triplex. Die angefallenen Integrationsaufwendungen sollten sich im ersten Halbjahr 2011 auf rund 0,1 Mio. € belaufen haben.

Im zweiten Quartal 2011 erzielte die EquityStory AG ein hervorragendes operatives Ergebnis. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) lag hier mit 0,84 Mio. € sowohl deutlich über dem Vorjahresquartal als auch über dem Vorquartal, wie der nachfolgenden Graphik zu entnehmen ist.



Quelle: EquityStory, GBC

Zudem fiel das EBIT des Segments **P&S** im zweiten Quartal 2011 mit 0,49 Mio. € wieder deutlich erfreulicher aus als noch im Vorquartal (Q1 2011: 0,04 Mio. €). Der Ertragschwung ist neben der positiven Entwicklung der ausländischen Niederlassungen auch auf eine höhere Anzahl in Rechnung gestellter Online-Geschäftsberichte sowie auf die anhaltenden Erfolge bei dem Tochterunternehmen financial.de zurückzuführen. Die triplex GmbH sollte nach unserer Einschätzung im ersten Halbjahr 2011 noch kein positives Ergebnis erreicht haben.

Bilanzielle Situation - Cash Flow finanziert Dividendenausschüttung und Übernahme

Die bilanzielle Situation der Gesellschaft ist weiterhin als sehr gesund einzustufen. Das Eigenkapital konnte trotz der Dividendenausschüttung auf 12,00 Mio. € (31.12.2010: 11,89 Mio. €) gesteigert werden. Durch die Übernahme der triplex GmbH erhöhte sich der Geschäfts- und Firmenwert um rund 0,43 Mio. € auf 7,68 Mio. €. Der operative Cash Flow belief sich im ersten Halbjahr 2011 auf 1,64 Mio. € (VJ: 1,31 Mio. €). Somit konnte sowohl die Dividendenausschüttung als auch die Akquisition von triplex aus dem operativen Cash Flow finanziert werden.

Per Ende Juni 2011 verfügte die Gesellschaft über eine Nettoliquidität in Höhe von 2,01 Mio. € und ist finanziell somit bestens für die Zukunft gerüstet.

Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2010	GJ 2011e (alt)	GJ 2011e (neu)	GJ 2012e (alt)	GJ 2012e (neu)
Umsatzerlöse	9,96	12,30	12,30	13,80	13,80
EBITDA (Marge)	2,96 (26,9 %)	3,58 (29,1 %)	3,58 (29,1 %)	4,09 (29,6 %)	4,09 (29,6 %)
EBIT (Marge)	2,80 (28,1 %)	3,33 (27,1 %)	3,33 (27,1 %)	3,84 (27,8 %)	3,84 (27,8 %)
Jahresüberschuss	1,92	2,30	2,30	2,64	2,64
EPS	1,62	1,93	1,93	2,22	2,22

Quelle: Berechnungen GBC

Umsatz- und Ergebnisprognosen - Schätzungen für 2011 und 2012 bestätigt

Unsere Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr 2011 haben mit Vorlage der hervorragenden Halbjahreszahlen bestätigt. Wir erwarten unverändert ein Umsatzvolumen von 12,30 Mio. €. Das hohe Umsatzwachstum des ersten Halbjahres von knapp 45 % sollte sich allerdings in der zweiten Jahreshälfte etwas abflachen. Die Meldetätigkeit der börsennotierten und nicht-börsennotierten Unternehmen sollte sich nach unserer Ansicht trotz der jüngsten Verwerfungen an den Kapitalmärkten auch in den kommenden Monaten auf einem hohen Niveau bewegen. Ein deutlich erhöhtes Meldevolumen bei Pressemeldungen war in den vergangenen Monaten auch auf dem Portal dgap-medientreff.de zu beobachten. Hier konnte die Gesellschaft eine Reihe von Neukunden gewinnen, welche sich auch in der zweiten Jahreshälfte positiv auf der Umsatzseite niederschlagen sollte. Bei dem Schlussquartal sollte es sich aufgrund des XML-Einreichungsservice erneut um das umsatzstärkste Quartal handeln.

