

21.04.08 **Andreae-Noris Zahn AG** ^{(5)*}

HALTEN

Kursziel: 31,99 Euro

Kurs: 34,00 Euro
18. April 2008
Frankfurt, 09:02 Uhr

**Letztes Rating
(Kursziel):**

Kaufen (38,70 Euro)

Marktsegment:
General Standard

Rechnungslegung:
IFRS

Analyst:

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

IR-Kontakt:

Andreae-Noris Zahn AG
Thomas Graf
Solmsstrasse 25
D-60486 Frankfurt/Main

Tel.: 069 / 79203-0
Fax: 069 / 79203-369

thomas.graf@anzag.de

www.anzag.de

Unternehmensprofil:

Branche: Pharmagroßhandel
Fokus: Pharmagroßhandel,
Healthcare-Logistik

Mitarbeiter: 2.452 (30.11.2007)

Firmensitz: Frankfurt/Main

Gründung: 1841

Vorstandsvorsitzender:
Dr. Thomas Trümper

WKN: 504700

ISIN: DE0005047005

Börsenkürzel: ANZ.FSE

Anzahl Aktien: 10,678 Mio.

Marktkap.: 363,05 Mio. Euro

Streubesitz: 7,69 %

52 W Hoch: 40,30 Euro

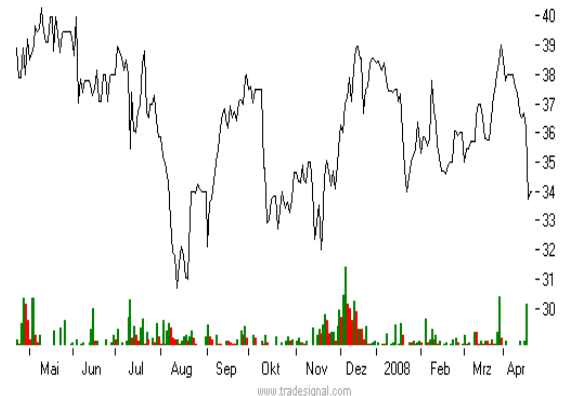
52 W Tief: 30,66 Euro

Durchs. Tagesvolumen : 32.828 €.*

* Quelle Deutsche Börse (Frankfurt Parkett und Xetra, 12 Monate),
Andreae-Noris Zahn AG

^504700 ANZ, Tageschart [Close] - 23.04.2007 - 21.04.2008 - 34

EUR



In Mio. Euro	GJ 2005/06	GJ 2006/07	GJ 2007/08e	GJ 2008/09e
Umsatz	3.418,4	3.683,1	3.940,9	4.138,0
EBITDA	54,6	58,6	51,0	58,2
EBIT	44,2	48,8	39,8	46,2
Konzernergebnis nach Minderheitenanteilen	22,3	37,6	15,6	20,4
In Euro				
Gewinn je Aktie	2,08 €	3,52 €	1,46 €	2,67 €
Dividende je Aktie	1,45 €	1,45 €	1,45 €	1,45 €
In %				
EBITDA-Marge	1,60 %	1,63 %	1,29 %	1,41 %
EBIT-Marge	1,29 %	1,32 %	1,01 %	1,12 %
Dividendenrendite	4,26 %	4,26 %	4,26 %	4,26 %
Kennzahlen				
EV/Sales	0,20	0,19	0,18	0,17
EV/EBITDA	12,56	11,40	13,73	12,04
KGV	16,31	9,66	23,29	17,77
KBV (29.02.2008)		1,14		

Highlights:

- Pharmagroßhandel wächst im ersten Halbjahr 2007/08 um +6,9 %
- Überproportionale Umsatzsteigerung um +7,8 %
- Weiterhin scharfer Wettbewerb führt zu Margenverlusten
- Sondereffekte belasten Ergebnis zusätzlich

