

26.08.2008

SoftM AG^{(5),(7)}

KAUFEN

Kursziel: 4,69 €

Kurs: 3,40 €
22.8.2008,9:03 Uhr,
Frankfurt

**Letztes Rating/
Kursziel:**
KAUFEN/ 4,68 €

Marktsegment:
Prime Standard

Rechnungslegung:
IFRS

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Manuel Hoelzle
hoelzle@gbc-ag.de

IR-Kontakt:

SoftM AG
Friedrich Koopmann
Messerschmittstraße 4
D-80992 München

Tel.: +89-14329-119
Fax: +89-14329-1113

ir@softm.com
www.softm.com

Unternehmensprofil:

Branche: Software/IT
Fokus: Standardsoftware/ Bera-
tung und Systemintegration

Mitarbeiter: 418 (30.06.2008)
Firmensitz: München, D
Gründung: 1973
Vorstandssprecher: Franz
Wiesholler

WKN: 724910

ISIN: DE0007249104

Börsenkürzel: FTM

Anzahl Aktien: 4,98 Mio.

Marktkap.: 16,93 Mio. €

Streubesitz: 45,36 %

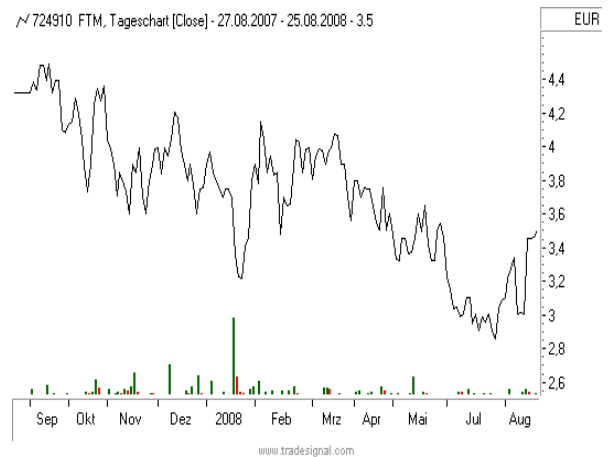
52 W Hoch: 4,89 €

52 W Tief: 2,85 €

Durchs. Tagesvolumen: 8.687 €

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

724910 FTM, Tageschart [Close] - 27.08.2007 - 25.08.2008 - 3.5



in Mio. €	GJ 2006	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e
Gesamtleistung	82,97	59,37	60,50	65,60
EBITDA	4,68	3,04	4,64	5,95
EBIT	0,02	-1,85	1,54	2,95
Periodenergebnis	0,04	-0,87	0,94	1,92
in €				
EPS in €	0,01	-0,17	0,19	0,39
Dividende je Aktie in €	0,05	0,00	0,06	0,15
in %				
EBITDA-Marge	5,6	5,1	7,7	9,1
EBIT-Marge	0,0	-	2,5	4,5
Kennzahlen				
EV/ Sales	0,36	0,45	0,44	0,41
EV / EBITDA	6,45	8,80	5,75	4,49
Kurs-Gewinn-Verhältnis	482,49	-19,48	18,04	8,81
Kurs-Buchwert-Verhältnis		1,02		

Highlights:

- Deutlich positives EBITDA im Q2 2008
- Bereits 24 Neukunden für Semiramis im 1. HJ 2008 gewonnen
- Starker operativer Cash Flow zur Rückführung der Nettoverschuldung verwendet
- Umsatz- und Ergebnisanstieg für 2008 erwartet

