

16.04.2008

CeoTronics AG^{(5,7)*}

KAUFEN

Kursziel: 4,87 Euro

Kurs: 3,10 Euro
16. April 2008
XETRA, 10:19 Uhr

**Letztes Rating
(Kursziel):**

KAUFEN (14,34 Euro)
Anmerkung: Unter Berücksichtigung des Aktiensplits betrug das Kursziel 4,78 Euro

Marktsegment:
Prime Standard

Rechnungslegung:
IFRS

Analysten:

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

Manuel Hölzle
hoelzle@gbc-ag.de

IR-Kontakt:

CeoTronics AG
Adam-Opel-Str. 6
D-63322 Rödermark

Tel.: 06074 / 87510
Fax: 06074 / 8751720

Investor.relations
@ceotronics.com

www.ceotronics.com

Unternehmensprofil:

Branche: Technologie
Fokus: Mobile digitale Funk-Netze und -Endgeräte, Headsets

Mitarbeiter: 148 (29.02.2008)

Firmensitz: Rödermark, D

Gründung: 1985

Vorstandsvorsitzender:
Thomas H. Günther

WKN: 540740

ISIN: DE0005407407

Börsenkürzel: CEK

Anzahl Aktien: 6,6 Mio.

Marktkap.: 19,93 Mio. Euro

Streubesitz: 40,17 %

52 W Hoch: 4,10 Euro

52 W Tief: 2,58 Euro

Durchs. Tagesvolumen : 44.743 €.*

* Quelle Deutsche Börse (Frankfurt Parkett und Xetra, 12 Monate), Ceotronics AG

540740 CEK, Tageschart [Close] - 13.04.2006 - 16.04.2008 - 3.05

EUR



In Mio. Euro	GJ 2005/06	GJ 2006/07	GJ 2007/08e	GJ 2008/09e
Umsatz	18,060	17,939	21,00	23,109
EBITDA	2,239	2,437	3,125	3,561
EBIT	1,698	1,919	2,625	3,071
Konzernergebnis	0,979	1,047	1,697	2,013
In Euro				
Gewinn je Aktie*	0,15 €	0,16 €	0,25 €	0,30 €
Dividende je Aktie*	0,10 €	0,10 €	0,15 €	0,20 €
In %				
EBITDA-Marge	12,40 %	13,58 %	14,88 %	15,41 %
EBIT-Marge	9,40 %	10,70 %	12,50 %	13,29 %
Dividendenrendite*	3,23 %	3,23 %	4,84 %	6,45 %
Kennzahlen				
EV/Sales	0,99	1,22	0,98	0,89
EV/EBITDA	8,02	8,94	6,61	5,80
KGV	21,29	19,56	12,20	10,27
KBV (29.02.2008)		1,67		

* Aktiensplitt von 1:3 zur besseren Vergleichbarkeit auch auf die vorherigen Geschäftsjahre umgerechnet

Highlights:

- Aktiensplitt erhöht Anzahl der sich im Umlauf befindlichen Aktien
- Auftragsbestand auf erneutem Rekordniveau
- Erste Ausschreibungen zur Digitalfunkumstellung im Sommer erwartet
- Erfüllung der Prognosen erwartet

Unternehmen

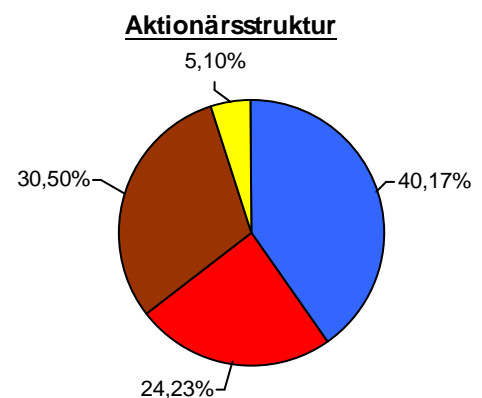
Profil

Die CeoTronics AG wurde 1985 in Rödermark bei Frankfurt am Main gegründet und ist seit jeher in der Entwicklung, Produktion und dem Vertrieb von Hör- und Sprechsystemen aktiv. Der Fokus der Tätigkeit liegt dabei mittlerweile auf digitalen Audio- und Videofunknetzen und Endgeräten sowie hochwertigen Kommunikationsheadsets und -systemen für eine sichere Verständigung unter schwierigen Umgebungsbedingungen. So ist die Verwendung der Produkte von CeoTronics vor allem in den Bereichen Flughäfen/ Fluglinien, Feuerwehr und Katastrophenschutz, Polizei, Militär sowie in der privaten Industrie zu finden. Daher zählt die öffentliche Hand mit zahlreichen Großaufträgen auch zu den wichtigsten Kunden der CeoTronics AG.

