

**16.10.2008**

**CeoTronics AG<sup>(5,7)\*</sup>**

**KAUFEN**

**Kursziel: 4,87 Euro**

Kurs: 2,51 Euro  
16. Oktober 2008  
XETRA, 09:13 Uhr

**Letztes Rating  
(Kursziel):**

**KAUFEN (4,87 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

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 10

**Unternehmensprofil:**

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

**Mitarbeiter:** 151 (31.08.2008)

**Firmensitz:** Rödermark, D

**Gründung:** 1985

**Vorstandsvorsitzender:**  
Thomas H. Günther

WKN: 540740

540740 CEK, Tageschart [Close] - 18.10.2007 - 16.10.2008 - 2.51

EUR

ISIN: DE0005407407

Börsenkürzel: CEK

Anzahl Aktien: 6,60 Mio.

Marktkap.: 16,57 Mio. Euro

Streubesitz: 39,91 %

52 W Hoch: 3,95 Euro

52 W Tief: 2,20 Euro

Durchs. Tagesvolumen : 20.020 €.\*

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



In Mio. Euro	31.05.2007	31.05.2008	31.05.2009e**	31.05.2010e**
Umsatz	17,94	21,32	21,75	23,93
EBITDA	2,44	3,31	3,31	3,70
EBIT	1,92	2,79	2,81	3,22
Konzernergebnis	1,05	1,84	1,85	2,15
<b>In Euro</b>				
Gewinn je Aktie*	0,16 €	0,28 €	0,28 €	0,32 €
Dividende je Aktie*	0,10 €	0,15 €***	0,15 €	0,17 €
<b>In %</b>				
EBITDA-Marge	13,58 %	15,51 %	15,23 %	15,47 %
EBIT-Marge	10,70 %	13,07 %	12,93 %	13,47 %
Dividendenrendite*	4,00 %	6,00 %	6,00 %	6,80 %
<b>Kennzahlen*</b>				
EV/Sales	1,00	0,88	0,78	0,71
EV/EBITDA	7,35	5,68	5,10	4,57
KGV	15,84	9,11	9,03	7,79
KBV (31.08.2008)	1,28			

\*Im Geschäftsjahr 2007/08 wurde die Aktienanzahl durch einen Aktiensplitt von 2,2 Mio. auf 6,6 Mio. erhöht. Zur besseren Vergleichbarkeit der Kennzahlen haben wir die Aktienanzahl der Vorperioden auf 6,6 Mio. Stück angepasst

\*\* Prognosen der GBC AG

\*\*\* Vorschlag an die Hauptversammlung

**Highlights:**

- Ergebnisse zum HJ trotz leicht niedrigerer Umsätze verbessert
- Deutliche Verbesserung der Ergebnisqualität
- Gewinnung wichtiger Aufträge im September
- Bestätigung der Prognosen für 2008/09 und 2009/10
- Kurspotenzial beläuft sich weiterhin auf knapp 100 %

## Unternehmen

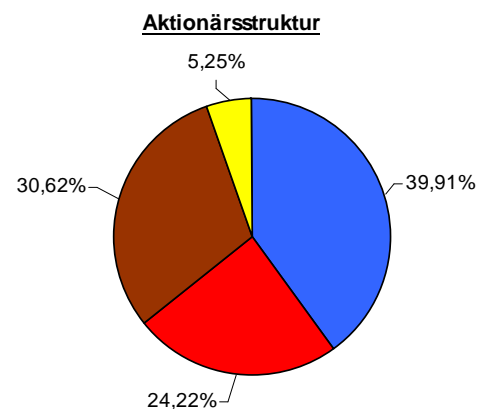
### Profil

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 150 beschäftigten Mitarbeitern erwirtschaftete die Gesellschaft im Geschäftsjahr 2007/2008, das zum 31.05.2008 endete, einen Konzernumsatz von 21,32 Mio. €.

### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	Anteile
Familie Günther	30,62 %
Vorstände, Aufsichtsräte (ohne Fam. Günther) und sonstige nahe stehende Personen	24,22 %
Highclere International Investors Limited	5,25 %
Streubesitz	39,91 %



### Die nächsten Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Hauptversammlung 2008	07.11.2008
Vorabzahlen Halbjahr 2008/09	KW 49
Halbjahresbericht per 30.11.2008	14.01.2009
Vorabzahlen 9-Monate 2008/09	KW 10
9-Monatsbericht per 28.02.2009	03.04.2009
Ende GJ 2008/09	31.05.2009
Jahresabschluss 2008/09	14.08.2009

## Umsatz- und Ergebnisentwicklung - Q1 2008/09

### Umsatzbetrachtung

in Mio. Euro	Q1 2007/08	Veränderung	Q1 2008/09
Umsatz Gesamt	3,15	-4,76 %	3,00
Umsatz - Deutschland	1,79	+17,88 %	2,11
Umsatz - Resteuropa	1,25	-31,20 %	0,86
Umsatz - übrige Welt	0,10	-70,00 %	0,03
EBITDA	0,07	+85,71 %	0,13
EBIT	-0,06	n.a.	0,00
Konzernergebnis	-0,10	n.a.	-0,02
EPS in Euro	-0,01	n.a.	0,00

Traditionell ist das erste Quartal der CeoTronics AG vom 01.06. bis 31.08. umsatzseitig das schwächste des Geschäftsjahres. So auch im neu gestarteten Geschäftsjahr 2008/09, wo die Umsatzerlöse gegenüber dem Vorjahreszeitraum von 3,15 Mio. € leicht auf 3,00 Mio. € rückläufig waren.

Dabei ist die Entwicklung vor allem auf den Märkten Deutschland, Polen und Schweiz als sehr positiv hervorzuheben. Dort wurde demnach auch im ersten Quartal die positive Entwicklung der Vorquartale fortgesetzt. Erwartungsgemäß war die rückläufige Entwicklung auf den Märkten Spanien und Frankreich. Wie an dieser Stelle bereits mehrfach betont, ist die geringere Umsatzbasis in diesen Ländern im Vergleich zum Vorjahr auf die hohen Umsätze des Vorjahres im Bereich der dortigen Digitalfunkumstellung zu sehen, die inzwischen aber weitestgehend abgeschlossen ist.

Auf dem amerikanischen Markt machte sich hingegen bereits eine erste Kaufzurückhaltung der Industrie in Verbindung mit der Banken- und Finanzkrise bemerkbar. Zudem wurden erst jüngst zwei neue Vertriebsmitarbeiter eingestellt, die sich noch in der Einarbeitungsphase befinden. Dagegen war die Entwicklung der in Lutherstadt Eisleben ansässigen Tochtergesellschaft CT-Video GmbH mit einer Umsatzsteigerung von 44,8 % sehr zufriedenstellend.

Die Auftragslage gestaltet sich weiterhin komfortabel. Auf den ersten Blick erscheint der Rückgang um 40,1 % gegenüber dem Vorjahreszeitpunkt zwar massiv, ist aber relativiert zu betrachten. Im Vorjahr waren die inzwischen ausgelieferten und abgerechneten ersten beiden Lose des Bundeswehrauftrages über 5,5 Mio. € enthalten. Zum Ende des ersten Quartals waren diese abgearbeitet und aus diesem Auftrag nur noch das dritte Los über 3 Mio. € im Auftragsbestand zu finden.

Aber vor allem nach dem Stichtag konnten weitere richtungsweisende Aufträge generiert werden. Anfang September konnte ein Auftrag eines Helmherstellers über 600 Motorradhelm-Kommunikationssysteme für die Polizei Nordrhein-Westfalen gewonnen werden. Der Auftragswert wurde aus Rücksichtnahme gegenüber dem Kunden nicht kommuniziert. Daneben konnte ein weiterer Auftrag über 200 Motorradhelm-Kommunikationssysteme für die französische Gendarmerie gewonnen

werden. Dieser Auftrag umfasst ein Gesamtvolumen von 0,14 Mio. €. Einen erfolgreichen Start hatte auch die Neuentwicklung CT-ClipCom Digital, die erst vor kurzem auf der Fachmesse für Polizei- und Spezialausrüstung GPEC vorgestellt wurde. Nun konnte ein erster Auftrag für Spezialeinsatzkräfte der Deutschen Polizei gewonnen werden. Über das Auftragsvolumen wurde ebenfalls Stillschweigen vereinbart.