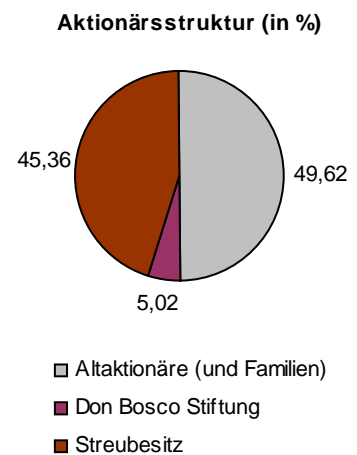
Unternehmen

Profil

Die SoftM AG mit Hauptsitz in München ist ein führender Anbieter von kompletten IT-Lösungen für den Mittelstand. Das Unternehmen wurde 1973 gegründet und beschäftigt mittlerweile rund 420 Mitarbeiter. SoftM ist in sechs verschiedenen Ländern tätig. Die Geschäftstätigkeit untergliedert sich dabei in die drei Geschäftsbereiche Standardsoftware, Beratung und Systemintegration. Insgesamt zählen mehr als 4.000 Unternehmen zum Kundenkreis des SoftM Konzerns. Im Dezember 2006 wurde im Rahmen eines Asset-Kaufs die ERP-Software Semiramis erworben. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 erzielte SoftM Umsatzerlöse in Höhe von 59,4 Mio. € bei einem Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) in Höhe von 3,0 Mio. €.

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Altaktionäre (und Familien)	49,62
Don Bosco Stiftung	5,02
Streubesitz	45,36



Quelle: SoftM, GBC

Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Q3-Zahlen 2008	18.11.2008
Eigenkapitalforum, Frankfurt	10.11.2008

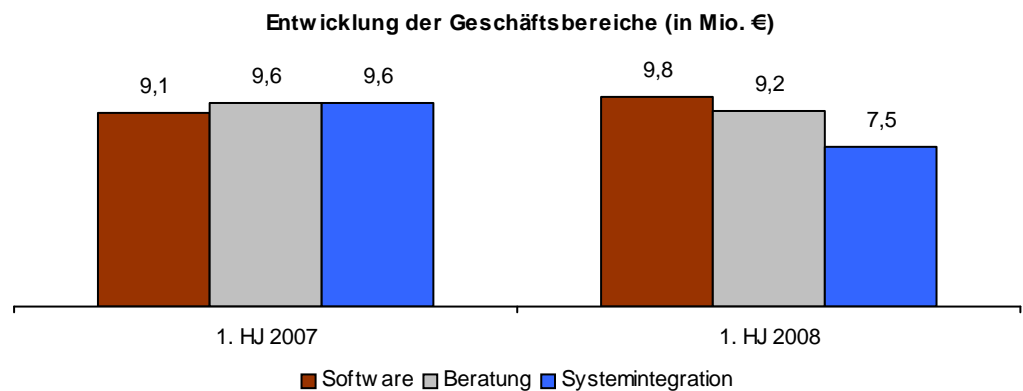
Geschäftsentwicklung - 1. Halbjahr 2008

in Mio. €	1.HJ 2007	1. HJ 2008	Q2 2007	Q2 2008
Umsatz	28,29	26,46	14,53	14,24
EBITDA	-0,62	1,62	-0,36	0,94
EBIT	-2,51	0,18	-1,30	0,20
Jahresüberschuss	-1,45	-0,26	-0,55	-0,02
EPS in €	-	-	-	-

Quelle: SoftM, GBC

Umsatzentwicklung

Die SoftM AG erzielte im abgelaufenen zweiten Quartal 2008 einen Umsatz in Höhe von 14,24 Mio. € und lag damit leicht unter dem vergleichbaren Vorjahreswert von 14,53 Mio. €. Nach den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres beliefen sich die Umsatzerlöse auf 26,46 Mio. € (VJ: 28,29 Mio. €). Während die Umsatzerlöse in dem Geschäftsbereich Standardsoftware auch im zweiten Quartal 2008 weiter gesteigert werden konnten, war die Umsatzentwicklung in den beiden Segmenten Beratung und Systemintegration im zweiten Quartal 2008 leicht rückläufig. Die nachstehende Graphik zeigt die Umsatzentwicklung der einzelnen Geschäftsbereiche für das erste Halbjahr 2008.



