

31.10.2008

Sunline AG*⁵

KAUFEN

Kursziel: 6,32 Euro

Kurs: 2,65 Euro
31. Oktober 2008
Frankfurt, 12:53 Uhr

**Letztes Rating
(Kursziel):**

KAUFEN (6,40 €)

Marktsegment:
Open Market
(Freiverkehr)

Rechnungslegung:
IFRS

Analysten:

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

Manuel Hölzle
hoelzle@gbc-ag.de

IR-Kontakt:

Sunline AG
Investor Relations
Hans-Vogel-Str. 22
D-90765 Fürth

Tel.: 0911-791019-12
Fax.: 0911-791019-17

Info@sunline.de

www.sunline.de

Katalog möglicher Inter-
essenskonflikte auf S. 10

Unternehmensprofil:

Branche: Solartechnik
Fokus: Systemanbieter Photovol-
taik, Solarparks, Netzanlagen,
Consumerprodukte

Mitarbeiter: 105 (30.06.2008)

Firmensitz: Fürth, D

Gründung: 1986

Vorstand: Wolfgang Wismeth,
Michael Schatz

WKN: A0BMP0

ISIN: DE000A0BMP00

Börsenkürzel: SU3

Anzahl Aktien: 6,225 Mio.

Marktkap.: 16,50 Mio. Euro

Streubesitz: 30 %

52 W Hoch: 4,35 Euro

52 W Tief: 2,48 Euro

Durchs. Tagesvolumen : 22.507 €.*

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

^A0BMP0 SU3, Tageschart [Close] - 02.11.2007 - 31.10.2008 - 2,65

EUR



In Mio. €	2006	2007	2008e	2009e
Umsatz	49,79	49,81	80,00	110,00
EBITDA	-1,20	1,89	2,45	5,40
EBIT	-1,57	1,47	2,03	4,95
Jahresüberschuss	-1,97	0,94	1,35	3,08
In Euro				
Gewinn je Aktie	-0,32 €	0,15 €	0,22 €	0,49 €
Dividende je Aktie	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
In %				
EBITDA-Marge	-2,41 %	3,77 %	3,06 %	4,91 %
EBIT-Marge	-3,15 %	2,93 %	2,53 %	4,50 %
Dividendenrendite	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Kennzahlen				
EV/Sales	0,46	0,39	0,25	0,18
EV/EBITDA	neg.	10,50	8,08	3,66
KGV	neg.	17,64	12,19	5,36
KBV (auf Basis EK zum 31.12.2007)		1,34		

Highlights:

- Umsatzerlöse zum HJ bereits auf dem Niveau des GJ 2007
- Starke Ergebnissteigerungen zum HJ im Vergleich zum Vorjahr
- Starker Auftragsbestand sichert Umsätze für 2008 und 2009
- Kursziel von 6,40 € leicht auf 6,32 € angepasst - über 100 % Potenzial
- Sunline ist eine der günstigsten Solaraktien Deutschlands

