

21.10.2008

m4e AG^{(5)*}

KAUFEN

Kursziel: 8,65 €

Kurs: 4,00 €
16.10.2008, 17:38,
Xetra

Letztes Rating/
Kursziel:
KAUFEN/ 10,93 €

Marktsegment:
Entry Standard

Rechnungslegung:
IFRS

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Sylvia Schulz
schulz@gbc-ag.de

IR-Kontakt:

m4e AG
Susan Hoffmeister
Alpenveilchenstraße 4
D-82031 Grünwald

Tel.: +89-210195-0
Fax: +89-210195-99

ir@m4e.de
www.m4e.de

Unternehmensprofil:

Branche: Medien

Fokus: Lizenzen

Mitarbeiter: 26 (30.06.2008)

Firmensitz: Grünwald, D

Gründung: 2003

Vorstand: Hans Ulrich Stoef,
Michael Büttner

WKN: A0MSEQ

ISIN: DE000A0MSEQ3

Börsenkürzel: MU4

Anzahl Aktien: 3,78 Mio.

Marktkap.: 15,12 Mio. €

Streubesitz: 36,05 %

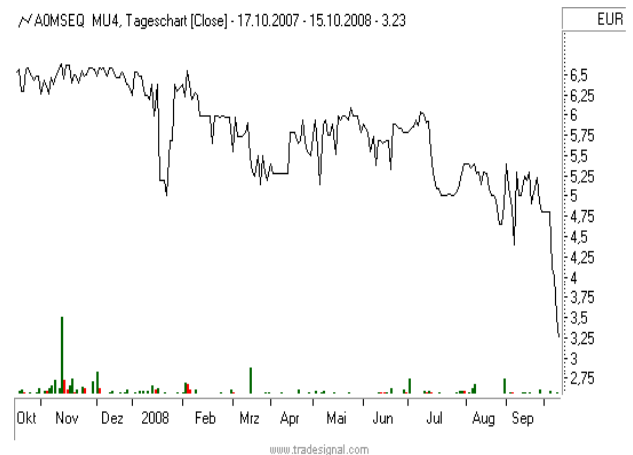
52 W Hoch: 6,94 €

52 W Tief: 3,23 €

Durchs. Tagesvolumen: 11.260 €

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

^A0MSEQ MU4, Tageschart [Close] - 17.10.2007 - 15.10.2008 - 3.23



in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e
Umsatz	3,646	14,800	17,700
EBITDA	1,450	3,230	4,177
EBIT	1,301	2,730	3,727
Jahresüberschuss	0,901	1,782	2,432
in EUR			
EPS in EUR	0,25	0,47	0,64
Dividende je ST Aktie in EUR	-	-	-
in %			
EBITDA-Marge	39,8	21,8	23,6
EBIT-Marge	35,7	18,4	21,1
Dividendenrendite der ST Aktie	-	-	-
Kennzahlen			
EV/ Sales	3,26	0,80	0,67
EV / EBITDA	8,20	3,68	2,85
Kurs-Gewinn-Verhältnis	16,07	8,49	6,22
Kurs-Buchwert-Verhältnis		1,40	

Highlights:

- Umsatz von 6,2 Mio. € und EBITDA von 0,9 Mio. € im 1. HJ 2008 erzielt
- Schwächere Umsatzentwicklung bei Tex-Ass im 1. HJ 2008 aufgrund der eingetrübten Nachfrage im Einzelhandel
- Erfolgreicher Kinostart des Films Winx Club
- Deutliche Umsatz- und Ergebnisverbesserung im 2. HJ 2008 erwartet

Unternehmen

Profil

Die m4e AG ist ein Brand Management- und Medien-Unternehmen, das mit der Entwicklung und Vermarktung von Marken und Charakteren (IP-Rechte) beschäftigt. Diese Rechte werden später an Hersteller verschiedener Produkte vergeben und m4e wird über Lizenzgebühren (Royalties) an den Verkäufen der Produkte beteiligt. Dabei muss der jeweilige Hersteller m4e einen Mindestumsatz vorab garantieren, um die Nutzungsgenehmigung (Lizenzvertrag) durch m4e zu erhalten. Zu den Geschäftsfeldern zählen TV-Produktion, Home Entertainment, Lizenzhandel, Merchandising, Publishing, Interactive & New Media sowie die Produktion von Textilien und Accessoires über die Tochterfirma Tex-Ass GmbH. Durch diese Aktivitäten ist m4e in der Lage von der Entwicklung einer Idee bis zum fertigen Produkt alles aus einer Hand anzubieten.