Des Weiteren halten wir an unserer Ergebnisprognose für das laufende Geschäftsjahr 2011 fest. Beim EBIT gehen wir für 2011 weiterhin von einem Wert in Höhe von 3,33 Mio. € aus. Die gegenüber dem Vorjahr geringere EBIT-Marge (2011e: 27,1 % vs. 2010: 28,1 %) resultiert dabei aus der Übernahme der triplex sowie den hohen Zuwächsen bei der Tochtergesellschaft financial.de. Die triplex GmbH sollte nach unserer Ansicht im laufenden Geschäftsjahr 2011 noch keinen positiven Ergebnisbeitrag liefern.

Auf Basis unserer aktuellen Schätzungen errechnet sich für das Jahr 2011 ein KGV von lediglich 12,4. Dies halten wir vor dem Hintergrund der viel versprechenden Wachstumsperspektiven für unangemessen niedrig. Das Geschäftsmodell der EquityStory AG hat sich bereits im Krisenjahr 2009 als außerordentlich robust gezeigt, so dass wir auch bei einer möglichen konjunkturellen Eintrübung mit Wachstum und mit einer verbesserten Rentabilität im kommenden Geschäftsjahr 2012 rechnen.

Bewertungsfazit

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir infolge eines geringeren risikolosen Zinssatzes mit 9,9 % (bisher: 10,1 %) errechnet. Gleichzeitig erfolgte der Roll-Over auf die neue Basis 2012. Der daraus resultierende neue faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2012 entspricht als Kursziel 32,50 € (bisher: 32,47 €).

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	29,5%	ewige EBITA - Marge	25,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	40,0%	effektive Steuerquote im Endwert	33,0%
Working Capital zu Umsatz	15,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	
Umsatz (US)	12,30	13,80	14,49	15,21	15,98	16,77	17,61	18,49	
<i>US Veränderung</i>	23,5%	12,2%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	24,60	18,40	14,49	13,83	13,20	12,60	11,51	10,07	
EBITDA	3,58	4,09	4,27	4,49	4,71	4,95	5,20	5,46	
<i>EBITDA-Marge</i>	29,1%	29,6%	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%	
EBITA	3,33	3,84	3,97	4,09	4,27	4,46	4,66	4,84	
<i>EBITA-Marge</i>	27,1%	27,8%	27,4%	26,9%	26,7%	26,6%	26,5%	26,2%	25,6%
Steuern auf EBITA	-1,10	-1,27	-1,31	-1,35	-1,41	-1,47	-1,54	-1,60	
<i>zu EBITA</i>	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
EBI (NOPLAT)	2,23	2,57	2,66	2,74	2,86	2,99	3,12	3,24	
Kapitalrendite	239,4%	197,8%	118,4%	86,3%	84,6%	82,9%	81,2%	77,8%	70,1%
Working Capital (WC)	0,80	1,50	2,17	2,28	2,40	2,52	2,64	2,77	
<i>WC zu Umsatz</i>	6,5%	10,9%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
Investitionen in WC	-0,28	-0,70	-0,67	-0,11	-0,11	-0,12	-0,13	-0,13	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	0,50	0,75	1,00	1,10	1,21	1,33	1,53	1,84	
<i>AFA auf OAV</i>	-0,25	-0,25	-0,30	-0,40	-0,44	-0,48	-0,53	-0,61	
<i>AFA zu OAV</i>	50,0%	33,3%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	
Investitionen in OAV	-0,34	-0,50	-0,55	-0,50	-0,55	-0,61	-0,73	-0,92	
Investiertes Kapital	1,30	2,25	3,17	3,38	3,61	3,85	4,17	4,61	
EBITDA	3,58	4,09	4,27	4,49	4,71	4,95	5,20	5,46	
Steuern auf EBITA	-1,10	-1,27	-1,31	-1,35	-1,41	-1,47	-1,54	-1,60	
Investitionen gesamt	-1,12	-1,20	-1,22	-0,61	-0,66	-0,72	-0,86	-1,05	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,34	-0,50	-0,55	-0,50	-0,55	-0,61	-0,73	-0,92	
<i>Investitionen in WC</i>	-0,28	-0,70	-0,67	-0,11	-0,11	-0,12	-0,13	-0,13	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	-0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	1,36	1,62	1,74	2,53	2,64	2,75	2,80	2,81	39,87
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	32,01	33,56							
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	11,39	10,90							
<i>Barwert des Continuing Value</i>	20,62	22,66							
Nettoschulden (Net debt)	-4,30	-5,09							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	36,31	38,64							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	36,31	38,64							
Ausstehende Aktien in Mio.	1,189	1,189							
Fairer Wert der Aktie in EUR	30,54	32,50							
			Kapitalkostenermittlung :						
			<i>risikolose Rendite</i>					3,0%	
			<i>Marktrisikoprämie</i>					5,5%	
			<i>Beta</i>					1,25	
			Eigenkapitalkosten					9,9%	
			<i>Zielgewichtung</i>					100,0%	
			Fremdkapitalkosten					8,0%	
			<i>Zielgewichtung</i>					0,0%	
			Taxshield					22,5%	
			WACC					9,9%	