Unternehmen

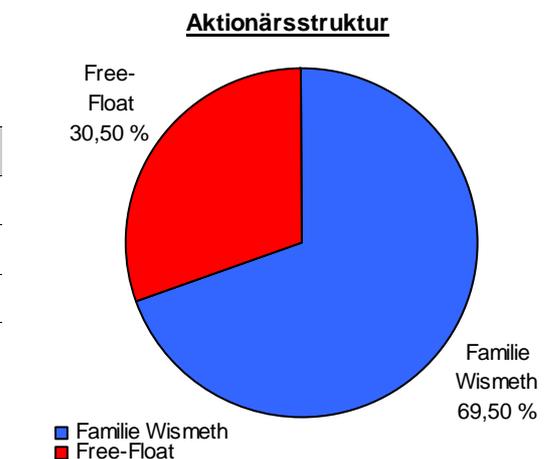
Profil

Die Sunline AG ist ein Systemanbieter für Solartechnik, der alle für Solaranlagen notwendigen Komponenten vertreibt. Zudem berät das Unternehmen seine Kunden bei der Planung von Photovoltaik- und Solarthermie-Anlagen und betreut bestehende Anlagen. Das Unternehmen unterscheidet zwischen vier Geschäftsbereichen. So bietet die Sunline AG im Bereich **SolarStrom-Kraftwerke** alle Leistungen aus einer Hand für den Bau großer Sonnenkraftwerke. Im Bereich **SolarStrom-Investments** werden verschiedene Photovoltaikanlagen für Investoren in einem Portfolio gebündelt. Die Wartung der Anlagen wird aus dem Bereich **SolarStrom-Service** heraus erbracht. Der Bereich **SolarStrom-Lösungen** umfasst, neben dem Handelsgeschäft für Module und Komponenten, auch Consumerprodukte und Inselanlagen, beispielsweise Solarlampen oder Solarpumpen, die vor allem an den Camping-Großhandel, Baumärkte und den Versandhandel geliefert werden.

Als Nachfolger der GWU Solar und der GWU Solar GmbH besitzt das Unternehmen bereits über 20 Jahre Erfahrung mit Solaranlagen. Derzeit beschäftigt die Sunline AG rund 100 Mitarbeiter in Deutschland. Jüngst wurde die Expansion auf ausländische Märkte vorangetrieben. Besonders in Spanien ist das Potenzial derzeit sehr hoch. Erste Photovoltaik-Kraftwerke hat Sunline in Spanien bereits errichtet. Aber auch in Tschechien, Italien und Griechenland sollen die Aktivitäten ausgebaut werden.

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Familie Wismeth	69,50 %
Freefloat	30,50 %
Gesamt	100,00 %



Quelle: Sunline AG, GBC

Die nächsten Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Investorenkonferenz M:access	26. November 2008

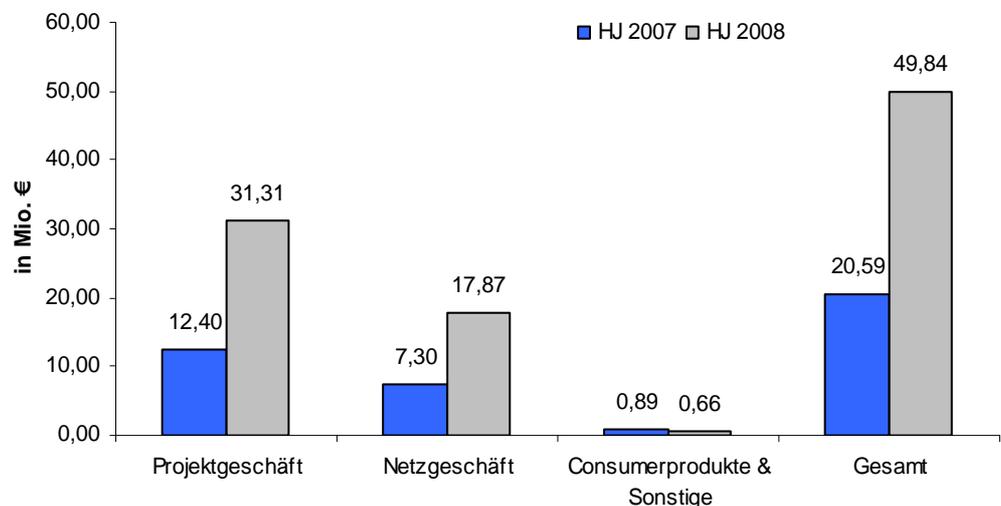
Geschäftsentwicklung 1. Halbjahr 2008

Umsatzentwicklung

Das erste Halbjahr verlief für die Sunline AG äußerst erfolgreich. Die Umsatzerlöse konnten um 142,1 % auf 49,84 Mio. € gesteigert werden. Damit konnte bereits zum Halbjahr das Umsatzniveau des gesamten Geschäftsjahres 2007 übertroffen werden. In den vorangegangenen Geschäftsjahren verlief das erste Halbjahr stets schwächer, was auf die schwächere Nachfrage nach Solaranlagen in den Wintermonaten (Januar bis März) zurückzuführen war. Diesen Effekt konnte man im ersten Halbjahr 2008 dagegen nicht beobachten. Vielmehr waren die Kapazitäten der Sunline in diesem Jahr gut ausgelastet. Dies steht im Zusammenhang mit mehreren Großaufträgen, die sich auf dem spanischen Festland und auf Gran Canaria in Erstellung befinden. Der Baufortschritt ist bei mehreren Projekten inzwischen weit fortgeschritten, weshalb mehrere Anlagen bis Ende des Jahres abgeschlossen werden sollen.