Quelle: SoftM, GBC

Im Bereich Standardsoftware hat sich die erfreuliche Entwicklung der ersten drei Monate 2008 auch im zweiten Quartal 2008 fortgesetzt. Die Umsätze lagen hier mit 4,9 Mio. € auf dem Niveau des Vorquartals und mit rund 9 % deutlich über dem Vorjahresquartal (VJ: 4,5 Mio. €). Die Neukundengewinnung für die ERP-Software Semiramis konnte dabei im zweiten Quartal nochmals beschleunigt werden. Nach 10 Neukunden im ersten Quartal 2008 entschieden sich im zweiten Quartal 2008 14 neue Unternehmen für Semiramis. Über den indirekten Vertriebskanal wurden davon 14 der 24 Neukunden gewonnen. Zum Halbjahr 2008 beliefen sich die Umsätze in der Sparte auf 9,8 Mio. €, wobei rund 70 % der Umsätze auf Wartungsgebühren und rund 30 % der Umsätze auf Lizenzverkäufe entfallen.

Im Segment Beratung fielen die Umsatzerlöse im Vergleich zum Vorjahr mit 9,2 Mio. € (VJ: 9,6 Mio. €) etwas geringer aus, was vor allem aus dem Verkauf einer Tochtergesellschaft resultiert. Der Pro-Kopf-Umsatz im Beratungsgeschäft konnte dagegen infolge einer besseren Auslastung der Beratungsmannschaft gegenüber dem Vorjahr deutlich zulegen.

Nach einem schwächeren ersten Quartal 2008 konnte der Umsatz im Bereich Systemintegration im zweiten Quartal 2008 wieder gesteigert werden und lag mit 5,0 Mio. € nur geringfügig unter dem Vorjahresumsatz von 5,2 Mio. €. Zum Halbjahr 2008 belief sich der Umsatz auf 7,5 Mio. € (VJ: 9,6 Mio. €).

Ergebnisentwicklung

Das überproportionale Wachstum der Softwaresparte wirkt sich folgerichtig positiv auf die Rohertragsmarge aus. Die Rohertragsmarge konnte im ersten Halbjahr gegenüber dem Vorjahr deutlich von 72,94 % in 2007 auf 76,12 % in 2008 gesteigert werden, obwohl die sonstigen betrieblichen Erträge mit 0,79 Mio. € um rund 0,35 Mio. € unter dem Vorjahreswert lagen. Die gestiegene Rohertragsmarge konnte den Umsatzrückgang allerdings nicht ganz kompensieren, so dass sich der Rohertrag nach den beiden ersten Quartalen auf 20,18 Mio. € (VJ: 20,63 Mio. €) belief. Im zweiten Quartal fiel die Rohertragsmarge aufgrund der verbesserten Umsatzsituation des Geschäftsbereiches Systemintegration mit 71,69 % geringer aus als noch im Vorquartal (Q1 2008: 81,56 %). Der Bereich Systemintegration ist dabei weniger margenträchtig als die beiden anderen Geschäftsbereiche Software und Beratung.

