

AGRIOS GLOBAL HOLDINGS LTD. *5a,5b,11

Rating: Kaufen

Kursziel: 1,24 USD

(1,64 CAD; € 1,12)

(bisher: 1,04 USD

(1,38 CAD; € 0,94)

Aktueller Kurs: 0,1471

04.12.2019 / FINRA / 16:39

Währung: USD

Stammdaten:

ISIN: CA00856K1003

WKN: A2N62K

CSE: AGRO

OTCQB: AGGHF

FSE: ØSA - WKN-A2N62K

Aktienanzahl³: 90.64m

Marketcap³: 13.33

Enterprise Value: 16.52

³ in m / in m USD

Free float: 63.7%

Primary listing: Canada CSE

Secondary listing: Frankfurt

Accounting Standard:

IFRS

GJ-Ende: 31/03/

Analysten:

Julien Desrosiers

desrosiers@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger

greiffenberger@gbc-ag.de

Datum und Zeitpunkt der

Fertigstellung der Studie:

17/12/2019 (11:00)

(englische Fassung

09/12/2019 (11:00)

Datum und Zeitpunkt der

ersten Weitergabe:

17.12.2019 (11:30)

(englische Fassung

09/12/2019 (12:00))

Gültigkeit des Kursziels: bis

max. 31/03/2021

* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 8

Unternehmensprofil

Branche: Agritech

Fokus: Cannabis

Headquartered in Vancouver (British Columbia - Canada)

Management: Chris Kennedy (President & CEO, Director), Herrick Lau (CFO, Corp. Secretary, Director), Larry Ellison (Director, CFO (USA))

Agrios Global Holdings ist ein datenanalytikgetriebenes Unternehmen im Bereich der Agrartechnologie mit einem Fokus auf die neuesten Innovationen im Bereich des Indoor-Growing. Die Technologie des Unternehmens kann für alle Arten von Indoor-Kultivierung genutzt werden.

Das Unternehmen vermietet und verwaltet Immobilien und Geräte für eine ökologisch nachhaltige Indoor-Landwirtschaft. Das Unternehmen bietet Leasing- und Anbaudienstleistungen im Bereich datengesteuerter aeroponischer Anbauanlagen für Cannabisproduzenten an. Des Weiteren bietet Agrios Global Holdings Beratungsleistungen zur Unterstützung aller Aspekte des Aeroponik-Anbaus im Cannabissektor. Es besitzt derzeit eine hochmoderne Anbauanlage im US-Bundesstaat Washington (Washington State), die an einen lizenzierten Tier 3-Cannabisproduzenten und -verarbeiter vermietet ist. Agrios versucht stetig das Portfolio an Mietern/Anbauern zu erweitern und plant weitere Betriebsstätten in weiteren Bundesstaaten.



GuV in Mio. USD \ GJ.-Ende	31.03.2019	31.03.2020e	31.03.2021e	31.03.2022e
Umsatz	4,04	8,40	13,50	21,84
EBITDA	-4,24	0,28	2,49	7,24
EBIT	-4,83	-0,43	1,68	5,86
Jahresüberschuss	-4,87	-0,50	1,53	5,71

Kennzahlen in USD

Gewinn je Aktie	-0,05	-0,01	0,02	0,06
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	4,08	1,97	1,22	0,76
EV/EBITDA	-3,90	59,10	6,63	2,28
EV/EBIT	-0,29	-0,03	0,10	0,35
KGV	-2,74	-26,48	8,70	2,33
KBV	0,57			

**letzter Research von GBC:

Date: publication/target price in USD/rating

06.09.2019: RS / 1.38 CAD; 0.94 € / Kaufen

01.08.2019: RS / 1.38 CAD; 0.94 € / Kaufen

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

Finanztermine

11/12/2019: MKK – Münchner Kapitalmarkt Konferenz

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

"Weiterhin auf Kurs"

Kursziel auf 1,64 CAD (bisher: 1,38 CAD) angehoben. Kaufen Rating bestätigt. Die Finanzzahlen von Agrios verbessern sich, während das Unternehmen weiterhin in seine Produktionsstätte in Shelton investiert. Bis zum Jahresende soll das Werk vollständig ausgebaut sein und den Weg für eine neue Wachstumsphase ebnen. Die Kosten des Unternehmens sind deutlich gesunken und alle Kennzahlen haben sich verbessert.

