

11.08.2008

Impreglon AG<sup>(5)\*</sup>

**KAUFEN**

**Kursziel: 19,58 €**

Kurs: 16,45 €  
9.8.2008, 15.35 Uhr,  
Xetra

**Letztes Rating/  
Kursziel:**  
KAUFEN/ 19,54 €

**Marktsegment:**  
Entry Standard

**Rechnungslegung:**  
HGB

**Analysten:**

**Philipp Leipold**  
leipold@gbc-ag.de

**Sylvia Schulz**  
schulz@gbc-ag.de

**IR-Kontakt:**

Impreglon AG  
Ulf Reinhardt  
Hohenhorststraße 1  
D-21337 Lüneburg

**Tel.:** +4131-88210  
**Fax:** +4131-882250

investorrelations  
@impreglon.de  
www.impreglon.de

**Unternehmensprofil:**

**Branche:** Oberflächentechnik  
**Mitarbeiter:** 319 (31.12.2007)  
**Firmensitz:** Lüneburg, D

**Gründung:** 1983

**Vorstandssprecher:** Henning J.  
Claassen

**WKN:** A0BLCV

**ISIN:** DE000A0BLCV5

**Börsenkürzel:** I3M

**Anzahl Aktien:** 5,206 Mio.

**Marktkap.:** 85,64 Mio. €

**Streubesitz:** 53,90 %

**52 W Hoch:** 16,90 €

**52 W Tief:** 9,90 €

**Durchs. Tagesvolumen:** 70.538 €

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

^ A0BLCV I3M, Tageschart [Close] - 07.08.2007 - 05.08.2008 - 16.36



in Mio. EUR	GJ 2006	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e
Sales	20,34	46,14	54,50	60,30
EBITDA	6,13	10,15	12,27	14,35
EBIT	4,27	6,41	7,97	9,85
Periodenergebnis	3,73	4,34	5,60	6,77
in EUR				
EPS	0,40*	0,86*	1,07	1,30
Dividende je Aktie	0,20	0,30	0,40	0,50
in %				
EBITDA-Marge	30,1	22,0	22,5	23,8
EBIT-Marge	21,0	13,9	14,6	16,3
Dividendenrendite	1,21	1,82	2,43	3,03
Kennzahlen				
EV/ Sales	2,95	1,94	1,64	1,48
EV / EBITDA	9,78	8,82	7,29	6,23
Kurs-Gewinn-Verhältnis	16,82	18,45	15,30	12,65
Kurs-Buchwert-Verhältnis		2,78		

\*wie vom Unternehmen berichtet

**Highlights:**

- Dynamisches Umsatz- und Ergebniswachstum im ersten Halbjahr 2008
- Übernahme der MJB führt zu einem deutlichen Umsatzbeitrag im laufenden Jahr
- Anhebung der Schätzungen hinsichtlich Umsatz und EBITDA für die Jahre 2008

## Unternehmen

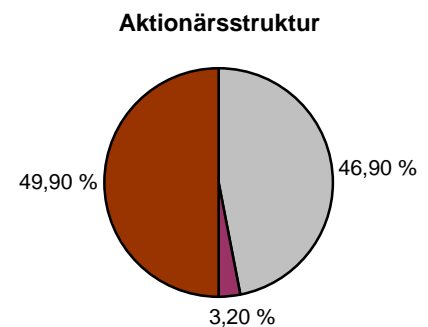
### Profil

Die Impreglon AG mit Sitz in Lüneburg hat sich auf die Oberflächentechnik spezialisiert und besitzt mehrere Schutzrechte für Beschichtungsverfahren aus Kunststoff, Metall und Keramik. Neben dem operativen Geschäft generiert Impreglon Erträge aus Lizenzzahlungen von Partnerunternehmen in Europa, Japan und in den USA. Mit einem Umsatz von 46,1 Mio. € in 2007 zeigt sich das Unternehmen als ein mittelständisches Unternehmen, welches weltweit agiert und seit über 20 Jahren existiert. Impreglon beschäftigt an 15 internationalen Produktionsstätten in über zehn Ländern aktuell mehr als 300 Mitarbeiter.