Das Unternehmen ist neben seinem Stammsitz in Deutschland weltweit vertreten. Nicht nur in europäischen Ländern wie Großbritannien, Spanien, Frankreich, Schweiz oder auch Polen ist das Unternehmen mit Tochtergesellschaften vor Ort, auch in den USA ist CeoTronics durch eine Tochtergesellschaft vertreten. Mit eigenen Vertriebsgesellschaften und Vertretungen ist das Unternehmen in 27 Ländern präsent. Über Vertriebspartner erreicht die Gesellschaft Kunden in 55 Ländern. Mit 144 beschäftigten Mitarbeitern erwirtschaftete die Gesellschaft im Geschäftsjahr 2006/2007, das zum 31.05.2007 endete, einen Konzernumsatz von 17,94 Mio. Euro.

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	Anteile
Familie Günther	30,50 %
Vorstände, Aufsichtsräte (ohne Fam. Günther) und sonstige nahe stehende Personen	24,23 %
Highclere International Investors Limited	5,10 %
Streubesitz	40,17 %



Die nächsten Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Teilnahme V. Münchner Kapitalmarkt Konferenz	07. Mai 2008
Ende des Geschäftsjahres 2007/08	31. Mai 2008
Jahresfinanzbericht 2007/08	14. August 2008
Bilanz-Pressekonferenz 2008	28. August 2008
Analystenmeeting 2008	28. August 2008
1. Quartalsfinanzbericht 2008/09	10. Oktober 2008
Hauptversammlung 2008	7. November 2008

Umsatz- und Ergebnisentwicklung - 9 Monate des Geschäftsjahres 2007/08

Umsatzbetrachtung

in Mio. Euro	9 M 2007/08	Veränderung	9M 2006/07
Umsatz Gesamt	14,889	+ 6,08 %	14,036
Umsatz - Deutschland	6,250	+ 53,11 %	4,082
Umsatz - Resteuropa	8,318	- 12,96 %	9,557
Umsatz - übrige Welt	0,321	-19,14 %	0,397
EBITDA	2,219	+9,04 %	2,035
EBIT	1,829	+ 10,51 %	1,655
Konzernergebnis	1,181	+ 21,38 %	0,973
EPS in Euro	0,18	-	0,15

Wie auch schon zum Halbjahr war die Umsatzentwicklung in den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2007/08 positiv. Die Umsatzerlöse konnten gegenüber dem Vergleichszeitraum im Vorjahr um 6,08 % auf 14,89 Mio. € gesteigert werden. Damit wurde erneut eine neue Rekordmarke erreicht.

Wesentlich beigetragen zu dieser Steigerung haben die Umsatzerlöse in Deutschland. Auf dem Heimatmarkt wurde eine Steigerung gegenüber dem Vorjahr von 53,11 % auf 6,25 Mio. € erzielt. Hierbei war die Auslieferung des ersten Loses des Auftrages der Deutschen Bundeswehr mit einem Volumen von 2,20 Mio. € maßgeblicher Faktor. Die zweite Tranche, mit einem Volumen von 3,10 Mio. € wird voraussichtlich bis Ende Mai 2008, also noch im laufenden Geschäftsjahr, ausgeliefert und abgerechnet werden.

Neben Deutschland bleibt Spanien der größte Absatzmarkt für CeoTronics. Allerdings konnte auch nach neun Monaten das hohe Umsatzniveau des Vorjahres nicht gehalten werden und es musste ein Rückgang um 40,70 % verbucht werden. Im Vorjahr wurden in Spanien massive Investitionen in die dortige Digitalfunkumstellung vorgenommen, die im laufenden Geschäftsjahr nicht mehr in dieser Höhe anfielen. Jedoch konnte der Umsatzrückgang in Spanien durch die gute Entwicklung auf anderen europäischen Auslandsmärkten zu großen Teilen kompensiert werden. So konnte beispielsweise in der Schweiz auf Grund der dortigen Digitalfunkumstellung ein Umsatzzuwachs von 73,50 % erreicht werden. Auch in Polen und Frankreich wurden Zuwächse von 84,90 % bzw. 16,30 % verzeichnet. Insgesamt lag der Rückgang auf dem europäischen Auslandsmarkt bei 12,96 % auf 8,32 Mio. €. Diese Entwicklung führte auch dazu, dass sich der Auslandsanteil auf 58 % verringerte, nachdem er im Vorjahreszeitraum bei über 70 % gelegen hatte.