Alle die genannten Aufträge sollen noch im Jahr 2008 fertiggestellt und ausgeliefert werden.

### **Ergebnisentwicklung**

Während bei den Umsatzerlösen ein leichter Rückgang im Vergleich zum Vorjahr zu verzeichnen war, konnten die Ergebnisse dennoch gesteigert werden, auch wenn das erste Quartal, wie bei den Umsatzerlösen auch, in der Regel das schwächste ist. So kletterte das EBITDA von 0,07 Mio. € auf 0,13 Mio. €, was einem Zuwachs von 80,3 % entspricht.

Ein Grund für die erfolgreiche Ergebnisentwicklung war die Senkung der Herstellkosten, was sich positiv auf die Rohmarge auswirkte. Auf Grund der geringeren Anzahl an Großaufträgen sank die Herstellkostenquote von zuvor 49,8 % auf 48,0 %. Entsprechend stieg die Rohmarge um 1,8 % auf 52,0 %.

Ein Anstieg der Kosten war bei den Vertriebs- und Marketingaufwendungen zu beobachten. Diese stiegen gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 6,3 % auf 1,02 Mio. € an. Die Differenz zum Vorjahr ist im Wesentlichen auf die GPEC-Messe zurückzuführen, die nur alle zwei Jahre stattfindet und daher im Vorjahr nicht im Ergebnis enthalten war.

Bei den beiden weiteren Kostengrößen Verwaltungskosten sowie Forschungs- und Entwicklungskosten gab es keine Abweichungen zum Vorjahresquartal. Sowie die Verwaltungskosten mit 0,32 Mio. € auf dem exakt gleichen Niveau wie im Vorjahr verharrten, blieben auch die Forschungs- und Entwicklungskosten mit 0,34 Mio. € unverändert.

Maßgeblichen Einfluss auf das ausgeglichene EBIT hatten die sonstigen betrieblichen Erträge in Höhe von 0,12 Mio. €. Diese fielen vor allem auf Grund von Wechselkursgewinnen an.

Unterm Strich wurde das Periodenergebnis mit -0,02 Mio. € deutlich gegenüber dem Vorjahr verbessert, als der Verlust 0,1 Mio. € betrug.

Auch bilanziell haben sich die erwarteten Veränderungen eingestellt. Die Forderungen nahmen gegenüber dem Ende des Geschäftsjahres 2007/08 deutlich ab, da die Zahlung für das zweite Los des Großauftrages der Bundeswehr inzwischen geleistet wurde. Entsprechend wurden auch die kurzfristigen Bankverbindlichkeiten um 1,22 Mio. € zurückgeführt. Diese wurden zur Zwischenfinanzierung des Großauftrages aufgenommen.

Durch den starken Abbau der Forderungen lag der operative Cash-Flow, wie von uns in der Researchstudie (Anno) vom 04.09.08 erwartet, mit 2,32 Mio. € deutlich im positiven Bereich. Im Vorjahr betrug der Wert 0,04 Mio. €.

