



Auszug

Dialog Semiconductor Plc.

aus

GBC Cashwertestudie 2008

Stand 03.12.2008

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite IV

I. Vorwort

Seit knapp eineinhalb Jahren tobt nunmehr die Finanzkrise auch hierzulande am Kapitalmarkt und hinterlässt nicht nur dort sichtbare Spuren. Auch das produzierende Gewerbe und der übrige Dienstleistungssektor bekommen nunmehr die Auswirkungen operativ deutlich zu spüren. Als Folge zeigte sich in den letzten beiden Quartalen in Deutschland eine rückläufige, rezessive Wirtschaftsentwicklung. Ein Ende des Abschwungs erwarten führende Volkswirte nicht vor Mitte 2009. Pessimisten hingegen sprechen gar von einer mehrjährigen weltweiten Rezession und sehen erste Lichtblicke nicht vor 2012.

Wenig verwunderlich, dass es mittlerweile zu einem Umdenken in den Köpfen der beteiligten Politiker, Unternehmer und Wissenschaftler kommt. Wurde einst der absolut freie Kapitalmarkt favorisiert, welcher sich selbst reguliert, schreitet man nun ein Stück in der Entwicklung voran und stellt fest, dass so manche Innovation der letzten Jahre doch nichts anderes war, als ein Konstrukt, bestehende Risiken zu verbergen. Der Investor, gleichgültig ob er nun als Aktionär, Kunde oder letztendlich auch Steuerzahler fungierte, wurde dabei oftmals um seine marktgerechte Risikoprämie betrogen.

Relativ einfach lässt sich dies an der Finanzierungsstruktur eines Unternehmens verdeutlichen. So birgt etwa eine Gesellschaft, welche primär über langfristig bereitgestelltes Fremdkapital in heimischer Währung verfügt, wesentlich geringere Risiken als ein Unternehmen, welches sich eher kurzfristig, bzw. nicht fristgerecht, oder gar in Fremdwährung verschuldet hat. Gänzlich ohne Finanzierungsrisiken präsentieren sich gar Unternehmen, welche vollständig ohne Fremdmittel auskommen. Hier wurde jedoch seitens der Renditevorstellung der Investoren oftmals keine Unterscheidung vorgenommen. Vielmehr bevorzugten Anleger wegen des Leverage hochverschuldete Gesellschaften. Das damit verbundene Risiko wurde aufgrund der vorangegangenen langen Niedrigzinsphase und internationalen Geldmengenausweitung nicht mehr adäquat bepreist.

Unternehmen mit hoher Eigenkapitalquote oder gar mit üppigen Liquiditätsreserven waren unter dieser fehlerhaften Perspektive wenig lukrative Investments. Dies ändert sich nun allerdings rapide. Denn Kapital ist derzeit nicht nur hierzulande sondern auch global zu einem scheuen Reh avanciert. Unternehmen mit Finanzierungslücken kämpfen international ums Überleben und können teils nur noch durch massive Eingriffe des Staates vor der Insolvenz gerettet werden. Expansionen oder Akquisitionen werden zudem trotz historisch niedriger Unternehmensbewertungen immer schwieriger, zumal die Eigenkapitalfinanzierung meist verbaut ist und die Creditspreads, sofern man denn überhaupt noch kreditwürdig ist, deutlich ansteigen.

Im Vorteil sind daher all jene Unternehmen, die über eine gesunde oder gar überproportionale Liquiditäts- bzw. Eigenkapitalbasis verfügen, als auch operativ erfolgversprechend positioniert sind. Genau auf diese Faktoren wurde sich in der durch unser Haus durchgeführten Cashwertestudie konzentriert. Den Fokus haben wir dabei bewusst auf unseren Kernmarkt, deutsche Nebenwerte gelegt, um ein bestmögliches kompetentes und valides Ergebnis zu erzielen. Daher haben wir die Nettoliquidität, neben dem bereinigten Eigenkapital als maßgebliche Kennzahlen gewählt.

Als Resultat unserer Studie konnten wir 32 Unternehmen eruieren, die über einen außerordentlich hohen Nettocashbestand verfügen und derzeit zudem überwiegend unter ihrem aktuell bereinigten Buchwert am Kapitalmarkt notieren. Diese günstigen Bewertungsniveaus sind dabei, gemäß unserer Einschätzung, im Wesentlichen nicht der aktuellen Geschäftsentwicklung geschuldet, sondern resultieren vielmehr aus der am Kapitalmarkt derzeit herrschenden Verunsicherung, die insbesondere bei Nebenwerten zu teils erheblichen Kurseinbrüchen geführt hat. Wir sind allerdings zuversichtlich, dass es hinsichtlich der teils gravierenden Unterbewertung am Aktienmarkt in den folgenden Monaten zu einer Normalisierung kommen wird.