Unternehmen

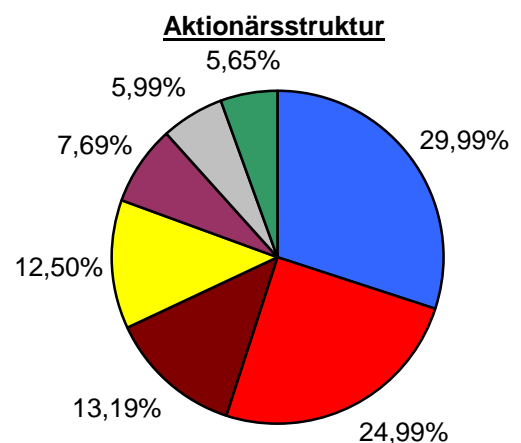
Profil

Die Andreae-Noris Zahn AG (ANZAG) mit Sitz in Frankfurt am Main agiert als Großhändler im Pharmabereich mit Konzentration auf den deutschen Markt. Im Kundenfokus liegen hierbei die selbstständigen Apotheken, welche flächendeckend täglich - auch mehrfach am Tag in den kleinsten Losgrößen - durch die ANZAG mit Arzneimitteln und weiteren Produkten versorgt werden. Zum Kundenkreis zählen hierbei fast 8.000 Kunden. Grundlage für diese Leistung ist ein flächendeckendes Mikrofeinverteilungs-System. Mit 24 Niederlassungen und einem Servicecenter verfügt die ANZAG über das dichteste Auslieferungsnetz aller in Deutschland agierenden Pharmagroßhändler. Im Geschäftsjahr 2005 hat die ANZAG eine Internationalisierungsstrategie eingeleitet und inzwischen zwei Beteiligungen in Kroatien und Rumänien erworben.

Zudem wurde 2003 das Apotheken-Kooperationssystem *vivesco* aufgebaut, um die selbstständigen Apotheken bei der Vermarktung von Healthcare-Produkten zu unterstützen. Inzwischen gehören rund 1.100 Apotheken dem Netzwerk an.

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	Anteile
Alliance Boots plc.	29,99 %
Sanacorp Pharmahandel GmbH	24,99 %
Celesio	13,19 %
Phoenix Pharmahandel AG & Co. KG	12,50 %
Noweda eG	5,99 %
OPG Groep N.V.	5,65 %
Streubesitz	7,69 %



Die Aktionärsstruktur der ANZAG ist geprägt durch die Beteiligungen verschiedener Wettbewerber, wie der Alliance Boots Plc., der Sanacorp Pharmahandel GmbH, Celesio und Phoenix Pharmahandel AG & Co. KG. Dabei hält die Alliance Boots plc. mit 29,99 % den größten Anteil. Sanacorp ist mit einem Anteil von 24,99 % die größte Aktionärin unter den deutschen Wettbewerbern. Die beiden weiteren deutschen Wettbewerber Celesio und Phoenix halten 13,19 % bzw. 12,50 %. Der Streubesitz beläuft sich bei der ANZAG auf 7,69 %.

Die nächsten Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Veröffentlichung Q3-Bericht 2007/08	15. Juli 2008
Veröffentlichung Jahresabschluss 2007/08	November 2008
Veröffentlichung Q1 Bericht 2008/09	voraussichtlich Januar 2009
Ordentliche Hauptversammlung 2007/08	Ende Februar/Anfang März 2009

Marktentwicklung

Die Marktdynamik auf dem deutschen Arzneimittelmarkt hat sich im zweiten Quartal des ANZAG Geschäftsjahres (01.09.07-29.02.08) weiter auf dem hohen Niveau des ersten Quartals gehalten. Der Umsatzanstieg im zweiten Quartal von 8,9 % stand einem Anstieg von 9,0 % im ersten Quartal gegenüber. Der Trend der vergangenen Jahre konnte damit deutlich umgekehrt werden. Maßgeblich treibender Faktor bei den Direktbelieferungen waren dabei die verschreibungspflichtigen Medikamente, deren Volumen um 9,6 % anstieg.

Erneut übertrug sich diese Entwicklung nicht auf den Großhandelsmarkt, der unterproportional um 6,9 % wuchs. Erneut musste ein hoher Anteil der Direktbelieferungen der Pharmaindustrie hingenommen werden. Inzwischen liegt der Anteil der Direktbelieferungen bei 16,7 % und hat sich gegenüber dem ersten Quartal nun auf dem hohen Niveau festgesetzt. Die Direktbelieferungen betreffen vornehmlich hochpreisige Medikamente. Dies wird auch bei der Wachstumsrate der Direktbelieferungen der rezeptpflichtigen Arzneimittel deutlich. Hier wurde ein Wachstum im ersten Halbjahr des Geschäftsjahres der ANZAG von 26,7 % verbucht.