Auch die Entwicklung der noch kleinen Tochtergesellschaft in den USA ist weiterhin positiv zu sehen. Zwar verlangsamte sich die Dynamik gegenüber dem Halbjahr, dennoch konnte eine Umsatzsteigerung von 7,14 % erzielt werden. Der Grund dafür waren Stichtagsverschiebungen, die sich aber entsprechend positiv auf den Auftragsbestand auswirkten und in den kommenden Quartalen umsatzwirksam werden sollten. Auch die ungünstige Entwicklung des Wechselkurses EUR/USD hemmte das Geschäft in den USA, durch die wechselkursbedingte Verteuerung der Produkte.

Ergebnisentwicklung

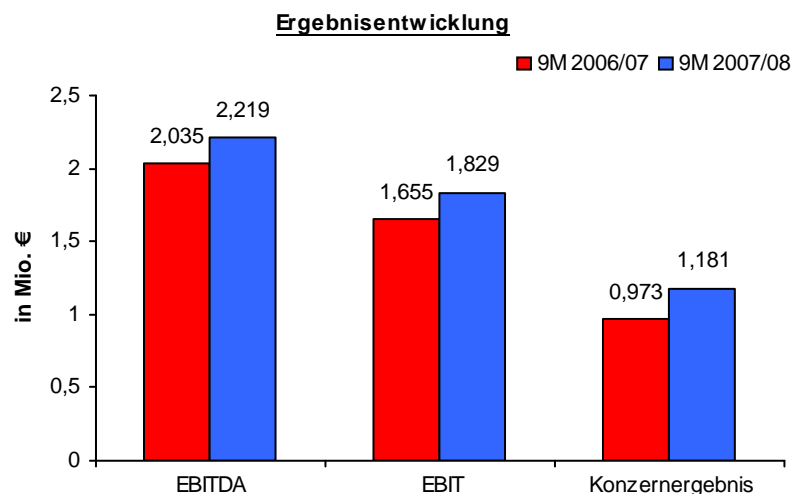
Noch erfreulicher als der Umsatz entwickelten sich die Ergebniskennzahlen. So konnte das EBITDA überproportional zu den Umsätzen um 9,04 % auf 2,22 Mio. € gesteigert werden. Zwar lag der Anteil der Herstellungskosten mit 50,18 % vom Umsatz leicht über dem Vorjahresniveau von 49,50 %, was auf den höheren Anteil zugekaufter Komponenten im Zusammenhang mit dem Bundeswehrauftrag zurückzuführen ist, jedoch verringerten sich die Kostenquoten der wesentlichen Aufwandsbestandteile. So konnten die Marketing- und Vertriebskosten mit 3,07 Mio. € auf dem Vorjahresniveau gehalten werden, was zu einer Senkung der Quote zum Umsatz um 1,29 % auf 20,59 % führte. Auch bei den Verwaltungskosten wurde die Kostenquote von 8,64 % auf 7,80 % merklich gesenkt. Auf Grund von geringeren Personalkosten reduzierten sich die absoluten Verwaltungskosten leicht von 1,21 Mio. € auf 1,16 Mio. €. Durch diese Einflüsse begünstigt, konnte die EBITDA-Marge zum Vorjahr um 0,30 % auf 14,90 % gesteigert werden.

Die Abschreibungen lagen mit 0,39 Mio. € geringfügig über dem Vorjahresniveau. Beim EBIT konnte die Margensteigerung daher ebenfalls erreicht werden. Die EBIT-Marge verbesserte sich im Vergleich zu den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2006/07 um 0,49 % auf 12,28 %.

Das Zinsergebnis war mit 0,10 Mio. € rund doppelt so hoch wie im Vergleichszeitraum des Vorjahres. Hierbei wirkte sich die Vorfinanzierung des Bundeswehrauftrages mittels kurzfristigen Krediten aus, die inzwischen aber bereits wieder zurückgeführt wurden. Zudem kommen im laufenden Geschäftsjahr die Finanzierungskosten des Ende 2006 erworbenen Gebäudes zum ersten Mal voll zum Tragen.