Auf der Kostenseite zeigten die ergriffenen Kostenmaßnahmen bereits zählbare Erfolge. Die Mitarbeiterzahl lag Ende Juni 2008 bei 418 gegenüber 441 zum Jahresanfang und 478 zum Vorjahresstichtag. Dies schlug sich auch entsprechend in den gesunkenen Personalaufwendungen nieder. Der Personalaufwand betrug zum Halbjahr 2008 13,77 Mio. €, was einen deutlichen Rückgang gegenüber dem Vorjahr (VJ: 15,30 Mio. €) darstellt. Auch im zweiten Quartal 2008 (Q2 2008: 6,83 Mio. €) gingen die Personalaufwendungen gegenüber dem ersten Quartal 2008 (Q1 2008: 6,94 Mio. €) weiter zurück. Auch bei sonstigen betrieblichen Aufwendungen konnte bei der Aufwandsquote eine Verbesserung erreicht werden. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen lagen in den ersten sechs Monaten 2008 bei 4,77 Mio. € (VJ: 5,94 Mio. €), was einer Aufwandsquote von 18,02 % (VJ: 20,99 %) entspricht. Im zweiten Quartal 2008 belief sich die Aufwandsquote auf 17,08 %.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) konnte im zweiten Quartal 2008 im Vergleich zur Vorjahresperiode signifikant von -0,36 Mio. € auf 0,94 Mio. € gesteigert werden. Zum Halbjahr 2008 lag das EBITDA bei 1,62 Mio. € (VJ: -0,62 Mio. €). Bei den Abschreibungen, die im Wesentlichen auf die erworbenen immateriellen Vermögensgegenstände sowie die aktivierten Entwicklungskosten angefallen sind, war in der Berichtsperiode ein deutlicher Rückgang auf 1,44 Mio. € (VJ: 1,89 Mio. €) zu verzeichnen. Auch das Zinsergebnis halbierte sich in den ersten sechs Monaten 2008 infolge der Rückführung von Bankkrediten auf -0,1 Mio. € (VJ: -0,2 Mio. €). Beim Vorsteuerergebnis schaffte die SoftM AG im ersten Halbjahr 2008 den Turn-Around und konnte wieder einen positiven Wert von 0,08 Mio. € (VJ: -2,70 Mio. €) vorweisen.

Die Steuerquote wurde belastet durch eine nicht liquiditätswirksame Anpassung bei den passiven latenten Steuern im Zusammenhang mit den aktivierten Entwicklungsleistungen, so dass der Jahresüberschuss mit -0,25 Mio. € (VJ: -1,45 Mio. €) negativ ausfiel.

Bilanzielle und finanzielle Lage

Das Eigenkapital lag zum Stichtag 30.6.2008 bei 16,30 Mio. €, was einer Eigenkapitalquote von 41,4 % entspricht. Auf der Aktivseite war ein Anstieg der aktivierten Entwicklungskosten auf nun 5,95 Mio. € (31.12.2007: 4,92 Mio. €) zu verzeichnen. Auf der Passivseite der Bilanz konnten die Bankverbindlichkeiten infolge des hohen operativen Cash Flows weiter um 6,33 Mio. € auf 4,10 Mio. € reduziert werden.

Der operative Cash Flow fiel dabei nach den ersten sechs Monaten 2008, wie schon im Vorjahr, mit 10,73 Mio. € (VJ: 10,61 Mio. €) deutlich positiv aus. Die Investitionen beliefen sich auf 1,65 Mio. € und lagen damit in etwa auf dem Niveau des Vorjahres. Hierbei entfielen 1,38 Mio. € auf Investitionen in das immaterielle Anlagevermögen.

Prognose und Modellannahmen

Für das laufende Geschäftsjahr 2008 rechnen wir mit einem moderaten Umsatzanstieg um 1,9 % auf dann 60,5 Mio. €. Folglich erwarten wir für die zweite Jahreshälfte Umsatzerlöse von rund 34 Mio. €, was deutlich über dem Niveau der ersten sechs Monate 2008 liegt. Dabei sollte sich die erfreuliche Entwicklung des Geschäftsbereiches Software auch im zweiten Halbjahr fortsetzen. Die SoftM AG konnte hier im ersten Halbjahr 2008 insgesamt 24 Neukunden für Semiramis gewinnen, wobei nach unserer Schätzung Umsatzerlöse aus Lizenzverkäufen und Wartungsgebühren von rund 2 Mio. € erzielt wurden. Die Lizenzumsätze aus dem Verkauf der Software Semiramis lagen auf Halbjahresbasis erstmalig über den Lizenzeinnahmen mit der Softwarelösung SoftM Suite. Im Gesamtjahr sollte SoftM mehr als 50 neue Kunden für Semiramis gewinnen können. Des Weiteren gehen wir davon aus, dass SoftM den indirekten Vertriebskanal konsequent ausbauen wird. Derzeit umfasst das Partnernetzwerk 25 Systemhäuser und sollte in der zweiten Jahreshälfte um 2 bis 3 neue Partner erweitert werden.