Es ergibt sich aus der Historie, dass Bewertungsniveaus unterhalb des Wiederstellungswertes nur bedingt Bestand haben werden. Erste Anzeichen einer Annäherung an angemessene Bewertungsniveaus sind bereits in einer erhöhten Übernahme-

meaktivität bei der fokussierten Zielgruppe zu erkennen. Dabei ist sowohl eine sich belebende Übernahmetätigkeit der Unternehmen selbst, die aufgrund ihrer günstigen Finanzierungssituation die historischen Tiefkurse zum Einstieg nutzen können, als auch die Akquisitionstätigkeit anderer Marktteilnehmer, die sich neben einem operativen Geschäft auch gleich noch hohe Liquiditätsbestände mit erwerben können, zu beobachten.

In Summe sehen wir daher eine nicht zu vernachlässigende Gelegenheit, günstig und zielgerichtet am Aktienmarkt zu investieren. Dass diese Strategien schlussendlich für den Investor aufgehen, konnten wir bereits in den letzten Jahren mit unserer im November 2002 veröffentlichten ersten Cashwertestudie aufzeigen. In dieser Zeit, nämlich vom 01.11.2002 bis zum 7.11.2008, hat der Dax eine Rendite von 56,02 % erzielt. Im gleichen Zeitraum haben unsere Cashwerte den deutschen Leitindex deutlichst outperfornt, und zwar mit einer Rendite von erstaunlichen 77,96%.

Christoph Schnabel

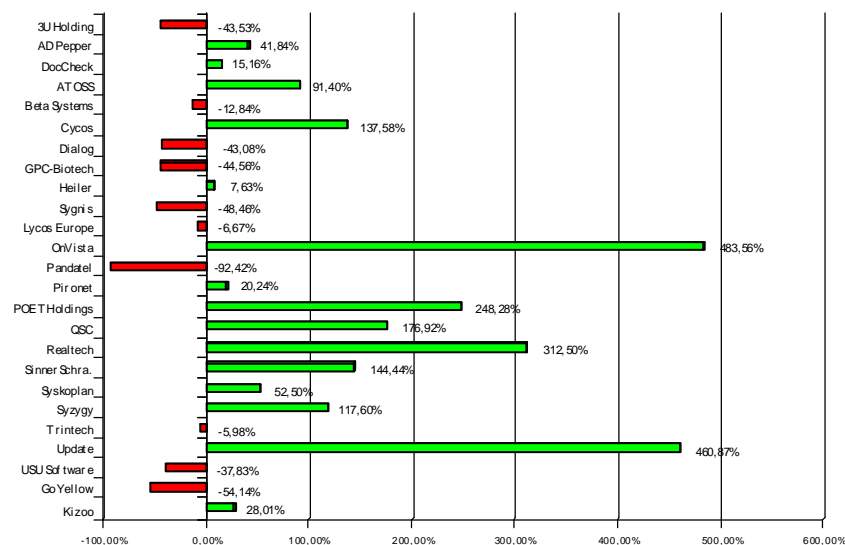
Dipl. Betriebswirt (FH)
Vorstand
GBC AG

II. Rückblick/ Auswertung der Cashwertestudie 2002

Ziemlich genau vor 6 Jahren haben wir unsere letzte Cashwertestudie "Cashwerte am Neuen Markt - Cash is King?" erstellt und zwar nach dem letzten großen Börsencrash in Deutschland, der mit dem Platzen der New-Economy-Blase und dem Niedergang des "Neuen Marktes" einherging. Damals wie heute gab es Kursverluste auf breiter Front und die Welt stand, laut einhelliger Meinung von Analysten, Volkswirten etc., wieder einmal am Abgrund.

In der derzeitigen Krise haben nicht die Dotcom's, sondern die Finanzwerte besonders extrem verloren und durch die Auswirkungen der Finanzkrise auf die Weltkonjunktur auch nahezu alle anderen Branchen mit nach unten gerissen. Selbst eine Citigroup, einst größte Bank der Welt, steht bei Kursniveaus, die seit dem Jahr 1991 nicht mehr gesehen wurden. Denn keiner weiß genau, was noch kommen kann. Und der Markt fürchtet schon die nächste Kreditkrise, die "Kreditkartenkrise". Und jeder weiß, dass besonders die Amerikaner seit Jahren stark auf Kredit leben, sodass, etwas krass ausgedrückt, Kreditkarte Nr. 10 die Kreditkarten Nr.1 – 9 finanziert.