Der Steueraufwand reduzierte sich auf Grund der Unternehmenssteuerreform in Deutschland, trotz des um 7,40 % gesteigerten Vorsteuerergebnisses, um 14,02 % auf 0,55 Mio. €, was einer Steuerquote von 31,62 % entspricht, nach 39,49 % im Vorjahr.

Dies trug dazu bei, dass beim Konzernergebnis eine Steigerung um 21,38 % auf 1,18 Mio. € erreicht wurde. Durch den Ende Januar 2008 durchgeführten Aktiensplit von 1:3 betrug das Ergebnis pro Aktie 0,18 €, nach 0,15 € im Vorjahr.



Quelle: GBC, CeoTronics

Prognose- und Modellannahmen

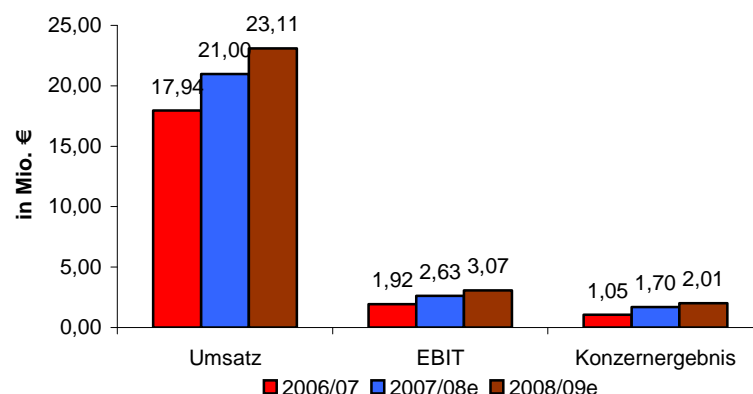
Die CeoTronics AG hat für das Gesamtjahr, das zum 31.05.2008 enden wird, eine Umsatzprognose von 21,00 Mio. € abgegeben. Dabei soll ein E-BIT von 2,60 Mio. € erreicht werden. Dies würde noch einmal einer kleinen Margensteigerung gegenüber den ersten drei Quartalen entsprechen. In den Schätzungen berücksichtigt ist bereits die Auslieferung der zweiten Tranche des Bundeswehrauftrages in Höhe von 3,1 Mio. €. Zuversichtlich stimmt auch der hohe Auftragsbestand, der um 177,90 % über dem Vorjahresniveau lag, was ein neues Rekordniveau bedeutet. Bedeutend ist vor allem der starke Auftragseingang in den umsatzstarken Märkten Deutschland und Spanien, wo Steigerungen von 365,20 % bzw. 104,90 % markiert werden konnten. Aber auch kleine Umsatzgebiete, wie die USA, wiesen hohe dreistellige Zuwachsraten beim Auftragsbestand aus.

Wir gehen davon aus, dass CeoTronics diese Prognosen ohne weiteres erfüllen kann, wenn der Bundeswehrauftrag entsprechend rechtzeitig abgerechnet werden kann und keine unvorhergesehenen Verzögerungen auftreten. Wir behalten unsere Schätzungen für das Gesamtjahr 2007/08 daher mit einer Ausnahme beim Konzernergebnis unverändert bei. Die erwartete Steuerquote für 2007/08 haben wir von 33 % auf 32 % abgesenkt.

Zudem haben wir das erwartete Zinsergebnis für 2007/08 von 0,10 Mio. € auf 0,11 Mio. € erhöht. Durch die Vorfinanzierung des Bundeswehrauftrages mittels Fremdkapital und die in 2007/08 erstmals voll wirksamen Finanzierungskosten der Ende 2006 erworbenen Immobilie, wird die Gesamtzinsbelastung leicht höher ausfallen als bisher erwartet.