Derzeit zählen über 500 Unternehmen zum Kundenstamm der Impreglon AG. Dabei veredelt die Gesellschaft Bauteile und Maschinen für die verschiedensten Branchen wie z.B. für die Verpackungs-, Lebensmittel-, und Druckindustrie. Namhafte internationale Unternehmen wie beispielsweise Thyssen Krupp, Nestlé, AEG, Bahlsen, BMW, BASF und ContiTech zählen zu Impreglons Kunden.

### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Claassen Holding & Management Services GmbH&Co.KG	46,90
Impreglon AG	3,2
<b>Streubesitz</b>	<b>49,90</b>



Quelle: Impreglon, GBC

### Nächste Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Veröffentlichung der 9-Monatszahlen 2008	bis 31.10.2008

## Geschäftsentwicklung 1. Halbjahr 2008

in Mio. €	1. HJ 2007	1. HJ 2008	07 vs. 08
Umsatz Gesamt	15,27	23,25	+52,3 %
EBITDA	3,91	4,99	+27,6 %
EBIT	2,58	2,86	+10,9 %
EBT	2,13	2,46	+15,4 %
Jahresüberschuss	1,11	1,76	+58,0 %
EPS in €	0,23	0,34	+47,8 %

Quelle: Impreglon, GBC

### Umsatzentwicklung

Die Impreglon AG konnte auch im abgelaufenen ersten Halbjahr 2008 an den Wachstumskurs der vergangenen Jahre anknüpfen und die Umsatzerlöse im Konzern weiter ausbauen. Die Umsatzentwicklung verlief mit einem Zuwachs von über 50 % sehr dynamisch. Insgesamt konnte Impreglon die Umsatzerlöse von 15,27 Mio. € im ersten Halbjahr 2007 auf 23,25 Mio. € im ersten Halbjahr 2008 deutlich steigern. Nach einem Umsatz von 11,56 Mio. € im ersten Quartal 2008 lagen die Umsatzerlöse im zweiten Quartal 2008 mit 11,69 Mio. € nochmals leicht über dem Vorquartal.

Belastend auf die Umsätze wirkten sich auf der einen Seite die schwache Entwicklung des britischen Pfunds und des US-\$ im Vergleich zum Euro aus. In England und in den USA ist die Impreglon AG mit eigenen Werken vor Ort präsent. Auf der anderen Seite verzeichnete die Te Strake in den ersten sechs Monaten 2008 im Vergleich zur Vorjahresperiode einen nennenswerten Rückgang bei den Umsätzen, da hier ein Großauftrag mit einem Kunden aus der Automobilbranche ausgelaufen ist.

### Ergebnisentwicklung

Ebenfalls konnte das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) deutlich zulegen. So belief sich das EBITDA in den ersten sechs Monaten 2008 auf 4,99 Mio. € nach 3,91 Mio. € in den ersten sechs Monaten 2007. Im Vergleich zum Vorjahr entwickelte sich die Margensituation jedoch rückläufig. Die EBITDA-Marge betrug im ersten Halbjahr 2008 21,48 % (VJ: 25,59 %). Als Hauptgrund für diese rückläufige Entwicklung sind die infolge der Kapazitätserweiterungen in den Werken Deutschland, England, Frankreich und Ungarn entstandenen Anlaufkosten zu sehen. Aufgrund von getätigten Investitionen in den Maschinenpark kam es hier zu Umbaumaßnahmen sowie zu Verzögerungen bei den Betriebsabläufen, was sich in der gesunkenen operativen Marge widerspiegelt. Wir sehen diese Entwicklung jedoch als temporär an. In der zweiten Jahreshälfte erwarten wir bereits mit Abschluss der Kapazitätserweiterungen wieder ein deutlich verbessertes Margenniveau.

Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) erhöhte sich im ersten Halbjahr 2008 um 10,95 % auf 2,86 Mio. € gegenüber 2,58 Mio. € in 2007. Dieser un-

terproportionale EBIT-Anstieg erklärt sich vor allem durch gestiegene Abschreibungen auf den bilanzierten Geschäfts- und Firmenwert sowie die hohen Investitionen in das Sachanlagevermögen im Vorjahr. Der Geschäfts- und Firmenwert hatte sich in 2007 durch eine Reihe von Akquisitionen um über 10 Mio. € auf 11,61 Mio. € erhöht und muss nach HGB ratierlich abgeschrieben werden. Das Finanzergebnis lag mit -0,39 Mio. € in 2008 in etwa auf dem Niveau des Vorjahres (VJ: -0,44 Mio. €). Der Nettogewinn im ersten Halbjahr 2008 profitierte von der Unternehmenssteuerreform und konnte deutlich von 1,11 Mio. € in 2007 auf 1,76 Mio. € gesteigert werden. Dies entspricht einem Gewinn je Aktie (EPS) von 0,34 € (VJ: 0,23 €).