Update zum Washington State Cannabismarkt

Agrios Global Holdings (Agrios) ist ein noch junges Unternehmen mit einem hohen Wachstumspotenzial. Die Gesellschaft besitzt derzeit eine hochmoderne Produktionsstätte im Bundesstaat Washington, die an einen lizenzierten Cannabisproduzenten und –verarbeiter (Tier 3) vermietet ist. Agrios vermietet datengestützte Aeroponik-Anbausysteme und Anbauservices für Cannabisproduzenten. Die Technologie des Unternehmens kann auch für jede Art von Indoor-Kultur eingesetzt werden. Der US-amerikanische Indoor-Aeroponik-Markt soll dabei bis 2022 jährlich 40 Milliarden US-Dollar umsetzen. Darüber hinaus könnte der amerikanische Cannabismarkt schätzungsweise bis 2030 jährlich 75 Milliarden US-Dollar erzielen. Der Markt im Bundesstaat Washington betrug 2017 noch rund 1,371 Milliarden US-Dollar und soll bis 2020 voraussichtlich auf 2,28 Milliarden US-Dollar anwachsen.

Der Cannabismarkt im Bundesstaat Washington zeigt weiterhin Anzeichen einer Erholung und wir erwarten, dass die Agrios Global Holdings von diesem positiven Trend profitieren kann. Die Gesetzgebung ist jedoch nach wie vor eine wichtige Unbekannte, da der Staat zuletzt aromatisierte Cannabis-Vaping-Produkte verboten hat. Wir gehen davon aus, dass solche Gesetze verabschiedet aber auch wieder aufgebrochen werden, da sich die Branche noch in einem sehr jungen Stadium befindet und Cannabis auf Bundesebene noch illegal ist.

Ein interessanter Fall ereignete sich im Staat Washington, in dem ein Mann einen Cannabisproduzenten verklagt hat. Er soll wegen der schlechten Qualität des Produktes gesundheitliche Probleme bekommen haben. Dies stärkt unser Vertrauen in den „Qualitäts-statt-Quantitätsansatz“ von Agrios. Wir sind nach wie vor davon überzeugt, dass die digitalisierten und automatisierten Anbaumöglichkeiten von Agrios die unvermeidliche langfristige Lösung für viele der aktuellen und zukünftigen Herausforderungen der Cannabisbranche sind.

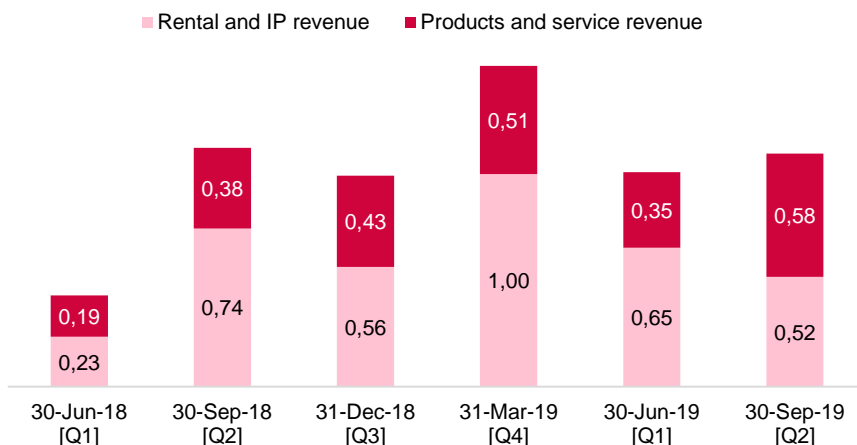
Q2 2019/2020 Ergebnisse

Agrios Holdings verzeichnete im zweiten Quartal des Geschäftsjahres 2019/2020 (Geschäftsjahresende 31.03.2020) einen Anstieg ihrer Produkt- und Dienstleistungsumsätze und einen leichten Anstieg ihrer Miet- / IP-Umsätze, was einem Gesamtanstieg von 8,54% gegenüber dem Vorquartal auf USD 1,093 Mio. (Vorquartal: USD 1,007 Mio.) entspricht. Die Umsätze müssen in Q3 und Q4 des laufenden Geschäftsjahres 2019/2020 deutlich steigen, um unsere Gesamtjahresprognose zu erreichen.