Im kommenden Geschäftsjahr 2008/09 wird auch weiterhin der Großauftrag der Deutschen Bundeswehr eine maßgebliche Rolle spielen. Nachdem die erste Tranche ausgeliefert wurde und eine zweite im Mai ausgeliefert werden soll, zog der Kunde eine Option auf die Lieferung weiterer Geräte mit einem Volumen von nochmals 3,00 Mio. €. Dieser Auftrag soll im Geschäftsjahr 2008/09 (Juni 2008 - Mai 2009) zum Tragen kommen. Aber auch die Digitalfunkumstellung nimmt inzwischen immer weiter Formen an. Nun werden bereits im Sommer erste größere Ausschreibungen erwartet. Durch die jahrelange Expertise der CeoTronics auf dem Gebiet der digitalen Funkgeräte erwarten wir einen Wettbewerbsvorteil gegenüber Mitbewerbern bei den Ausschreibungen und gehen davon aus, dass sich in den kommenden Jahren merkliche Umsatzimpulse aus der Digitalfunkumstellung in Deutschland ergeben werden.

Umsatz- und Ergebnisprognosen



Quelle: GBC AG

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2009/10 - Phase 2

Umsatzwachstum	5 %
EBITDA-Marge	15,5 %
Steuerquote	32 %
Working Capital in % vom Umsatz	26 %
Umsatz zu OAV	4,019
Abschreibungen vom OAV	8,5 %

Discounted Cashflow-Modell

Die CeoTronics AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF- Modells bewertet. Angefangen mit konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2007/08 bis 2008/09 in Phase Eins (siehe auch Seite 5), erfolgt in den Jahren 2009/10 bis 2013/14 eine Verstetigung der Annahmen. In der dritten Phase wird schließlich nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,0 % errechnet, der damit gegenüber unserer letzten Einschätzung vom 16.01.2008 unverändert bleibt. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2007/08 entspricht als **Kursziel 4,87 €**.

DISCOUNTED CASHFLOW Modellszenario CeoTronics AG

in Mio. EUR	GJ 2007/08e	GJ 2008/09e	GJ 2009/10e	GJ 2010/11e	GJ 2011/12e	GJ 2012/13e	GJ 2013/14e	Endwert
Umsatz	21,000	23,109	24,264	25,478	26,752	28,089	29,494	
Umsatzveränderung	17,1%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%
EBITDA-Marge	14,9%	15,4%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	
Abschreibungen (auf IK)	-0,500	-0,490	-0,489	-0,513	-0,539	-0,566	-0,594	
Abschreibungen vom OAV	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
EBITA	2,625	3,071	3,272	3,436	3,608	3,788	3,977	
EBITA-Marge	12,5%	13,3%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	
EBI (NOPLAT)	1,785	2,088	2,225	2,336	2,453	2,576	2,705	2,836
Working Capital	5,845	6,000	6,309	6,624	6,955	7,303	7,668	
Working Capital zu Umsatz	27,8%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	
Operatives Anlagevermögen	5,950	5,750	6,037	6,339	6,656	6,989	7,339	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen	3,529	4,019	4,019	4,019	4,019	4,019	4,019	
Investiertes Kapital (IK)	11,795	11,750	12,346	12,964	13,612	14,292	15,007	
Kapitalrendite	15,3%	17,7%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%
Free Cashflows:								
EBITDA	3,125	3,561	3,761	3,949	4,146	4,354	4,572	
Steuern auf EBITA	-0,840	-0,983	-1,047	-1,099	-1,154	-1,212	-1,273	
Investitionen in OAV	-0,516	-0,290	-0,776	-0,815	-0,856	-0,899	-0,944	
Veränderung des Working Capital	-8,9%	-15,5%	-30,9%	-31,5%	-33,1%	-34,8%	-36,5%	
Investitionen in Goodwill	-	-	-	-	-	-	-	
Freier Cashflow	1,68	2,13	1,63	1,72	1,81	1,90	1,99	37,74

VALUATION in Mio. EUR	GJ 2006/07	GJ 2007/08e	GJ 2008/09e	GJ 2009/10e
Barwert expliziter FCFs	9,197	8,347	6,967	5,967
Barwert des Continuing Value	20,617	22,477	24,505	26,715
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	29,815	30,824	31,472	32,682
Nettoschulden (Net debt)	1,293	0,403	-0,630	-0,839
Barwert aller Optionsrechte	-	-	-	-
Wert des Eigenkapitals	28,522	30,421	32,102	33,521
Fremde Gewinnanteile	0,045	0,048	0,051	0,053
Wert des Aktienkapitals	28,567	30,469	32,153	33,574
Ausstehende Aktien in Mio.	2,200	6,600	6,600	6,600
Fairer Wert der Aktie in EUR	12,98	4,62	4,87	5,09