Insgesamt steuerte das Projektgeschäft Umsatzerlöse in Höhe von 31,31 Mio. € bei, was einem Anteil an den Gesamtumsatzerlösen von 62,8 % entspricht. Aber auch das Segment Netzgeschäft trug mit einer Steigerung gegenüber dem Vorjahreszeitraum von 144,8 % zum starken Wachstum der Sunline bei. Der Anteil an den Gesamtumsatzerlösen lag beim Netzgeschäft bei 17,9 %. Die weiteren Geschäftsbereiche Consumerprodukte und Solarthermie waren auch im ersten Halbjahr 2008 nur von einer untergeordneten Bedeutung und trugen zusammen 0,66 Mio. € zu den Umsatzerlösen bei.

Umsatzentwicklung nach Segmenten



Quelle: Sunline, GBC

Entsprechend den starken Aktivitäten in Spanien kletterte auch der Auslandsanteil der Umsatzerlöse weiter. Nachdem im Vorjahreszeitraum 36 % der Umsätze im Ausland erwirtschaftet wurden, lag dieser Anteil zum Halbjahr 2008 bei 60 %.

Ergebnisentwicklung

Auch ergebnisseitig konnte Sunline sich gegenüber dem Vorjahr verbessern. So konnte auf Ebene des EBITDA eine Steigerung um 83,3 % auf 1,14 Mio. € erreicht werden, nach 0,62 Mio. € im Vorjahr. Die Marge verringerte sich

dabei leicht von 3,0 % auf 2,3 %. Zurückzuführen ist dieser Effekt auf verschiedene Gründe. Maßgeblich dabei ist der Anstieg der Materialkostenquote um 4,5 % auf 87,9 %. Der Anstieg ist auf die fortgeschrittene Umsetzung einzelner Projekte zurückzuführen. Da Sunline einen Großteil der Projektvergütung bereits vor dem Beginn der Montage der Solarparks erhält, um die Planung und den Einkauf zu finanzieren, steigen die Materialkosten in der späteren Projektphase von der Montage bis zur Abnahme an. Entsprechend niedriger ist die Kostenquote dann zum Start von Projekten. Da sich im ersten Halbjahr 2008 mehrere Großprojekte in Bau befanden und teilweise kurz vor der Beendigung standen, wurde die Materialkostenquote entsprechend hoch ausgewiesen. Mit dem Start neuer Projekte im dritten und vierten Quartal sollte sich diese wieder normalisieren und auf das herkömmliche Niveau abfallen.

Ein weiterer Effekt war in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen zu sehen, die absolut um 150,5 % auf 3,71 Mio. € anstiegen. Zu begründen ist dies unter anderem mit einmaligen Aufwendungen. So fiel im ersten Halbjahr ein aperiodischer Effekt in Höhe von 0,79 Mio. € an, der sich aus zukünftigen Pachtzahlungen für Solaranlagen zusammensetzt. Der Rückstellungsbetrag errechnet sich aus den abgezinsten Pachtverpflichtungen für die nächsten 25 Jahre, den Zeitraum über den Dachanlagen zur Einspeisung von Solarenergie gepachtet wurden. Zudem entfallen auf die sonstigen betrieblichen Aufwendungen Provisionszahlungen für Kooperationspartner, Vertriebs- und Reisekosten sowie Rechts- und Beratungskosten.

Der Personalaufwand kletterte dagegen deutlich unterproportional um 19,3 % auf 1,83 Mio. €. Die Personalaufwandsquote verringerte sich entsprechend deutlich von 7,4 % auf 3,6 %.

Die Abschreibungen entwickelten sich ebenfalls moderat um 17,7 % nach oben und lagen zum Halbjahr weiterhin auf einem niedrigen Niveau bei 0,23 Mio. €. Hier macht sich die geringe Notwendigkeit für Investitionen in Sachanlagen bemerkbar.

Das EBIT konnte auf Grund der unterproportionalen Abschreibungsentwicklung noch kräftiger als das EBITDA gesteigert werden. Der Zuwachs dieser Ergebniskennzahl war mit 101,4 % dreistellig. Absolut gesehen lag das EBIT bei 0,87 Mio. €, nach 0,43 Mio. € im Vorjahr.