Nachdem die Ergebniskennzahlen im ersten Halbjahr 2008 mit einem EBITDA von 1,62 Mio. € sowie einer EBITDA-Marge von 6,11 % bereits deutlich über dem Vorjahr lagen, rechnen wir im traditionell stärkeren zweiten Halbjahr mit einer weiteren Verbesserung des operativen Ergebnisses. Unsere Schätzung für das EBITDA sieht in 2008 einen Wert in Höhe von 4,64 Mio. € vor.

Die Abschreibungen werden infolge gestiegener aktivierter Eigenleistungen im zweiten Halbjahr 2008 leicht ansteigen, allerdings mit erwarteten 3,10 Mio. € im Geschäftsjahr 2008 deutlich unter dem Vorjahresniveau von 4,89 Mio. € liegen. Auch beim Finanzergebnis erwarten wir in 2008 aufgrund der gesunkenen Nettoverschuldung eine Verbesserung um knapp 0,15 Mio. € auf -0,20 Mio. €.

Bewertung

DCF-Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der SoftM 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 % (bisher: 4,00 %).

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 1,29 ermittelt. Hierbei unterstellen wir eine leicht überdurchschnittliche Konjunktursensitivität der Gesellschaft.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,6 % (10-jähriger Zinssatz plus Beta multipliziert mit Risikoprämie). Da wir langfristig ein Gewicht der Fremdkapitalfinanzierung von 75 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,7 % (bisher: 9,4 %).

Kapitalkosten	in %
Eigenkapitalkosten	11,6%
Gewicht in %	75%
Fremdkapitalkosten	5,5%
Gewicht in %	25%
Taxshield in %	25,0%
WACC	9,7%

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2009 - Phase 2

Umsatzwachstum	8,0%
EBITDA-Marge	10,0%
Steuerquote	30,0%
Working Capital in % vom Umsatz	12,0%
Umsatz zu OAV	603,5 %
Abschreibungen vom OAV	28,6%

Werttreiber - DCF Bewertung Endwert - Phase 3

Umsatzwachstum	2,0%
Kapitalrendite	14,9%

Discounted Cashflow-Modell

Die SoftM 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 10,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Endwert bestimmt. Dabei unterstellen wir einen nachhaltigen Umsatzzanstieg von 2,0 % sowie eine Kapitalrendite von 14,9 %.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,7 % (bisher: 9,4 %) errechnet.

Der daraus resultierende faire Wert der Aktie auf Basis 2009 liegt bei 4,69 € (zuvor: 4,68 €).

in Mio. EUR	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	Endwert
Umsatz	60,500	65,600	70,848	76,516	82,637	89,248	96,388	
Umsatzveränderung	1,9%	8,4%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	2,0%
EBITDA-Marge	7,7%	9,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Abschreibungen (auf IK)	-3,100	-3,000	-3,203	-3,358	-3,626	-3,916	-4,229	
Abschreibungen vom OAV	28,2%	26,8%	28,6%	28,6%	28,6%	28,6%	28,6%	
EBITA	1,541	2,946	3,882	4,294	4,638	5,009	5,409	
EBITA-Marge	2,5%	4,5%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
EBI (NOPLAT)	1,079	2,062	2,717	3,006	3,246	3,506	3,787	4,089
Working Capital	7,000	7,500	8,502	9,182	9,916	10,710	11,567	
Working Capital zu Umsatz	11,6%	11,4%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	
Operatives Anlagevermögen	11,000	11,200	11,740	12,679	13,693	14,788	15,971	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen	550,0%	585,7%	603,5%	603,5%	603,5%	603,5%	603,5%	
Investiertes Kapital (IK)	18,000	18,700	20,241	21,861	23,609	25,498	27,538	
Kapitalrendite	6,9%	11,5%	14,5%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%
Free Cashflows:								
EBITDA	4,641	5,946	7,085	7,652	8,264	8,925	9,639	
Steuern auf EBITA	-0,462	-0,884	-1,164	-1,288	-1,391	-1,503	-1,623	
Investitionen in OAV	-3,000	-3,200	-3,743	-4,297	-4,640	-5,012	-5,413	
Veränderung des Working Capital	-2,392	-0,500	-1,002	-0,680	-0,735	-0,793	-0,857	
Investitionen in Goodwill	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
Freier Cashflow	-1,213	1,362	1,176	1,387	1,497	1,617	1,747	45,898