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%	10,9%
66,1%	35,15	33,13	31,38	29,86	28,52
68,1%	35,83	33,74	31,94	30,37	28,99
70,1%	36,50	34,36	32,50	30,88	29,46
72,1%	37,18	34,97	33,06	31,39	29,93
74,1%	37,86	35,59	33,62	31,91	30,40

Fazit

Deutliches Wachstum im 1. HJ 2011 - Schätzungen für 2011 und 2012 unverändert

Die EquityStory AG kann auf ein überaus erfolgreiches erste Halbjahr 2011 zurückblicken. Allein im zweiten Quartal verzeichnete die Gesellschaft ein sehr dynamisches Umsatzwachstum von annähernd 50 %. Damit beschleunigte sich der Zuwachs gegenüber dem Vorquartal nochmals deutlich. Das Wachstum wurde dabei gleichermaßen von den beiden Segmenten „**Regulatory Information & News**“ (RI&N) und „**Products & Services**“ (P&S) getragen. Im Bereich RI&N belebte sich das Meldevolumen in der ersten Jahreshälfte merklich. Als wichtige Wachstumstreiber im Bereich P&S erwiesen sich neben der Tochtergesellschaft financial.de insbesondere die ausländischen Niederlassungen sowie die Erstkonsolidierung der triplex GmbH.

Das EBIT lag im zweiten Quartal mit 0,84 Mio. € deutlich über dem vergleichbaren Vorjahreswert. Dank der hohen Skalierbarkeit konnte vor allem das Segment RI&N eine erhebliche Ergebnisverbesserung erzielen. Der Bereich P&S steigerte das Segmentergebnis ebenfalls, allerdings belasteten hier noch Integrationsaufwendungen für die Übernahme von triplex.

Für die beiden Geschäftsjahre 2011 und 2012 haben wir unsere Schätzungen bestätigt. Auf Basis dieser Schätzungen errechnet sich für das laufende Jahr ein KGV von 12,4. Angesichts der viel versprechenden Wachstumsperspektiven erachten wir dies als zu gering. Das operative Geschäft hat sich bereits im Krisenjahr 2009 als resistent erwiesen, so dass wir auch im Falle einer konjunkturellen Abschwächung Verbesserungen bei Umsatz und Ergebnis im kommenden Geschäftsjahr 2012 erwarten.

Wir bestätigen hiermit unsere Kaufempfehlung für die Aktie der EquityStory AG. Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir ein Kursziel von 32,50 € (bisher: 32,47 €) errechnet. Ausgehend vom derzeitigen Aktienkurs errechnet sich noch ein deutliches Kurspotential von knapp 30 %.

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

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellvertr. 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