Auch beim Zinsaufwand ist ein Anstieg zu verzeichnen gewesen. Dieser erhöhte sich von 0,23 Mio. € im Vorjahr um nunmehr das eineinhalbfache auf 0,59 Mio. €. Neben den vermehrt in Anspruch genommenen Kreditlinien, sind hier die Auswirkungen eines Zinsderivats zur Absicherung von Währungsschwankungen enthalten.

Der Steueraufwand in Höhe von 0,27 Mio. € ist ausschließlich der Tochtergesellschaft Sunline Canarias, S.L. zuzurechnen. Während in der deutschen Muttergesellschaft durch Verlustvorträge in diesem Jahr noch kein Steueraufwand zu erwarten ist, sind bei der Sunline Canarias, S.L. solche nicht vorhanden.

Bedingt durch den erhöhten Zins- und Steueraufwand fiel der Periodenüberschuss im ersten Halbjahr 2008 mit 0,08 Mio. € unter dem Vorjahresniveau aus, wo der Periodenüberschuss 0,21 Mio. € betrug. Pro Aktie entspricht das einem Ergebnis von 0,01 €, nach 0,03 € im Vorjahr.

Prognose und Modellannahmen

Gegenüber unseren in der Researchstudie (Anno) vom 22.07.2008 veröffentlichten Annahmen nehmen wir keine Änderungen der Umsatzprognosen vor. Daher gehen wir für das Gesamtjahr weiterhin von Umsatzerlösen in Höhe von 80 Mio. € aus. Ein weiteres Solarstrom-Großkraftwerk mit einer installierten Leistung von 2 MWp ist im Oktober bereits in Betrieb genommen worden. Bis Ende des Jahres sollen noch zwei weitere Projekte in Spanien folgen. Auch für 2009 halten wir das Umsatzziel von 110 Mio. € aufrecht. Durch den jüngst im Mai abgeschlossenen Rahmenvertrag mit einem Finanzinvestor über Projekte im Gesamtvolumen von 80 Mio. € ist ein Großteil der von uns für 2009 veranschlagten Umsätze bereits vertraglich gesichert. Daher sollte auch die Absenkung der Einspeisevergütung in Deutschland ab 2009 und die erwartete Reduzierung der Einspeisevergütung in Spanien zunächst einen geringen Einfluss haben.

Zudem weitet Sunline derzeit seine Unabhängigkeit von einzelnen Märkten aus. So sind zum Beispiel auch Italien und Tschechien interessante Märkte, die Photovoltaik-Anlagen fördern. Neue Photovoltaik-Großprojekte sind z.B. in Tschechien aber auch in Spanien derzeit in Planung bzw. im Bau.

Jedoch nehmen wir Anpassungen bei den Ergebnisprognosen für das Geschäftsjahr 2008 vor. Das EBITDA für 2008 passen wir von 3,30 Mio. € auf 2,45 Mio. € nach unten an. Unsere bisherigen Margenerwartungen waren mit 4 % leicht zu hoch. Es erscheint realistischer, das sich die EBITDA-Marge zum Ende des Geschäftsjahres in der Größenordnung von rund 3 % bewegt. Für 2009 nehmen wir keine Änderungen der Ergebniserwartungen an und gehen weiterhin von einem EBITDA in Höhe von 5,40 Mio. € aus. Dies ist mit dem Hintergrund des hohen Auftragsbestandes zu sehen.

Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen erwarten wir einen deutlich moderateren Anstieg im zweiten Halbjahr 2008, da einmalige Rückstellungen für Pachtverträge im zweiten Halbjahr nicht mehr anfallen werden.

Auch der durch das derivative Währungssicherungsinstrument entstandene Verlust im Finanzergebnis sollte wieder ausgeglichen werden. Auf Grund der inzwischen wieder stärkeren Entwicklung des Euro gegenüber dem US-Dollar erwarten wir, dass auf Sicht des Gesamtjahres weiterhin von einem Zinsergebnis in Höhe von -0,55 Mio. € ausgegangen werden kann.