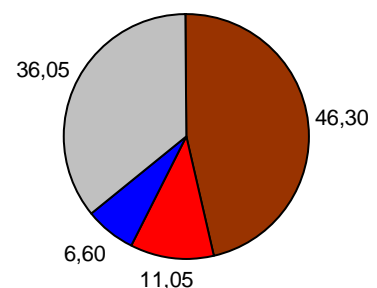
Das Lizenz-Portfolio besteht augenblicklich aus markenfähigen Rechten aus den Bereichen Sport, Entertainment/Charaktere und Brands/ Personalities. Zum Themenkatalog gehören unter anderem folgende Lizenz- und Merchandisingrechte: Sport: Deutscher Fussball Bund (DFB) / Deutsche Fußball Nationalmannschaften, DFB-Maskottchen „Paule“ und NHL. Entertainment-Charaktere: Di-Gata Defenders, Dinosaur King, Dragon Booster, Hero: 108, Huntik, Kamen Rider, Monster Allergy, Raumfahrer Jim, Staroake, Storm Hawks, Winx Club, Winx Club – Das Geheimnis des Verlorenen Königreichs. Brands/Personalities: Isi, The Dog, The Dome. Darüber hinaus ist die m4e AG im Bereich Medienkooperationen für die TV-Sender RTL II/Pokito, Premiere und GIGA tätig. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 erzielte die m4e AG einen Umsatz auf Pro-Forma Basis in Höhe von 13,66 Mio. € und ein operatives Ergebnis von 2,56 Mio. €.

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Hans Ulrich Stoef	46,30
Michael Büttner	11,05
Savoy Capital	6,60
Streubesitz	36,05

Quelle: m4e, GBC

Aktionärsstruktur (in %)



Geschäftsentwicklung 1. Halbjahr 2008

in Mio. €	1. HJ 2008
Umsatz	6,18
EBITDA	0,88
EBIT	0,60
Jahresüberschuss	0,42
EPS in €	0,11

Quelle: m4e, GBC

Umsatz- und Ergebnisentwicklung

Die m4e AG erzielte in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres einen Umsatz in Höhe von 6,18 Mio. €. Ein Vergleich mit der Vorjahresperiode ist jedoch nur eingeschränkt möglich, da die Einbringung der Vorgängergesellschaft m4e merchandising GmbH & Co. KG zum 1. Mai 2007 erfolgte. Die Tex-Ass leistete im ersten Halbjahr 2008 einen bedeutenden Umsatzbeitrag. Die Akquisition der Tex-Ass erfolgte im November 2007 und folglich ist die Tex-Ass vollständig im ersten Halbjahr 2008 in den Konzernserfolg mit eingeflossen. Es gilt des Weiteren zu berücksichtigen, dass das erste Halbjahr bei der m4e AG saisonal bedingt schwächer ausfällt als die zweite Jahreshälfte.

Der Materialaufwand lag in den ersten sechs Monaten 2008 bei 3,60 Mio. €, was einer Materialaufwandsquote von 58,19 % entspricht. Der Anstieg der Materialaufwandsquote im Vergleich zum Gesamtjahr 2007 (2007: 28,47 %) ist hauptsächlich auf die vollständige Konsolidierung der Tochtergesellschaft Tex-Ass zurückzuführen. Der Rohertrag betrug 2,83 Mio. €. Der Personalaufwand belief sich in der 6-Monats-Berichtsperiode 2008 auf 1,01 Mio. €. Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) lag in den ersten sechs Monaten 2008 bei 0,88 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 14,22 % entspricht.