### **Übernahme der MBJ Maschinenbau Jessenitz GmbH**

Im Juni 2008 vermeldete die Impreglon AG die Übernahme der MBJ Maschinenbau Jessenitz GmbH (MBJ). Die MBJ ist auf die Fertigung, Montage und Beschichtung von Bauteilen für die Maschinenbau-, Flurförderfahrzeug- und Industriebranche spezialisiert.

Der Umsatz der MBJ soll im laufenden Geschäftsjahr 2008 bei rund 8 Mio. € liegen. Damit handelt es sich nach der Te Strake um die umsatzseitig größte Akquisition seit dem Börsengang. Wir gehen davon aus, dass es sich bei MBJ um eine sehr profitable Gesellschaft handelt, die mit einer höheren operativen Marge als die Impreglon Gruppe operiert. Die EBIT-Marge sollte nach unserer Meinung jenseits der 15 % Marke liegen, was einem EBIT im Jahr 2008 von mehr als 1,2 Mio. € entspricht. Die Konsolidierung der MBJ erfolgte im Juni 2008 und wird damit mit Beginn des zweiten Halbjahres 2008 mit zum Konzernergebnis beitragen.

Die Übernahme erfolgte im Rahmen einer klassischen Nachfolgeregelung. Wir gehen daher auch davon aus, dass Impreglon hier günstig zum Zuge gekommen ist. Über den Kaufpreis wurde Stillschweigen vereinbart. Der Kaufpreis sollte sich nach unserer Einschätzung auf etwas mehr als das Vierfache des EBIT in 2007 belaufen. Der zu entrichtende Kaufpreis sollte daher bei rund 5,5 Mio. € liegen, was wir als sehr attraktiv erachten. Wir gehen des Weiteren davon aus, dass die MBJ frei von Bankverbindlichkeiten ist. Anorganisches Wachstum ist ein Eckpfeiler der Wachstumsstrategie der Impreglon AG. Insofern sind Akquisitionen von Unternehmen zu günstigen Multiples ein wichtiger Werttreiber für den Unternehmenswert. Bereits in der Vergangenheit konnte die Impreglon AG mehrfach erfolgreich unter Beweis stellen, Unternehmen zu günstigen Kaufpreisen akquirieren zu können.

## Prognose und Modellannahmen

Wir haben unsere Umsatzschätzungen für das laufende Geschäftsjahr 2008 mit Vorlage der Halbjahreszahlen nach oben angepasst. Nunmehr erwarten wir Umsatzerlöse für 2008 in Höhe von 54,50 Mio. € (bislang: 51,50 Mio. €). Dies entspricht einem Umsatzwachstum von 18,1 % in 2008. Die Erhöhung der Umsatzschätzung ist auf die Akquisition der MBJ zurückzuführen, die mit Beginn des zweiten Halbjahres in den Konsolidierungskreis der Impreglon Gruppe aufgenommen wird. Die MBJ sollte in 2008 einen Umsatzbeitrag von rund 4 Mio. € leisten. Dagegen sollte das organische Wachstum der Impreglon AG leicht unter unseren Erwartungen liegen, so dass wir hier mit einem Umsatz von 50,50 Mio. € (bisher: 51,50 Mio. €) für das Gesamtjahr 2008 rechnen. Das zweite Halbjahr 2008 wird nach unserer Meinung allerdings umsatzseitig deutlich besser ausfallen als das erste Halbjahr. Die Erweiterungsinvestitionen in den Werken Deutschland, England, Frankreich und Ungarn sind nunmehr weitestgehend abgeschlossen und wir erwarten hier in der zweiten Jahreshälfte eine deutlich ansteigende Auslastung der Kapazitäten mit entsprechend positiven Effekten auf die Umsatzerlöse. Zudem sollte sich das operative Geschäft der Te Strake in der zweiten Jahreshälfte aufgrund des Anlaufens neuer Produktionsaufträge wieder deutlich erholen. Mögliche weitere Übernahmen sind nicht in unseren Schätzungen berücksichtigt.