Der Steueraufwand sollte sich auch zum Gesamtjahr weiterhin gering gestalten, da Sunline noch von Verlustvorträgen der Muttergesellschaft profitiert. Für 2009 gehen wir davon aus, dass diese aufgebraucht sind und dann der volle Steuersatz von rund 30 % zum Tragen kommt. Unsere Erwartungen für den Jahresüberschuss nehmen wir für 2008 leicht von 1,86 Mio. € auf 1,35 Mio. €. Für 2009 behalten wir unsere Prognose von 3,08 Mio. € bei. Pro Aktie entsprechen diese Erwartungen Ergebnissen von 0,22 € bzw. 0,49 €. Für das DCF-Modell haben sich gemäß der Prognoseänderungen für 2008 die Berechnungsgrundlagen leicht verändert. Bei einem gleichbleibenden WACC in Höhe von 10,9 %, ergibt sich damit ein neues Kursziel von 6,32 €, was leicht unter dem bisherigen Niveau von 6,40 € liegt.

In Mio. €	2008e alt	2008e neu	2009e alt	2009e neu
Umsatz	80,00	80,00	110,00	110,00
EBITDA	3,30	2,45	5,40	5,40
EBIT	2,88	2,03	4,95	4,95
Jahresüberschuss	1,86	1,35	3,08	3,08

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2008 - Phase 2

Umsatzwachstum	5,00 %
EBITDA-Marge	5,00 %
Steuerquote	30,00 %
Working Capital in % vom Umsatz	10,00 %
Umsatz zu OAV	27,50
Abschreibungen vom OAV	11,25 %

Werttreiber - DCF Bewertung Endwert - Phase 3

Umsatzwachstum	2,00 %
Kapitalrendite	24,14 %

Discounted Cashflow-Modell

Die Sunline AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2008 bis 2009 in Phase Eins (siehe auch Seite 5), erfolgt in den Jahren 2010 bis 2015 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 10,9 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2009 entspricht als **Kursziel 6,32 Euro**.

DISCOUNTED CASHFLOW Modellszenario Sunline AG

in Mio. EUR	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	Endwert
Umsatz	80,00	110,00	115,50	121,28	127,34	133,71	140,39	147,41	
Umsatzveränderung	59,32%	37,50%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	2,00%
EBITDA-Marge	3,06%	4,91%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	
Abschreibungen (auf IK)	-0,43	-0,45	-0,45	-0,47	-0,50	-0,52	-0,55	-0,57	
Abschreibungen vom OAV	11,20%	11,25%	11,25%	11,25%	11,25%	11,25%	11,25%	11,25%	
EBITA	2,03	4,95	5,33	5,59	5,87	6,16	6,47	6,80	
EBITA-Marge	2,53%	4,50%	4,61%						
effektive Steuerquote	10,07%	30,00%							
EBI (NOPLAT)	1,82	3,47	3,73	3,91	4,11	4,32	4,53	4,76	
Working Capital	10,07	11,00	11,55	12,13	12,73	13,37	14,04	14,74	
Working Capital zu Umsatz	12,59%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	3,79	4,00	4,20	4,41	4,63	4,86	5,11	5,36	
Umsatz zu OAV	21,09	27,50	27,50	27,50	27,50	27,50	27,50	27,50	
Investiertes Kapital (IK)	13,87	15,00	15,75	16,54	17,36	18,23	19,14	20,10	
Kapitalrendite	14,87%	24,99%	24,85%	24,85%	24,85%	24,85%	24,85%	24,85%	24,14%

EBITDA	2,45	5,40	5,78	6,06	6,37	6,69	7,02	7,37
Steuern auf EBITA	-0,20	-1,49	-1,60	-1,68	-1,76	-1,85	-1,94	-2,04
Investitionen in OAV	-0,80	-0,66	-0,65	-0,68	-0,72	-0,75	-0,79	-0,83
Veränderung des Working Capital	-1,25	-0,93	-0,55	-0,58	-0,61	-0,64	-0,67	-0,70
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Freier Cashflow	0,20	2,33	2,98	3,13	3,28	3,45	3,62	3,80
								50,21

VALUATION in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Barwert expliziter FCFs	13,57	14,85	14,13	12,69
Barwert des Continuing Value	22,01	24,40	27,05	29,98
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	35,58	39,24	41,18	42,67
Nettoschulden (Net debt)	3,29	3,61	1,83	-1,00
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	32,28	35,63	39,34	43,67
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	32,28	35,63	39,34	43,67
Ausstehende Aktien in Mio.	6,23	6,23	6,23	6,23
Fairer Wert der Aktie in EUR	5,19	5,72	6,32	7,01