Die Abschreibungen lagen zum Halbjahr 2008 bei 0,28 Mio. € und entfielen dabei im Wesentlichen auf die bilanzierten Kundenstämme der Tex-Ass und der m4e AG. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) in den ersten sechs Monaten 2008 fiel deutlich positiv aus und belief sich auf 0,60 Mio. €. Aufgrund des Akquisitionsdarlehens für die Tex-Ass erzielte die m4e AG ein leicht negatives Finanzergebnis von -0,05 Mio. €. Unter Berücksichtigung der Steuerquote auf Konzernebene von 25,12 % lag der Jahresüberschuss nach den ersten sechs Monaten 2008 bei 0,42 Mio. €, was einem Gewinn je Aktie (EPS) von 0,11 € gleichkommt.

Bilanzielle und finanzielle Situation

Die bilanzielle Situation der m4e AG stellt sich zum Stichtag 30.6.2008 als sehr solide und komfortabel dar. Die Eigenkapitalquote lag zum Halbjahr 2008 bei 56,7 % und konnte somit gegenüber dem Jahresanfang nochmals leicht gesteigert werden. Auf der Aktivseite der Bilanz belau-

fen sich die Geschäfts- und Firmenwerte sowie die immateriellen Vermögensgegenstände auf 8,82 Mio. € respektive 2,85 Mio. €. Des Weiteren verfügt die Gesellschaft zum Halbjahr 2008 über einen komfortablen Bestand an liquiden Mitteln von 6,63 Mio. €, denen Bankverbindlichkeiten auf der Passivseite in Höhe von 3,42 Mio. € gegenüberstehen. Die m4e AG verfügt somit nach wie vor über die finanziellen Freiräume, um auch in Zukunft weitere Übernahmen zu tätigen.

Ebenfalls erfreulich entwickelte sich der operative Cash Flow mit 1,80 Mio. € in der ersten Jahreshälfte 2008. Folglich konnten die getätigten Investitionen in Lizenzrechte und Minimumgarantien in Höhe von 1,19 Mio. € vollständig aus dem operativen Geschäft finanziert werden.

Des Weiteren wurden im Rahmen des im Mai 2008 gestarteten Aktienrückkaufprogramms bis zum Stichtag 30.9.2008 insgesamt 12.956 eigene Aktien zu einem durchschnittlichen Preis von 5,47 € über die Börse zurückgekauft.

Prognose und Modellannahmen

Für das laufende Geschäftsjahr 2008 erwarten wir nun einen Anstieg der Umsatzerlöse auf 14,8 Mio. € (bisher: 20,2 Mio. €). Der Vorstand der m4e AG hat für das laufende Geschäftsjahr einen Umsatz in Höhe von 14 bis 17 Mio. € in Aussicht gestellt. Unsere reduzierte Umsatzschätzung erklärt sich vor allem aus niedrigeren als bisher erwarteten Umsätzen bei der Tochtergesellschaft Tex-Ass, welche sich mit den derzeit schwierigen Bedingungen im deutschen Einzelhandel konfrontiert sieht. Unsere Prognose hinsichtlich des operativen Ergebnisses (EBIT) für das Gesamtjahr 2008 sieht nunmehr einen Wert in Höhe von 2,73 Mio. € (bisher: 4,01 Mio. €) vor. Dies entspricht einer immer noch sehr guten EBIT-Marge von 18,45 %. Das Finanzergebnis sollte mit -0,11 Mio. € leicht negativ ausfallen und die Steuerquote sollte sich auf 32,0 % belaufen, so dass wir mit einem EPS in Höhe von 0,47 € (bisher: 0,70 €) für das Geschäftsjahr 2008 rechnen.

Im September 2008 gab die m4e AG nun die Gründung eines eigenen Home Entertainment Labels bekannt. Mit der Gründung verfolgt m4e das Ziel, die Vermarktung von Fremdlizenzen sowie Eigenproduktionen voranzubringen und dadurch die Wertschöpfungskette weiter auszubauen. Als Vertriebspartner konnte hierbei die EuroVideo, eine Tochtergesellschaft der Bavaria Film GmbH, gewonnen werden. Noch in diesem Jahr soll mit der Animationsserie „Storm Hawks“ die erste Veröffentlichung über das eigene Label erfolgen.