Wir hatten jedoch bereits erwartet, dass der Großteil der Umsätze im vierten Quartal 2019/2020 erwirtschaftet wird. Die gestiegenen Umsatzerlöse spiegeln sich auch in den erhöhten Forderungen wider, welche im zweiten Quartal auf USD 5,72 Mio. (Q1: USD

4,25 Mio.) gestiegen sind. Wie in unserer Research Studie (Initial Coverage) erläutert, ist es für Agrios Holdings wichtig, sich auf die Reduktion der Forderungen zu konzentrieren, da das Unternehmen derzeit nur einen großen Kunden hat. Sofern das Unternehmen dies erreicht, gehen wir davon aus, dass unsere Prognose erreicht wird.

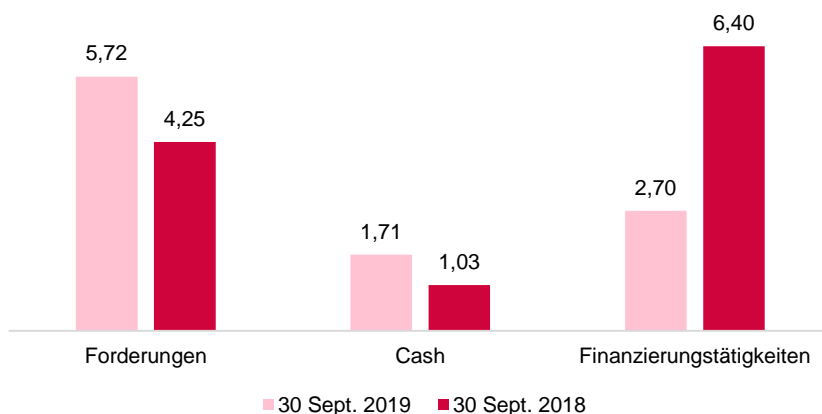
Umsatzerlöse nach Bereichen (in Mio. USD)



Quelle: GBC AG

Die Finanzlage des Unternehmens hat sich dabei gegenüber dem Vorjahr deutlich verbessert. Wie aus der nachfolgenden Grafik zu entnehmen ist, sind die Forderungen angestiegen, während parallel dazu die Cash-Position angewachsen ist und die Finanzierungstätigkeiten stark reduziert wurde. Wie von uns erwartet, sind die Investitionen in die Produktionsstätte in Shelton nahezu abgeschlossen und künftige notwendige Investitionen für die Anlagen und die weitere Entwicklung der Technologie sollten aus dem freien Cashflow finanziert werden.

Entwicklung wesentlicher Finanzzahlen (in Mio. USD)



Quelle: GBC AG

Für das laufende Geschäftsjahr 2019/2020e hatten wir bislang ein kleines negatives Nachsteuerergebnis in Höhe von 1,5 Mio. USD prognostiziert. Dabei hatten wir erwartet, dass die Gesellschaft in den beiden ersten Quartalen des laufenden Geschäftsjahres 2019/2020 jeweils negative Cashflows ausweisen wird. Erst ab dem dritten Quartal sollte dabei der operative Cashflow ins Positive drehen. Die Gesellschaft befindet sich auf einem guten Wege, unsere Erwartungen zu erfüllen.