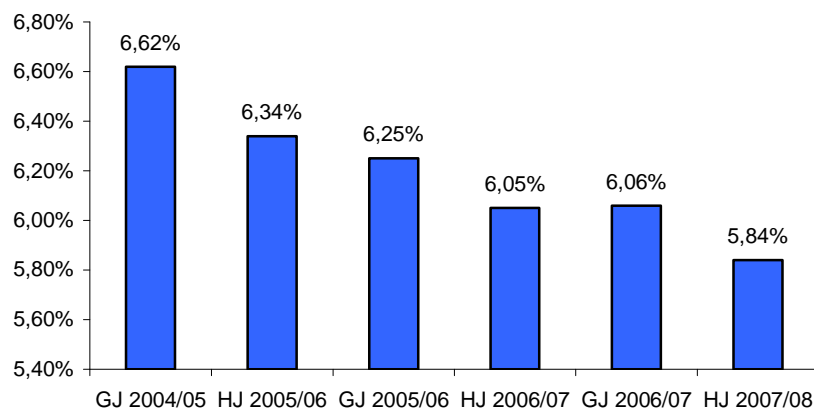
Zudem machten sich weiterhin das Arzneimittelversorgungs-Wirtschaftlichkeitsgesetz (AVWG) und das Gesetz zur Stärkung des Wettbewerbs in der gesetzlichen Krankenversicherung (GKV-WSG) bemerkbar, die den Trend zu niedrigpreisigen Medikamenten verstärkten.

Beide Tendenzen führen mehr und mehr dazu, dass die Mischkalkulation für die Pharmagroßhändler nicht mehr aufgeht. Während das Volumen für die Niedrigpreisprodukte weiter zunimmt, werden Hochpreisprodukte verstärkt über Direktbelieferungen vertrieben.

Umsatz- und Ergebnisentwicklung - HJ 2007/08

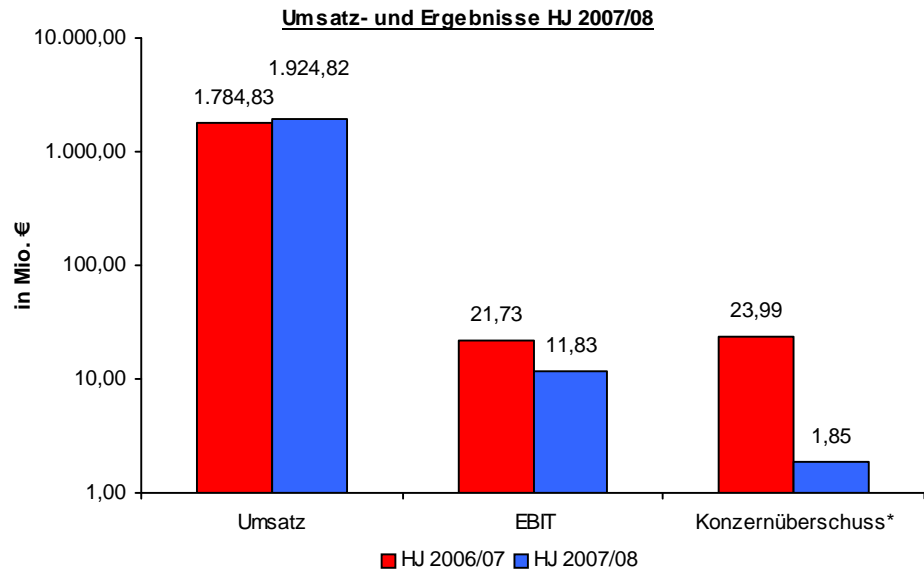
Auf Grund des zu den Vorjahren vergleichsweise hohen Marktwachstums konnte die ANZAG die Umsatzerlöse im ersten Halbjahr 2007/08 um 7,84 % auf 1.924,82 Mio. € steigern. Die Wachstumsrate erhöhte sich damit gegenüber dem ersten Quartal (7,72 %) nochmals leicht.

Entwicklung der Rohmarge



Quelle: ANZAG, GBC

Die oben beschriebenen Tendenzen führten jedoch in den vergangenen Jahren zu einem sukzessiven Verfall der Rohmarge. Auch zum Vorjahr mussten wieder erhebliche Rückgänge verzeichnet werden. Während die Rohmarge im Vorjahr noch bei 6,05 % lag, belief sie sich zum Halbjahr 2007/08 nur noch auf 5,84 %. Absolut gesehen konnte der Rohertrag um 4,11 % auf 112,40 Mio. € gesteigert werden.