Des Weiteren erwarten wir in der zweiten Jahreshälfte deutlich ansteigende Umsätze aus den Lizenzverträgen mit dem DFB. Im Vorfeld der Fußball-WM 2010 in Südafrika rechnen wir mit dem Abschluss mehrerer größerer Lizenzverträge, die bereits im zweiten Halbjahr wirksam werden sollten. Zudem sollte die Auswertung von Lizenzverträgen im Nachgang der Fußball-EM in der Schweiz und Österreich im zweiten Halbjahr 2008 umsatzwirksam werden. Ebenso werden die Erlöse aus den TV-Serien „Storm Hawks“ und „Huntik“ überwiegend in der zweiten Jahreshälfte umsatzwirksam, da hier die technische Abnahme erfolgt.

Im September 2008 startete erfolgreich der neue Kinofilm „Winx Club - Das Geheimnis des verlorenen Königreichs“ in den deutschen Kinos, bei dem sich die m4e AG für den Kinovertrieb verantwortlich zeigt. So sahen in der Zwischenzeit mehr als 250.000 Kinobesucher den Kinofilm. Im ersten Halbjahr 2008 ist hier bereits ein Großteil der Vorlaufkosten für Produktion, Marketing und Kinoeinführung angefallen. Wir gehen davon aus, dass sich der Umsatzbeitrag aus dem Winx Kinofilm im hohen sechsstelligen Mio. € Bereich bewegen wird. Die Auswertung über DVD sollte nach unserer Einschätzung dann mit einer zeitlichen Verzögerung im kommenden Jahr über das eigene Label erfolgen.

Bewertung

DCF-Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der m4e 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. 4,25 %.

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.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,6 % (10-jähriger Zinssatz plus Beta multipliziert mit Risikoprämie zuzüglich Liquiditätsprämie). Die Fremdkapitalkosten schätzen wir auf 7,0 % und werden diese mit 10,0 % gewichtet, da wir als zukünftige Zielkapitalstruktur eine vollständige Eigenfinanzierung unterstellen. Somit ergibt sich auch ein WACC von 11,0 %.

Kapitalkosten	in %
Eigenkapitalkosten	11,6
Gewicht in %	90,0
Fremdkapitalkosten	7,0
Gewicht in %	10,0
Taxshield in %	22,6
WACC	11,0

m4e AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	4,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	23,6%	ewige EBITA - Marge	20,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	11,3%	effektive Steuerquote im Endwert	32,0%
Working Capital zu Umsatz	2,8%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	
Umsatz (US)	14,80	17,70	18,41	19,14	19,91	20,71	21,53	22,40	
US Veränderung	306,0%	19,6%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	4,23	4,43	4,28	4,25	4,24	4,23	4,31	4,31	
EBITDA	3,23	4,18	4,34	4,52	4,70	4,89	5,08	5,29	
EBITDA-Marge	21,8%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%	
EBITA	2,73	3,73	3,89	4,03	4,19	4,36	4,53	4,72	
EBITA-Marge	18,4%	21,1%	21,2%	21,1%	21,1%	21,0%	21,0%	21,1%	20,2%
Steuern auf EBITA	-0,87	-1,19	-1,25	-1,29	-1,34	-1,39	-1,45	-1,51	
zu EBITA	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%
EBI (NOPLAT)	1,86	2,53	2,65	2,74	2,85	2,96	3,08	3,21	
Kapitalrendite	636,4%	68,5%	58,8%	56,9%	56,6%	56,3%	56,2%	57,3%	53,9%
Working Capital (WC)	0,20	0,50	0,52	0,54	0,56	0,58	0,61	0,63	
WC zu Umsatz	1,4%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	
Investitionen in WC	-2,18	-0,30	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	3,50	4,00	4,30	4,50	4,70	4,90	5,00	5,20	
AFA auf OAV	-0,50	-0,45	-0,45	-0,48	-0,51	-0,53	-0,55	-0,56	
AFA zu OAV	14,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	
Investitionen in OAV	-1,72	-0,95	-0,75	-0,68	-0,71	-0,73	-0,65	-0,76	
Investiertes Kapital	3,70	4,50	4,82	5,04	5,26	5,48	5,61	5,83	
EBITDA	3,23	4,18	4,34	4,52	4,70	4,89	5,08	5,29	
Steuern auf EBITA	-0,87	-1,19	-1,25	-1,29	-1,34	-1,39	-1,45	-1,51	
Investitionen gesamt	-3,91	-1,25	-0,77	-0,70	-0,73	-0,75	-0,67	-0,79	
Investitionen in OAV	-1,72	-0,95	-0,75	-0,68	-0,71	-0,73	-0,65	-0,76	
Investitionen in WC	-2,18	-0,30	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-1,55	1,73	2,33	2,52	2,63	2,74	2,96	2,99	35,38
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	28,75	30,17							
Barwert expliziter FCFs	11,68	11,23							
Barwert des Continuing Value	17,06	18,94							
Nettoschulden (Net debt)	-0,92	-2,51							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	29,67	32,68							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	29,67	32,68							
Ausstehende Aktien in Mio.	3,780	3,780							
Fairer Wert der Aktie in EUR	7,85	8,65							