GuV (in Mio, USD)	HJ 2018	HJ 2019	GJ 2019/20e	GJ 2020/21e	GJ 2021/22e
Umsatzerlöse	1,55	2,10	8,4	13,5	21,84
EBITDA	-2,42	-1,17	0,28	2,49	7,24
EBITDA-Marge	neg.	neg.	3,30%	18,50%	33,20%
EBIT	-2,49	-1,36	-0,43	1,68	5,86
EBIT-Marge	neg.	Neg.	Neg.	12,40%	26,80%
Nettoergebnis	-2,52	-1,33	-0,5	1,53	5,71
Netto-Marge	Neg.	Neg.	Neg.	11,30%	26,20%

Quelle: GBC AG

Im zweiten Quartal 2019 hat sich das EBITDA mit -0,524 Mio. USD (VJ: -1,789 Mio. USD) deutlich verbessert. Auch das EBIT zeigte deutliche Verbesserungen und lag bei -0.615 Mio. USD (VJ: -1.843 Mio. USD). Neben den entsprechenden Margenverbesserungen konnte der Nettoverlust um 68% gegenüber dem Vorjahr verbessert werden.

Der nächste große Schritt für das Unternehmen ist die Refinanzierung des demnächst fälligen 4,27 Mio. USD-Darlehens. Das Unternehmen hat bereits veröffentlicht, dass es Verhandlungen über die Umwandlung dieses Darlehens von kurz- in langfristige Verbindlichkeiten führt.

In den nächsten Quartalen erwarten wir, dass das Unternehmen neue Ertragsquellen entlang der Wertschöpfungskette entwickelt, seine Finanzkennzahlen weiter verbessert und sein erstes positives Cashflow-Quartal erreicht.

Während die Cannabisindustrie in den USA reift und von einem Quantitätsmarkt zu einem Qualitätsmarkt übergeht, sollte Agrios unseres Erachtens erfolgreich eine spezielle Nische besetzen können, in der das Unternehmen die geringsten Produktionskosten des Sektors aufweist und gleichzeitig die höchste gleichbleibende Qualität anbieten kann. Agrios' Fokus auf die Reproduzierbarkeit des gleichbleibenden und einzigartigen Cannabinoidmixes, könnte der Schlüssel zur Erschließung pharmazeutischer Partnerschaften sein. Die stetige Weiterentwicklung des Cannabismarktes sollte Agrios zunehmend weitere Wachstumschancen eröffnen.

VALUATION

Modellannahmen

Die Agrios Global Holdings Ltd. wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019/20, 2020/21 und 2021/22 in Phase 1, erfolgt von 2022/23 bis 2026/27 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 25,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 35,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 12,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Agrios Global Holdings Ltd. werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 %.**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,93. Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,6 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 95 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 11,2 %.

Wir haben die ausstehenden Optionen und Warrants nach Black Scholes bewertet und bewerten diese als Verbindlichkeit mit einem Wert von 4,31 Mio. CAD. Dafür haben wir bei der Aktienzahl den unverwässerten Wert von 90,64 Mio. angenommen.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 11,24 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2020/21 entspricht als Kursziel 1,38 CAD (1,04 USD; 0,94 €). Dieses Kursziel ist bis zum 31.03.2021 gültig, sofern keine vorherige Aktualisierung erfolgt.

USD to CAD Wechselkurs: 1 USD = 1.32082 CAD (2019-12-04 17:06 UTC)

USD to EUR Wechselkurs: 1 USD = 0.902778 EUR (2019-12-04 17:06 UTC)

DCF-Modell

Agrios Global Holdings Ltd. - Discounted Cashflow (DCF) model

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - phase		final - phase	
Umsatzwachstum	25,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	35,0%	ewige EBITA - Marge	32,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,0%	effektive Steuerquote im Endwert	12,0%
Working Capital zu Umsatz	25,0%		

Three phases - Model:

Phase in Mio. CAD	estimate			consistency					final Terminal value
	FY 20e	FY 21e	FY 22e	FY 23e	FY 24e	FY 25e	FY 26e	FY 27e	
Umsatz (US)	8,40	13,50	21,84	27,30	34,13	42,66	53,32	66,65	
US Veränderung	107,7%	60,7%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,37	0,31	0,49	0,59	0,71	0,86	1,05	1,27	
EBITDA	0,28	2,49	7,24	9,56	11,94	14,93	18,66	23,33	
EBITDA-Marge	3,3%	18,5%	33,2%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	
EBITA	-0,43	1,68	5,86	8,21	10,55	13,49	17,18	21,80	
EBITA-Marge	-5,1%	12,4%	26,8%	30,1%	30,9%	31,6%	32,2%	32,7%	32,7%
Steuern auf EBITA	0,05	-0,20	-0,70	-0,98	-1,27	-1,62	-2,06	-2,62	
zu EBITA	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
EBI (NOPLAT)	-0,38	1,48	5,15	7,22	9,28	11,87	15,12	19,18	
Kapitalrendite	-1,5%	5,7%	10,6%	14,3%	17,4%	21,0%	25,1%	29,8%	28,3%
Working Capital (WC)	3,00	4,50	1,00	6,83	8,53	10,66	13,33	16,66	
WC zu Umsatz	35,7%	33,3%	25,2%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
Investitionen in WC	-0,85	-1,50	-1,00	-1,33	-1,71	-2,13	-2,67	-3,33	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	23,00	44,00	45,00	46,50	48,00	49,50	51,00	52,50	
AFA auf OAV	-0,71	-0,81	-1,38	-1,35	-1,40	-1,44	-1,49	-1,53	
AFA zu OAV	3,1%	1,9%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Investitionen in OAV	-1,00	-21,81	-2,38	-2,85	-2,90	-2,94	-2,99	-3,03	
Investiertes Kapital	26,00	48,50	50,50	53,33	56,53	60,16	64,33	69,16	
EBITDA	0,28	2,49	7,24	9,56	11,94	14,93	18,66	23,33	
Steuern auf EBITA	0,05	-0,20	-0,70	-0,98	-1,27	-1,62	-2,06	-2,62	
Investitionen gesamt	-1,85	-23,31	-3,38	-4,18	-4,60	-5,07	-5,65	-6,36	
Investitionen in OAV	-1,00	-21,81	-2,38	-2,85	-2,90	-2,94	-2,99	-3,03	
Investitionen in WC	-0,85	-1,50	-1,00	-1,33	-1,71	-2,13	-2,67	-3,33	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
other effects	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-1,52	-21,02	3,15	4,40	6,08	8,24	10,95	14,35	197,33

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	102,03	134,50
Barwert expliziter FCFs	8,26	30,21
Barwert des Continuing Value	93,77	104,28
Nettoschulden (Net debt)	-1,68	22,18
Wert des Eigenkapitals	103,72	112,32
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	103,72	112,32
Ausstehende Aktien in Mio.	90,64	90,64
Fairer Wert der Aktie in CAD	1,14	1,24
Fairer Wert der Aktie in USD	1,51	1,64
Fairer Wert der Aktie in EUR	1,03	1,12

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,93
Eigenkapitalkosten	11,6%
Zielgewichtung	95,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung	5,0%
Taxshield	25,0%
WACC	11,2%

Kapitalrendite	WACC in USD				
	10,2%	10,7%	11,2%	11,7%	12,2%
27,3%	1,40	1,29	1,20	1,11	1,03
27,8%	1,43	1,31	1,22	1,13	1,05
28,3%	1,45	1,34	1,24	1,15	1,07
28,8%	1,48	1,36	1,26	1,17	1,09
29,3%	1,50	1,39	1,28	1,19	1,11

Kapitalrendite	WACC in EUR				
	10,2%	10,7%	11,2%	11,7%	12,2%
27,3%	1,26	1,17	1,08	1,00	0,93
27,8%	1,29	1,19	1,10	1,02	0,95
28,3%	1,31	1,21	1,12	1,04	0,97
28,8%	1,33	1,23	1,14	1,06	0,98
29,3%	1,36	1,25	1,16	1,08	1,00

ANNEX

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§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 anderen 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-ag.de/de/Disclaimer>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 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 Wertes 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, Aktienrückkäufe, 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/de/Offenlegung>

§ 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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR 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: (5a,5b,11)

§ 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 analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (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) a) 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 oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) 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 oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person 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.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@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), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Julien Desrosiers, Finanzanalyst

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst

Sonstige an der Studie beteiligte Person:

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