Quelle: GBC, ANZAG; * in 2006/07 wurden 17 Mio. € Körperschaftssteuerguthaben aktiviert

Auch bei den Kostenpositionen hatte ANZAG im ersten Halbjahr 2007/08 Anstiege zu verzeichnen. So erhöhten sich die Personalkosten auf Grund der gestiegenen Geschäftstätigkeit in Rumänien. In Deutschland machten sich Tarifierhöhungen und Kosten für die Altersvorsorge bemerkbar. Beide Effekte führten zu einem Anstieg der Personalaufwendungen gegenüber dem Vorjahr von 50,00 Mio. € auf 52,28 Mio. €.

Auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen stiegen kräftig um 21,22 % auf 55,16 Mio. € an. Hier fielen vor allem höhere Strukturkosten auf Grund der verstärkten Geschäftstätigkeit bei der rumänischen Tochter und Wechselkursverluste ins Gewicht. In Deutschland waren zudem erhöhte Vorsorgeaufwendungen für Forderungsrisiken ausschlaggebend, nachdem ein Kunde in Zahlungsverzug geriet.

Die Abschreibungen blieben mit 5,33 Mio. € in etwa auf dem Vorjahresniveau. Entsprechend der Kostenentwicklung sank das EBIT deutlich von 21,73 Mio. € im Vorjahreszeitraum auf 11,83 Mio. € ab. Hierfür waren auch maßgeblich Währungseinflüsse aus den europäischen Tochtergesellschaften verantwortlich. Während im Vorjahr ein Ergebnisbeitrag von 5,60 Mio. € geleistet wurde, waren es im laufenden Geschäftsjahr auf Grund von Währungsverlusten -0,80 Mio. €. Einen Rückschluss auf die operative Entwicklung lässt dieses Ergebnis jedoch nicht zu. Vielmehr ist die Entwicklung in Rumänien und Kroatien weiterhin sehr zufrieden stellend.

Das Finanzergebnis stieg auf Grund der höheren durchschnittlichen Verschuldung um 10,67 % auf -9,06 Mio. € an. Der Aufbau der Verschuldung wurde vornehmlich dazu genutzt, um den Aufbau des Vorratsbestandes zu finanzieren. Der Vorratsaufbau wird üblicherweise getätigt, um Kostenvorteile beim Einkauf der Medikamente zu erzielen.

Die Steuerquote fiel mit 33,39 % deutlich höher aus als im Vorjahreszeitraum, wo ein Steuerertrag von 10,63 Mio. € ausgewiesen werden konnte. Dies war auf einen positiven Sondereffekt durch die Aktivierung von Körperschaftssteuerguthaben in Höhe von 17 Mio. € zurückzuführen.

Der Konzernüberschuss belief sich zum Halbjahr entsprechend auf 1,85 Mio. €, nach 13,36 Mio. € im Vorjahr. Ohne die steuerlichen Sondereffekte wäre der Konzernüberschuss im Vorjahr bei 5,77 Mio. € gelegen.

Prognosen und Modellannahmen

Unter den weiterhin schwierigen Marktbedingungen schafft es ANZAG nach eigenen Aussagen voraussichtlich nicht, das ursprüngliche Ziel, ein operatives Ergebnis auf dem Niveau des Vorjahres, zu erreichen. Entsprechend passen wir unsere Planungen den neuen Gegebenheiten an:

Das Marktwachstum gestaltet sich aktuell sehr dynamisch. Entsprechend konnte ANZAG auch die Umsatzerlöse zum Halbjahr stark steigern. Auch im zweiten Halbjahr gehen wir davon aus, dass diese Dynamik anhalten wird. Wir passen daher unsere Umsatzerwartungen von einem Wachstum von 5 % auf 7 % nach oben an. Damit erwarten wir Umsatzerlöse von 3.940,92 Mio. €.

Die ursprünglich erwartete Rohmarge von 6,25 % ist nicht mehr haltbar. Der verschärfte Wettbewerb sowie die steigende Zahl der Direktbelieferungen drücken die Rohmarge stark nach unten. Wir passen diese daher auf 6,00 % an. Den erwarteten Personalaufwand erhöhen wir auf Grund gestiegener Personalkosten um 2 Mio. € auf 102 Mio. €. Die Prognosen für die sonstigen betrieblichen Aufwendungen erhöhen sich um rund 4 Mio. € auf 104,43 Mio. €. Sondereffekte auf Forderungsrisiken und Wechselkurseffekte erwarten wir im zweiten Halbjahr nicht mehr in dem Maße, so dass mit einem leichten Absinken der Kostenquote gegenüber dem ersten Halbjahr zu rechnen ist.