Kapitalkostenermittlung :	
risikolose Rendite	4,3%
Markttrisikoprämie	5,5%
Beta	1,34
Eigenkapitalkosten	11,6%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	22,6%
WACC	11,0%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC								
	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%
45,9%	9,81	9,21	8,70	8,25	7,87	7,52	7,22	6,95	6,71
47,9%	10,09	9,47	8,93	8,47	8,06	7,70	7,39	7,10	6,85
49,9%	10,38	9,73	9,17	8,68	8,26	7,88	7,55	7,26	6,99
51,9%	10,66	9,98	9,40	8,89	8,45	8,06	7,72	7,41	7,14
53,9%	10,95	10,24	9,63	9,11	8,65	8,24	7,88	7,56	7,28
55,9%	11,23	10,50	9,87	9,32	8,84	8,42	8,05	7,72	7,42
57,9%	11,52	10,75	10,10	9,53	9,03	8,60	8,21	7,87	7,56
59,9%	11,80	11,01	10,33	9,74	9,23	8,78	8,38	8,02	7,70
61,9%	12,08	11,27	10,56	9,96	9,42	8,96	8,54	8,17	7,84

Fazit

Die Umsatz- und Ergebniskennzahlen der m4e AG für das erste Halbjahr 2008 lagen unter unseren Erwartungen. Infolgedessen haben wir unsere Schätzungen hinsichtlich Umsatz und Ergebnis für die beiden Jahre 2008 und 2009 nach unten angepasst. Dennoch gelang es der Gesellschaft in den ersten sechs Monaten ein deutlich positives operatives Ergebnis sowie einen hohen Cash Flow aus der Geschäftstätigkeit zu erwirtschaften.

Die Gesellschaft ist seit dem Börsengang vorsichtig mit dem eingesammelten IPO-Erlös umgegangen und verfügt weiterhin über einen hohen Bestand an liquiden Mitteln. Zum Halbjahr 2008 belief sich der Bestand an liquiden Mittel auf rund 6,6 Mio. €, so dass die m4e AG die finanziellen Freiräume besitzt, um auch zukünftig über geeignete Akquisitionen zu wachsen. Mögliche Übernahmen bilden ein wichtiges Fundament der weiteren Wachstumsstrategie der m4e AG.

Wir erwarten in der zweiten Jahreshälfte bei der m4e AG eine deutliche Verbesserung der operativen Ertragslage und der Margensituation. Neben dem Abschluss mehrerer Lizenzverträge mit dem DFB im Vorfeld der WM 2010 in Südafrika und der technischen Abnahme der TV-Serien („Storm Hawks“ und „Huntik“) sollte sich auch der erfolgreiche Start des Kinofilms Winx Club sowie ein anziehendes Provisionsgeschäft bei der Tochtergesellschaft Tex-Ass positiv auf die Umsatz- und Ergebnisentwicklung im zweiten Halbjahr 2008 auswirken.

Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir ein neues Kursziel auf Basis 2009 für die Aktie der m4e AG in Höhe von 8,65 € (bisher: 10,93 €) ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau entspricht dies einem signifikanten Kurspotential. Damit bestätigten wir unsere Kaufempfehlung für die Aktie der m4e 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 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 Wertpapierte 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

Sylvia Schulz, Dipl. Betriebswirtin (FH), Finanzanalystin

§ 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

Analysten für diese Studie:

Philipp Leopold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst
Sylvia Schulz, Dipl. Betriebswirtin (FH), Finanzanalyst