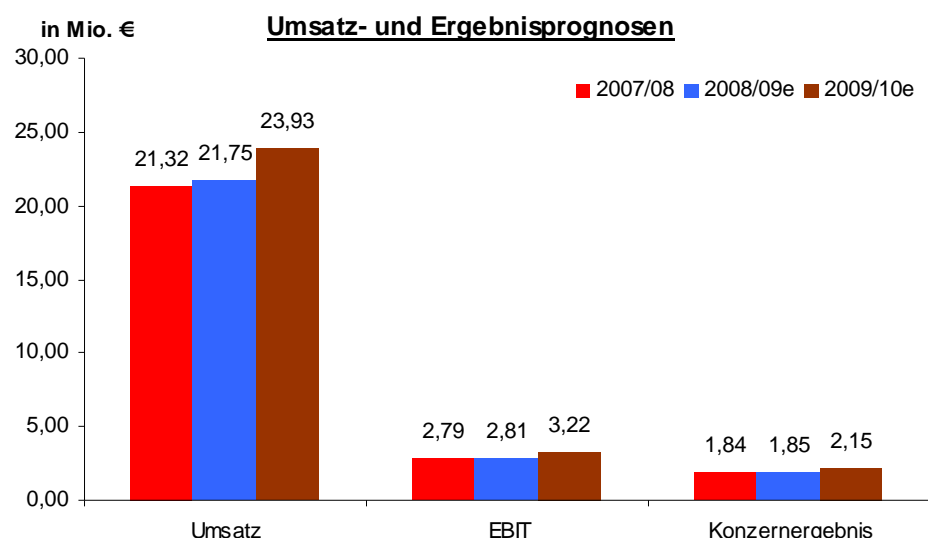
## Prognose- und Modellannahmen

Unsere Prognosen belassen wir gegenüber der Researchstudie (Anno) vom 04.09.08 unverändert. Das erste Quartal lag im Rahmen unserer Erwartungen. Für das Gesamtjahr ist das erste Quartal jedoch nicht aussagekräftig, da dieses in der Regel das schwächste Quartal bei CeoTronics ist. Daher wird auch eine Prognose des Vorstandes erst zum Halbjahr abgegeben. Hinzu kommt, dass im ersten Quartal bereits Vorleistungen für die Fertigstellung und Auslieferung des dritten Loses des Bundeswehrauftrages getroffen worden sind, die zwar noch zu keinen Umsätzen geführt haben, aber bereits das Ergebnis belastet haben. Dies bestätigt die gute Ergebnisqualität im ersten Quartal.

Durch eine Reihe von neuen Aufträgen im September scheint die Entwicklung auch weiterhin sehr positiv zu verlaufen. Dabei sind weniger die Umsatzvolumina der Einzelaufträge von Bedeutung, als vielmehr die Entscheidung der einzelnen Auftraggeber für die CeoTronics AG, was ein hohes Maß an Vertrauen und Zufriedenheit mit den Produkten zum Ausdruck bringt. Denn die Einsatzkräfte der Polizei müssen sich stets auf die Hochwertigkeit der Produkte verlassen können. Dieses Vertrauen, das CeoTronics gegenüber entscheidenden Kunden genießt, kann ein wichtiger Vorteil bei der Auftragsvergabe im Rahmen der Digitalfunkumstellung sein.

Nach den Zahlen für das Gesamtjahr 2007/08 hatten wir unsere Schätzungen für die Geschäftsjahre 2008/09 sowie 2009/10 leicht nach unten korrigiert. Insbesondere für das laufende Geschäftsjahr haben wir konservative Annahmen getroffen und gehen von keiner weiteren Margensteigerung aus. Nichtsdestotrotz halten wir es aber nicht für ausgeschlossen, dass unsere Schätzungen für 2008/09 übertroffen werden.

Die aktuelle Geschäftslage und die zahlreichen Auftragseingänge weisen in die richtige Richtung. CeoTronics ist gut positioniert und schafft es immer wieder von wichtigen Schlüsselkunden Aufträge zu erhalten. Das ist ein entscheidender Wettbewerbsvorteil, wenn es in Kürze darum geht, Aufträge im Rahmen der Digitalfunkumstellung zu erlangen. Dabei spielt nicht nur der deutsche Markt eine wichtige Rolle. Noch immer stehen auch in Österreich und in Nord-Europa Umstellungsprojekte auf den Digitalfunk kurz bevor.



Quelle: GBC AG

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2009/10 - Phase 2	
Umsatzwachstum	5,00 %
EBITDA-Marge	15,50 %
Steuerquote	31,00 %
Working Capital in % vom Umsatz	29,26 %
Umsatz zu OAV	4,27
Abschreibungen vom OAV	8,57 %
Werttreiber - DCF Bewertung Endwert - Phase 3	
Umsatzwachstum	2,00 %
Kapitalrendite	18,69 %

## Discounted Cashflow-Modell

Die CeoTronics AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF- Modells bewertet. Angefangen mit konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2008/09 bis 2009/10 in Phase Eins (siehe auch Seite 5), erfolgt in den Jahren 2010/11 bis 2014/15 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 9,28 % errechnet und damit unverändert gegenüber unserer letzten Einschätzung vom 04.09.2008 belassen. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2009/10 entspricht als **Kursziel 4,87 €**.