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR	GJ 2007/08e	GJ 2008/09e	GJ 2009/10e	GJ 2010/11e
Dividendenzahlung	-0,660	-0,990	-1,320	-0,880
Aktienrückkäufe	-	-	-	-
Zinsaufwand/ertrag	-0,130	-0,110	-0,100	-0,100

Sensitivitätsanalyse Fairer Wert je Aktie in Euro

Fairer Wert pro Aktie liegt bei 4,87 €

	WACC					
	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	
Kapitalrendite	14,6%	4,63	4,27	3,97	3,71	3,48
	16,6%	5,19	4,77	4,42	4,12	3,86
	18,6%	5,75	5,27	4,87	4,53	4,23
	20,6%	6,31	5,78	5,32	4,94	4,61
	22,6%	6,87	6,28	5,78	5,35	4,98

Fazit

Nachdem die CeoTronics AG auch schon zum Halbjahr eine sehr gute Entwicklung vorweisen konnte, setzte sich dieser Trend nun auch im dritten Quartal fort. Weiter konnten die Umsatzerlöse und Ergebnisse gegenüber den Vorjahreswerten gesteigert werden. Vor allem der Großauftrag der Deutschen Bundeswehr spielte hierbei eine entscheidende Rolle.

Auf das vierte Quartal und das kommende Geschäftsjahr blickt das Unternehmen zuversichtlich. Immerhin sind noch zwei weitere Teilaufträge aus dem Bundeswehrgroßauftrag abzuarbeiten. Aber auch die lange erwartete Digitalfunkumstellung nimmt nun langsam konkrete Formen an. Erste Ausschreibungen für Aufträge werden bereits ab Sommer erwartet.

Entsprechend den zuversichtlichen Erwartungen fallen auch die unternehmenseigenen Erwartungen für das Gesamtjahr 2007/08 aus. Diese wurden mit dem Halbjahresbericht bekannt gegeben und haben unsere bisherigen Schätzungen übertroffen. Diese Prognosen wurden nun nochmals bestätigt.

Die CeoTronics AG ist auf dem besten Wege, auch für das Gesamtjahr 2007/08 neue Bestmarken zu erreichen. Gemäß unseren Schätzungen kann das Unternehmen seine Margen weiterhin steigern und die Rentabilitätssituation noch verbessern. Wir erwarten, dass die erzielte Rendite auf das Eigenkapital, trotz der zum Vorjahr deutlich erhöhten Eigenkapitalbasis, bei über 13 % liegen wird. Im Vorjahr wurde dagegen nur ein Wert von 9 % erreicht. Auch die Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE) erwarten wir bei einem sehr guten Wert bei rund 22 %, nach knapp 16 % im Vorjahr. Das erwartete KGV für das kommende Geschäftsjahr von 10 unterstreicht ebenfalls die günstige Bewertung der Aktie.

Zudem gehen wir auf Grund der guten Geschäftsentwicklung davon aus, dass vorgeschlagen werden wird, die Dividende zu erhöhen. Anstelle der im letzten Jahr gezahlten 0,10 € pro Aktie (ohne Berücksichtigung des Aktiensplits: 0,30 €), erwarten wir für das Jahr 2007/08 eine Ausschüttung von 0,15 € pro Aktie. Damit würde die Ausschüttungsquote von rund 60 % beibehalten werden. Auf dem aktuellen Kursniveau entspräche dies einer Dividendenrendite von 4,84 %.

Das Kursziel hat sich auf Grund kleiner Anpassungen bezüglich der erwarteten Steuerquote sowie des Zinsergebnisses leicht von 4,78 € auf 4,87 € erhöht. Der Bewertungsabschlag der Aktien der CeoTronics AG hat sich jedoch vor allem auf Grund der jüngsten Turbulenzen an den Kapitalmärkten noch erhöht. Aktuell notiert der Kurs bei 3,10 €, woraus sich eine Unterbewertung von 57,10 % ergibt. Die Kursrückgänge der letzten Wochen sind unseres Erachtens keinesfalls fundamental begründet und allein auf das Marktumfeld zurückzuführen. Wir bewerten die Aktien der CeoTronics AG daher weiterhin mit KAUFEN.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwendet, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die 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), (7)

§ 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:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst

Manuel Hölzle, Dipl. Kfm., Chef-Analyst

§ 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