VALUATION in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Barwert expliziter FCFs	4,66	6,32	5,57	4,94
Barwert des Continuing Value	23,99	26,32	28,88	31,68
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	28,65	32,64	34,45	36,62
Nettoschulden (Net debt)	9,75	11,50	11,07	11,25
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	18,90	21,14	23,38	25,37
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	18,90	21,14	23,38	25,37
Ausstehende Aktien in Mio.	4,98	4,98	4,98	4,98
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,79	4,25	4,69	5,09

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Dividendenzahlung	0,00	-0,30	-0,75	-0,90
Kapitalerhöhung	0,00	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwand/ertrag	-0,54	-0,63	-0,61	-0,62

Sensitivitätsanalyse - fairer Wert je Aktie in EUR - Stand GJ 2009e					
WACC	8,7%	9,2%	9,7%	10,2%	10,7%
Kapitalrendite					
10,9%	3,70	3,27	2,89	2,56	2,27
12,9%	4,79	4,25	3,79	3,39	3,04
14,9%	5,87	5,24	4,69	4,22	3,80
16,9%	6,96	6,23	5,60	5,05	4,56
18,9%	8,04	7,22	6,50	5,88	5,33

Fazit

Nachdem bereits das erste Quartal auf EBITDA Basis positiv ausgefallen ist, konnte die SoftM AG auch im abgelaufenen zweiten Quartal 2008 ein deutlich positives operatives Ergebnis erzielen. Dabei profitierte SoftM neben der gestiegenen Rohertragsmarge bedingt durch einen erfolgreichen Lizenzverkauf auch von den eingeleiteten Kostenmaßnahmen. Im ersten Halbjahr 2008 konnte SoftM bereits 24 Neukunden für Semiramis und damit annähernd doppelt so viele Kunden wie im Vorjahr gewinnen.

Der operative Cash Flow bewegte sich mit 10,7 Mio. € auf einem hohen Niveau und konnte für die weitere Rückführung der Nettoverschuldung eingesetzt werden. Damit konnte das Akquisitionsdarlehen für den Kauf der Semiramis bereits fast vollständig zurückgeführt werden.

Für die traditionell stärkere zweite Jahreshälfte erwarten wir Umsatzerlöse in Höhe von 34,0 Mio. €, die damit deutlich über dem Niveau des ersten Halbjahres liegen. Dabei sollte ein erfolgreiches Lizenzgeschäft im Softwarebereich ebenso seinen Beitrag leisten wie ein wieder anziehender Umsatz im Geschäftsbereich Systemintegration.

Wir sehen die SoftM auf dem richtigen Weg. Die Kostensenkungen entfalten bereits ihre Wirkung und auch die Fortschritte bei der operativen Entwicklung sind nicht zu übersehen. Anhand unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert für die Aktie der SoftM von 4,69 € (bisher: 4,68 €) ermittelt. Wir stufen die Aktie der SoftM AG daher unverändert mit dem Rating KAUFEN ein.

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>

§ 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 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

Manuel Hölzle, Dipl. Kfm., Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>
E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de