Durch die verstärkte Fremdfinanzierung erhöht sich der erwartete Zinsaufwand. Das Zinsergebnis sollte daher anstelle der bisher erwarteten 15,88 Mio. € bei rund 17,50 Mio. € liegen.

Bei den Positionen Abschreibungen und Ertragssteueraufwand erwarten wir keine Veränderungen zu unseren bisherigen Schätzungen.

Die EBITDA-Marge sollte daher zum Ende des Geschäftsjahres 2007/08 bei 1,29 % liegen, anstelle der bisher erwarteten 1,61 %. Absolut betrachtet erwarten wir ein EBITDA von 51,02 Mio. € und damit 14,77 % weniger als im Vorjahr. Beim Jahresüberschuss erwarten wir 15,59 Mio. €, nach 37,59 Mio. € im Vorjahr. Der Vorjahresüberschuss war jedoch durch einen positiven Steuereffekt um 17 Mio. € beeinflusst.

Für die kommenden Jahre gehen wir davon aus, dass sich der verschärfte Wettbewerb in Deutschland fortsetzen wird. Auch weitere regulatorische Eingriffe seitens der Politik sind nicht ausgeschlossen. Auf den Auslandsmärkten sollte ANZAG, bei deutlich höheren Margen, weiter ein starkes Wachstum generieren können. Weitere Übernahmen im osteuropäischen Raum sind zudem denkbar. Mittelfristig sollten sich daher die Margen wieder auf das Niveau von 2006/07 bewegen.

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2009/10 - Phase 2	
Umsatzwachstum	3 %
EBITDA-Marge	1,5 % - 1,7 %
Steuerquote	30 %
Working Capital in % vom Umsatz	12,3 %
Umsatz zu OAV	30,00
Abschreibungen vom OAV	7,8 %
Werttreiber - DCF Bewertung Endwert - Phase 3	
Umsatzwachstum	2 %
Kapitalrendite	6,7 %

Discounted Cashflow-Modell

Die ANZAG 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 6,6 % (siehe Researchstudie (Anno) vom 17.12.2007) errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2008/09 entspricht als **Kursziel 31,99 €**.

DISCOUNTED CASHFLOW Modellszenario ANZAG

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	3940,915	4137,961	4262,099	4389,962	4521,661	4657,311	4797,030	
Umsatzveränderung	7,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
EBITDA-Marge	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%	
Abschreibungen (auf IK)	-11,250	-12,000	-12,012	-11,081	-11,414	-11,756	-12,109	
Abschreibungen vom OAV	7,3%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	
EBITA	39,771	46,191	51,919	59,158	60,933	62,761	69,441	
EBITA-Marge	1,0%	1,1%	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
EBI (NOPLAT)	27,839	32,333	36,344	41,411	42,653	43,932	48,608	50,246
Working Capital	514,373	510,000	524,238	539,965	556,164	572,849	590,035	
Working Capital zu Umsatz	13,1%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	
Operatives Anlagevermögen	153,699	154,000	142,070	146,332	150,722	155,244	159,901	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen	25,640	26,870	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	
Investiertes Kapital (IK)	668,072	664,000	666,308	686,297	706,886	728,093	749,936	
Kapitalrendite	4,2%	4,8%	5,5%	6,2%	6,2%	6,2%	6,7%	6,7%
Free Cashflows:								
EBITDA	51,021	58,191	63,931	70,239	72,347	74,517	81,550	
Steuern auf EBITA	-11,931	-13,857	-15,576	-17,747	-18,280	-18,828	-20,832	
Investitionen in OAV	-11,089	-12,301	-0,082	-15,344	-15,804	-16,278	-16,766	
Veränderung des Working Capital	-1310,4%	437,3%	-1423,8%	-1572,7%	-1619,9%	-1668,5%	-1718,5%	
Investitionen in Goodwill	-	-	-	-	-	-	-	
Freier Cashflow	14,90	36,41	34,04	21,42	22,06	22,73	26,77	773,08

VALUATION in Mio. EUR	GJ 2006/07	GJ 2007/08e	GJ 2008/09e	GJ 2009/10e
Barwert expliziter FCFs	139,524	133,779	106,148	79,075
Barwert des Continuing Value	495,548	528,053	562,689	599,598
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	635,072	661,832	668,838	678,673
Nettoschulden (Net debt)	313,087	331,174	327,251	324,699
Barwert aller Optionsrechte	-	-	-	-
Wert des Eigenkapitals	321,985	330,658	341,586	353,974
Fremde Gewinnanteile	-	-	-	-
Wert des Aktienkapitals	321,985	330,658	341,586	353,974
Ausstehende Aktien in Mio.	10,678	10,678	10,678	10,678
Fairer Wert der Aktie in EUR	30,15	30,97	31,99	33,15