### DISCOUNTED CASHFLOW Modellszenario CeoTronics AG

in Mio. EUR	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	Endwert
	2008/09e	2009/10e	2010/11e	2011/12e	2012/13e	2013/14e	2014/15e	
Umsatz	21,75	23,93	25,12	26,38	27,70	29,08	30,54	
Umsatzveränderung	2,03%	10,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	2,00%
EBITDA-Marge	15,23%	15,47%	15,50%	15,50%	15,50%	15,50%	15,50%	
Abschreibungen (auf IK)	-0,50	-0,48	-0,48	-0,50	-0,53	-0,56	-0,58	
Abschreibungen vom OAV	8,63%	8,57%	8,57%	8,57%	8,57%	8,57%	8,57%	
EBITA	2,81	3,22	3,41	3,58	3,76	3,95	4,15	
EBITA-Marge	12,93%	13,47%	13,59%	13,59%	13,59%	13,59%	13,59%	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	31,00%	31,00%	31,00%	31,00%	31,00%	31,00%	31,00%	
EBI (NOPLAT)	1,94	2,22	2,36	2,47	2,60	2,73	2,86	3,01
Working Capital	6,31	7,00	7,35	7,72	8,10	8,51	8,93	
Working Capital zu Umsatz	29,00%	29,26%	29,26%	29,26%	29,26%	29,26%	29,26%	
Operatives Anlagevermögen	5,80	5,60	5,88	6,17	6,48	6,81	7,15	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen	3,75	4,27	4,27	4,27	4,27	4,27	4,27	
Investiertes Kapital (IK)	12,11	12,60	13,23	13,89	14,59	15,32	16,08	
<b>Kapitalrendite</b>	<b>13,93%</b>	<b>18,37%</b>	<b>18,70%</b>	<b>18,69%</b>	<b>18,69%</b>	<b>18,69%</b>	<b>18,69%</b>	<b>18,69</b>
<b>Free Cashflows:</b>								
EBITDA	3,31	3,70	3,89	4,09	4,29	4,51	4,73	
Steuern auf EBITA	-0,87	-1,00	-1,06	-1,11	-1,17	-1,23	-1,29	
Investitionen in OAV	-0,32	-0,28	-0,76	-0,80	-0,84	-0,88	-0,92	
Veränderung des Working Capital	164,00%	-69,20%	-35,05%	-36,75%	-38,59%	-40,52%	-42,55%	
Investitionen in Goodwill	-	-	-	-	-	-	-	
<b>Freier Cashflow</b>	<b>3,76</b>	<b>1,73</b>	<b>1,72</b>	<b>1,81</b>	<b>1,90</b>	<b>2,00</b>	<b>2,10</b>	<b>36,89</b>

VALUATION in Mio. EUR	GJ 2007/08	GJ 2008/09e	GJ 2009/10e	GJ 2010/11e
Barwert expliziter FCFs	11,00	8,26	7,30	6,25
Barwert des Continuing Value	19,83	21,67	23,68	25,88
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	30,83	29,93	30,98	32,13
Nettoschulden (Net debt)	2,16	-0,49	-1,12	-1,62
Barwert aller Optionsrechte	-	-	-	-
Wert des Eigenkapitals	28,68	30,42	32,10	33,75
Fremde Gewinnanteile	0,06	0,06	0,07	0,07
Wert des Aktienkapitals	28,74	30,48	32,16	33,82
Ausstehende Aktien in Mio.	6,60	6,60	6,60	6,60
<b>Fairer Wert der Aktie in EUR</b>	<b>4,35</b>	<b>4,62</b>	<b>4,87</b>	<b>5,12</b>

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR	GJ 2008/09e	GJ 2009/10e	GJ 2010/11e	GJ 2011/12e
Dividendenzahlung	-0,99	-0,99	-1,12	-1,12
Aktienrückkäufe	-	-	-	-
Zinsaufwand/ertrag	-0,13	-0,11	-0,10	-0,10