Beim EBITDA haben wir unsere Prognosen für 2008 ebenfalls leicht nach oben revidiert. Nunmehr sehen unsere Schätzungen hier einen Wert von 12,27 Mio. € (bislang: 12,06 Mio. €). Die EBITDA-Marge wird in 2008 folglich bei 22,72 % (bislang: 23,41 %) liegen. Durch den Wegfall der Anlaufkosten im Zusammenhang mit den Werksneubauten und bedingt durch die steigende Kapazitätsauslastung erwarten wir positive Impulse für die operative Marge in der zweiten Jahreshälfte 2008. Das Finanzergebnis sollte aufgrund der Finanzierung des Kaufpreises für die MBJ niedriger ausfallen als ursprünglich von uns erwartet. Das Finanzergebnis in 2008 sollte nach unserer Schätzung nun bei -0,8 Mio. € (bislang: -0,5 Mio. €) liegen. Das EPS für 2008 sehen wir deshalb neu bei 1,07 € (bisher: 1,09 €).

Unsere Schätzungen hinsichtlich Umsatz und EBITDA für das kommende Geschäftsjahr 2009 haben wir infolge der Übernahme der MBJ ebenfalls angehoben. Hier erwarten wir jetzt Umsatzerlöse in Höhe von 60,30 Mio. € (bisher: 58,40 Mio. €) sowie ein EBITDA in Höhe von 14,35 Mio. € (bisher: 13,91 Mio. €). Unsere EPS-Schätzung für 2009 sieht einen leicht höheren Wert von 1,30 € (bisher: 1,27 €) vor.

## Bewertung

### DCF-Bewertung

#### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Impreglon 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. 4,50 %.

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.

Nach unseren internen Schätzungen haben wir ein Beta von 1,26 ermittelt. Hierbei unterstellen wir eine leicht überdurchschnittliche Konjunktursensitivität der Gesellschaft.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,4 % (10-jähriger Zinssatz plus Beta multipliziert mit Risikoprämie). Da wir langfristig ein Gewicht der Fremdkapitalfinanzierung von 25,0 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) in Höhe von 9,8 % (bisher: 9,6 %).

Kapitalkosten	in %
Eigenkapitalkosten	11,4%
Gewicht in %	75%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Gewicht in %	25%
Taxshield in %	22,5%
<b>WACC</b>	<b>9,8%</b>

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2009 - Phase 2

Umsatzwachstum	8,0%
EBITDA-Marge	23,8%
Steuerquote	29%
Working Capital in % vom Umsatz	4,3%
Umsatz zu OAV	2,2
Abschreibungen vom OAV	15,6%

Werttreiber - DCF Bewertung Endwert - Phase 3

Umsatzwachstum	2,0%
Kapitalrendite	25,0%

## Discounted Cashflow-Modell

Die Impreglon AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2008 & 2009 in Phase 1, erfolgt von 2010 bis 2014 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen im Umsatz von 8,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 23,8 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 29 % 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 Steuerquote von 29,0 %.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,8 % (bisher: 9,6 %) errechnet.

**Der daraus resultierende faire Wert der Aktie auf Basis 2009 liegt bei 19,58 € (zuvor: 19,54 €).**

in Mio. EUR	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	Endwert
Umsatz	54,50	60,30	65,12	70,33	75,96	82,04	88,60	
Umsatzveränderung	18,1%	10,6%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	2,0%
EBITDA-Marge	22,5%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	
Abschreibungen (auf IK)	-4,30	-4,50	-4,51	-4,84	-5,22	-5,64	-6,09	
Abschreibungen vom OAV	15,1%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	
EBITA	7,97	9,85	10,99	11,90	12,85	13,88	14,99	
EBITA-Marge	14,6%	16,3%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	22,0%	26,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	
EBI (NOPLAT)	6,22	7,29	7,80	8,45	9,13	9,86	10,64	11,50
Working Capital	2,00	2,50	2,79	3,01	3,25	3,51	3,79	
Working Capital zu Umsatz	3,7%	4,1%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	
Operatives Anlagevermögen	28,50	28,90	31,01	33,49	36,17	39,07	42,19	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen	1,91	2,09	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	
Investiertes Kapital (IK)	30,50	31,40	33,80	36,50	39,42	42,58	45,98	
<b>Kapitalrendite</b>	<b>23,3%</b>	<b>23,9%</b>	<b>24,9%</b>	<b>25,0%</b>	<b>25,0%</b>	<b>25,0%</b>	<b>25,0%</b>	<b>25,0%</b>
<b>Free Cashflows:</b>								
EBITDA	12,27	14,35	15,50	16,74	18,08	19,52	21,09	
Steuern auf EBITA	-1,75	-2,56	-3,19	-3,45	-3,73	-4,03	-4,35	
Investitionen in OAV	-6,00	-4,90	-6,62	-7,32	-7,90	-8,54	-9,22	
Veränderung des Working Capital	-205,5%	-50,0%	-28,7%	-22,3%	-24,1%	-26,0%	-28,1%	
Investitionen in Goodwill	-5,50	-	-	-	-	-	-	
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-3,04</b>	<b>6,39</b>	<b>5,40</b>	<b>5,75</b>	<b>6,21</b>	<b>6,70</b>	<b>7,24</b>	<b>135,80</b>