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR	GJ 2007/08e	GJ 2008/09e	GJ 2009/10e	GJ 2010/11e
Dividendenzahlung	-15,483	-15,483	-15,483	-15,483
Aktienrückkäufe	-	-	-	-
Zinsaufwand/ertrag	-17,500	-17,000	-16,000	-15,000

Sensitivitätsanalyse Fairer Wert je Aktie in Euro

		WACC				
		6,4%	6,5%	6,6%	6,7%	6,8%
Kapitalrendite	6,5%	32,56	31,12	29,75	28,43	27,18
	6,6%	33,74	32,27	30,87	29,53	28,24
	6,7%	34,93	33,42	31,99	30,62	29,30
	6,8%	36,11	34,58	33,11	31,71	30,37
	6,9%	37,29	35,73	34,23	32,80	31,43

Fairer Wert pro Aktie liegt bei 31,99 €

Fazit

Weiterhin bewegt sich die ANZAG in einem äußerst schwierigen Marktumfeld, das geprägt ist durch scharfen Wettbewerb sowie staatliche Regulierungen. Dennoch schaffte es das Unternehmen, die Umsatzerlöse im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres 2007/08 um 7,84 % zu steigern. Auf Grund des scharfen Wettbewerbsumfeldes war jedoch die Rohmarge weiterhin rückläufig.

Zudem war das erste Halbjahr durch einige Sondereffekte geprägt. So war der Ergebnisbeitrag der ausländischen Tochtergesellschaften mit -0,8 Mio. € negativ, nach einem starken Beitrag in Höhe von 5,6 Mio. € im gleichen Zeitraum des Vorjahres. Grund hierfür waren ausschließlich Währungseffekte. Operativ entwickelten sich die Töchter weiterhin stark.

Zudem mussten vorsorglich sämtliche Forderungen eines Kunden wertberichtigt werden, als dieser in Zahlungsverzug geriet und keine validen Informationen über die wirtschaftliche Lage des Kunden verfügbar gemacht werden konnten.

Anhand des starken Anstiegs der außerordentlichen Aufwendungen schätzen wir, dass beide Sondereffekte zusammen mindestens einen Betrag von 5 Mio. € ausgemacht haben. Mit Einmaleffekten in dieser Höhe ist im zweiten Halbjahr wohl nicht mehr zu rechnen, weshalb wir von einer leichten Entspannung der Margensituation ausgehen.

Ebenso erwarten wir in den kommenden Jahren, dass sich die EBITDA-Marge wieder an das Niveau von 2006/07 annähern kann. Zwar bleibt das Umfeld in Deutschland aller Voraussicht nach schwierig, jedoch erwarten wir ein verstärktes Wachstum auf den osteuropäischen Auslandsmärkten. Dort sind die Margensituationen deutlich besser als in Deutschland. Ein weiteres Wachstum in Osteuropa ist für die ANZAG deshalb unentbehrlich. Daher können wir uns vorstellen, dass das Unternehmen in den kommenden Quartalen auch anorganisch wachsen wird.

Mit einem Kurs-Buchwert Verhältnis von 1,14 notieren die Aktien der ANZAG derzeit gerade einmal leicht über dem derzeitigen Wert des Eigenkapitals. Auch die Dividendenrendite von über 4 % ist durchaus attraktiv für Anleger. Gemäß unseren Erwartungen sollte auch die Dividende auch für das Geschäftsjahr 2007/08 konstant gehalten werden können. Langfristig gehen wir davon aus, dass ANZAG seine Marktposition verteidigen und sogar ausbauen kann. Auch die Margensituation sollte sich dann entsprechend wieder verbessern. Nichtsdestotrotz senken wir das Kursziel auf Grund der eingetrübten Aussichten für das Geschäftsjahr 2007/08 von 38,70 € auf 31,99 € ab. Auf dem aktuellen Kurs von 34,00 € notiert die Aktie rund 6 % über ihrem fairen Wert. Entsprechend senken wir das Rating von vormals KAUFEN auf HALTEN ab.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.**

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst

§ 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