### Sensitivitätsanalyse Fairer Wert je Aktie in Euro

Fairer Wert pro Aktie liegt bei 4,87 €

		WACC				
		8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%
Kapitalrendite	14,7%	4,60	4,28	4,01	3,78	3,58
	16,7%	5,12	4,76	4,44	4,17	3,94
	18,7%	5,64	5,23	<b>4,87</b>	4,57	4,30
	20,7%	6,16	5,70	5,30	4,96	4,66
	22,7%	6,68	6,17	5,73	5,35	5,02



## Fazit

Das erste Quartal des neuen Geschäftsjahres 2008/09 ist in unseren Augen ordentlich verlaufen. Die Tatsache berücksichtigend, dass das erste Quartal in der Regel das schwächste der CeoTronics AG ist, konnte auch im Vergleich zum Vorjahr eine Verbesserung erzielt werden.

Bei den Umsatzerlösen musste zwar ein leichter Rückgang um 4,7 % auf 3,00 Mio. € hingenommen werden, jedoch fielen die Ergebniskennzahlen besser aus als im Vorjahr. So kletterte das EBITDA von zuvor 0,07 Mio. € um 80,3 % auf 0,13 Mio. €. Dabei ist zu berücksichtigen, dass das Ergebnis im ersten Quartal bereits durch Vorleistungen für das dritte Los des Bundeswehrauftrages über 3 Mio. € belastet ist, was für eine gute Ergebnisqualität spricht.

Auch die Entwicklung nach dem Stichtag stellte sich als sehr zufriedenstellend dar. So konnten allein im September drei Aufträge gemeldet werden. Zwar ist über das Gesamtvolumen der Aufträge keine Aussage möglich, da CeoTronics mit den Kunden Stillschweigen vereinbart hat. Alle Aufträge, inklusive des Bundeswehrauftrages, sollen jedoch bis Ende des Jahres abgearbeitet sein, so dass diese einen positiven Einfluss auf die Quartale zwei und drei haben werden.

Viel entscheidender sind jedoch die Indizien, dass CeoTronics trotz einer weltweit drohenden konjunkturellen Abschwächung weiterhin nennenswerte Aufträge generieren kann. Die von staatlicher Seite zu vergebenden Aufträge richten sich nur sehr eingeschränkt nach der konjunkturellen Lage. Noch immer ist dabei die Digitalfunkumstellung in Deutschland das wesentliche Thema. Diese ist mit einem festen Terminplan für die Umsetzung bis in das Jahr 2011 hinein versehen. Auch die entsprechenden Budgets müssten bereits festgelegt sein.

Dass CeoTronics einen wesentlichen Teil der Ausrüstungsaufträge für Spezialkommunikationssysteme gewinnen kann, halten wir weiterhin für sehr wahrscheinlich. Die Historie des Unternehmens, als auch der aktuelle Auftragseingang belegen die gute Positionierung des Unternehmens zu den Kunden.

Unsere Schätzungen für das laufende und kommende Geschäftsjahr belassen wir daher unverändert. Folglich gehen wir für 2008/09 weiterhin davon aus, dass Umsatzerlöse in Höhe von 21,75 Mio. € und ein Jahresüberschuss von 1,83 Mio. € erzielt werden können.

Die jüngsten Kursverwerfungen an den Börsen haben auch die Aktie der CeoTronics AG nicht verschont, wobei sich die Kursverluste bei weitem nicht so verheerend darstellten wie bei vielen anderen Titeln. Dennoch ist das Bewertungsniveau des Unternehmens noch einmal gesunken. Das erwartete KGV für das laufende Geschäftsjahr beträgt inzwischen nur noch 9 und unter 8 für das kommende Geschäftsjahr.

Auf Grund der weiterhin guten Aussichten auf das laufende Geschäftsjahr 2008/09 bestätigen wir neben unseren Schätzungen auch das Kursziel von 4,87 €. Auf dem aktuellen Kursniveau von 2,51 € ergibt sich ein Potenzial für den Kurs von knapp 100 %. Damit bestätigen wir auch 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 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](mailto:compliance@gbc-ag.de)



GBC AG<sup>®</sup>  
**- 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)