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Dividendenzahlung	0,000	0,000	0,000	0,000
Aktienrückkäufe	0,00	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwand/ertrag	-0,52	-0,55	-0,15	0,02

Sensitivitätsanalyse Fairer Wert je Aktie in Euro

		WACC				
		9,9%	10,4%	10,9%	11,4%	11,9%
Kapitalrendite	20,1%	6,21	5,85	5,53	5,25	5,01
	22,1%	6,68	6,28	5,93	5,62	5,34
	24,1%	7,15	6,71	6,32	5,98	5,67
	26,1%	7,61	7,13	6,71	6,34	6,01
	28,1%	8,08	7,56	7,10	6,70	6,34

Fazit

Nachdem schon das Geschäftsjahr 2007 sehr erfolgreich für das Unternehmen verlaufen ist, konnte dieser positive Trend auch im 1. Halbjahr 2008 fortgesetzt werden. So lagen die Umsatzerlöse innerhalb der ersten sechs Monate 2008 mit 49,84 Mio. € sogar über den Umsatzerlösen des gesamten Geschäftsjahres 2007. Maßgeblicher Faktor war dabei der Baufortschritt bei mehreren Großprojekten auf dem spanischen Festland sowie auf Gran Canaria.

Zugleich verbesserten sich auch die Ergebniskennzahlen. Das EBITDA kletterte von 0,62 Mio. € in 2007 auf 1,14 Mio. €, waseiner Steigerung von 83,3 % entspricht. Die Marge lag entsprechend bei 2,3 %.

Weitere Projekte stehen indes kurz vor dem Abschluss, nachdem bereits im Oktober ein Kraftwerk mit einer installierten Leistung von 2 MWp in Spanien in Betrieb genommen wurde. Entsprechend gestaltet sich der Ausblick auf das laufende Geschäftsjahr positiv. Das Unternehmen rechnet mit Umsatzerlösen in Höhe von 80 - 100 Mio. €. Wir gehen konservativ von 80 Mio. € aus.

Ergebnisseitig sollte sich die Dynamik im zweiten Halbjahr weiter erhöhen, da im ersten Halbjahr verschiedene Effekte und Einmalaufwendungen das Ergebnis belastet haben. Insgesamt erwarteten wir ein EBIT von 2,03 Mio. €, gegenüber 1,47 Mio. € in 2007. Unsere bisherige Prognose von 2,88 Mio. € haben wir damit aber zunächst nach unten angepasst.

Auch für 2009 sind wir weiterhin optimistisch gestimmt. Zwar ist auf Grund der Absenkung der Einspeisevergütung in Deutschland und Spanien mit einer Abschwächung der Nachfrage nach Photovoltaikanlagen zu rechnen, jedoch kann Sunline auf einen ausreichenden Auftragsbestand zurückgreifen. Allein mit einem Finanzinvestor wurde jüngst ein Rahmenvertrag über ein Gesamtvolumen in Höhe von 80 Mio. € abgeschlossen. Dieser bildet eine gute Grundlage dafür, dass unsere Umsatzerwartung für 2009 von 110 Mio. € erreicht werden kann. Zudem diversifiziert Sunline ihren Umsatzmix zunehmend. So stehen neue Projekte auch in Tschechien oder Italien an, wo ebenfalls attraktive Einspeisevergütungen gezahlt werden. Die bisherigen Ergebnisprognosen für das Geschäftsjahr 2009 behalten wir daher auch aufrecht.

Die Bewertung der Aktien der Sunline AG ist zudem als sehr attraktiv einzuschätzen. Das 2008er KGV beläuft sich auf Basis unserer Schätzungen auf unter 13 und für 2009 auf weniger als 6. Damit ist Sunline eine der am günstigsten bewerteten Unternehmen aus dem Solarumfeld in Deutschland.

Das Kursziel passen wir auf Grund der leichten Reduzierung der Ergebniserwartung für 2008 minimal von 6,40 € auf 6,32 € an. Auf aktueller Basis von Kursen bei 2,65 € ist das Unternehmen deutlich unterbewertet. Das Rating wird entsprechend ebenfalls mit KAUFEN beibehalten.

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

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chef-Analyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

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

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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