VALUATION in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Barwert expliziter FCFs	22,02	27,23	23,51	20,42
Barwert des Continuing Value	70,20	77,09	84,66	92,98
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	92,22	104,32	108,18	113,39
Nettoschulden (Net debt)	9,40	9,87	6,26	3,87
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	82,82	94,45	101,91	109,53
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	82,82	94,45	101,91	109,53
Ausstehende Aktien in Mio.	4,87	5,21	5,21	5,21
<b>Fairer Wert der Aktie in EUR</b>	<b>17,02</b>	<b>18,14</b>	<b>19,58</b>	<b>21,04</b>

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR					
Dividendenzahlung		-1,46	-2,08	-2,60	-3,12
Kapitalerhöhung		0,00	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwand/ertrag		-0,80	-0,70	-0,41	-0,25
Liquiditätszufluss durch Kapitalerhöhung		4,83	0,00	0,00	0,00

Sensitivitätsanalyse - fairer Wert je Aktie in EUR - Stand GJ 2009e					
WACC	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%
Kapitalrendite					
21,0%	19,44	18,00	16,75	15,66	14,70
23,0%	21,14	19,54	18,16	16,96	15,90
25,0%	22,83	21,09	<b>19,58</b>	18,26	17,09
27,0%	24,53	22,63	20,99	19,56	18,29
29,0%	26,23	24,18	22,40	20,85	19,49



## Fazit

Unsere Schätzungen hinsichtlich Umsatz und EBITDA haben wir für die Jahre 2008 und 2009 infolge der Akquisition der MBJ nach oben angepasst. Bei der MBJ handelt es sich um ein sehr profitables Unternehmen, welches im Rahmen einer Nachfolgeregelung zu einem attraktiven Kaufpreis erworben werden konnte. Die Geschäftszahlen für die ersten sechs Monate 2008 sind dagegen leicht hinter unseren Erwartungen zurückgeblieben, was auf eine schwächere operative Entwicklung der Tochtergesellschaft Te Strake sowie auf die umfangreichen Kapazitätserweiterungen zurückzuführen ist. Allerdings sollten sich die in der Zwischenzeit abgeschlossenen Kapazitätserweiterungen in den Werken Deutschland, England, Frankreich und Ungarn in der zweiten Jahreshälfte entsprechend positiv in der Entwicklung des Umsatzes und der Margensituation niederschlagen. Die erwarteten Umsätze (ohne Berücksichtigung von MBJ) im zweiten Halbjahr 2008 sollten daher auch mit rund 27,3 Mio. € signifikant über dem Niveau des ersten Halbjahres 2008 liegen.

Bei der Ermittlung des fairen Wertes für die Aktie der Impreglon AG hat sich der Roll Over auf die neue Basis 2009 sowie die in unseren Augen günstige Übernahme der MBJ positiv ausgewirkt. Negativ beeinflusst wurde der faire Wert dagegen durch die Anhebung des WACC auf 9,8 % von bisher 9,6 % aufgrund des gestiegenen Zinsniveaus.

**Den fairen Wert für die Aktie der Impreglon AG auf Basis des Jahres 2009 sehen wir bei 19,58 € (bisher: 19,54 €). Dies entspricht ausgehend vom aktuellen Kursniveau einem Potential von knapp 20 %. Wir vergeben daher für die Aktie der Impreglon AG weiterhin das Rating 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
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden
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/>

einsehbar.

**§ 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 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](mailto: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](mailto:office@gbc-ag.de)