Der Markt schreit geradezu nach Liquidität, welche aber anscheinend derzeit nicht einmal die Notenbanken befriedigen können. Eine Sache wird sich also wieder einmal aufs Neue beweisen, CASH IS KING. Dieser Ansatz hat sich in der Auswertung unserer Cashwertestudie von 2002 erfreulicherweise erneut bewiesen, wie folgende Graphik mit den von uns damals empfohlenen Werten veranschaulicht.



In dieser Zeit, nämlich vom 01.11.2002 bis zum 07.11.2008 haben die empfohlenen Cashwerte eine erstaunliche Performance von 77,96% erzielt und damit auch den deutschen Leitindex deutlich outperformt (56,02%). Besonders wichtiger Performancetreiber waren die Dividendenausschüttungen. So haben zahlreiche Unternehmen über die Zeit neben ordentlichen Dividenden auch außerordentliche Sonderausschüttungen vorgenommen. Der erreichte Erfolg bestätigt unsere "Cashwerte Strategie", im schwierigen Marktumfeld auf Unternehmen mit hohen liquiden Mitteln, starker Substanz, guter Finanzierungsstruktur und gleichzeitig günstiger Bewertung zu setzen.

Manuel Hölzle

Dipl.Kfm.,
Vorstandsvorsitzender
GBC AG



Konferenzkalender 2009

Datum	10.03.2009	April/ Mai 2009	27.08.2009	08. & 09.12.2009
Konferenz	I. DCK Deutsche Cash-Werte Konferenz	VII. MKK Münchner Kapitalmarkt Konferenz	IV. IFF Investment Forum Frankfurt	VIII. MKK Münchner Kapitalmarkt Konferenz
Ort	München	SOFITEL Munich Bayerpost	Le Meridien Parkhotel Frankfurt	SOFITEL Munich Bayerpost



Dialog Semiconductor Plc.

Nettocash:** 0,63

**je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 0,80

28.11.2008 / Xetra

Währung: USD

USD/EUR: 1,2642

Stammdaten:

ISIN: GB0059822006

WKN: 927200

Börsenkürzel: DLG

 Aktienanzahl³: 45,100

 Marketcap³: 35,92

 EnterpriseValue³: 14,16

³ in Mio. / in Mio. USD

Freefloat: 76,2 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

WESTLB AG

Analysten:

Leopold Philipp

leipold@gbc-ag.de

 * Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: Chemie, Industrie, Technologie

Fokus: Halbleiter, Mixed-Signal-ASICs

Mitarbeiter: 245 Stand: 30.9.2008

Gründung: 1985

Firmensitz: Kirchheim/ Teck

Vorstand: Jalal Bagherli, Jean-Michel Richard



Die Dialog Semiconductor Plc. mit Hauptsitz in Kirchheim/Teck entwickelt und vermarktet Mixed-Signal-ASICs (anwendungsspezifische integrierte Schaltkreise) und systemintegrierte Halbleiter-Technologie. Die Haupteinsatzgebiete der Chips ist hier die Mobilfunkbranche, mobile elektronische Geräte sowie die Automobil- und Industrieelektronikbranche. Die ASICs werden nach speziellen Kundenvorgaben individuell für bestimmte Funktionen eines Gerätes oder einer Anwendung entworfen und entwickelt. Die Produktion und das Testing der Chips wird an Partner, wie TSMC, Chartered, Xfab, ausgelagert („fabless-Geschäftsmodell“). Im Bereich der mobilen Kommunikation hat sich Dialog Semiconductor auf die Produktion von Chips für das Power Management und die Sprachverarbeitung konzentriert. Für den Bereich Automotive entwickelt und vermarktet Dialog Halbleiter für die Steuerung von Airbagsensoren, von Elektromotoren für Klimaanlage sowie von Infotainmentsystemen. Dialog Semiconductor hat Standorte in Deutschland, Japan, Taiwan, UK und in den USA und beschäftigt derzeit rund 150 Mitarbeiter weltweit. Bei den wichtigsten Kunden handelt es sich um Ericsson, Bosch, Apple und Siemens.

GuV in Mio. USD \ GJE.	31.12.2006	Marge	31.12.2007	Marge
Umsatz	93,94		86,77	
EBITDA	-30,00	neg.	-10,89	neg.
EBIT	-40,98	neg.	-17,27	neg.
Jahresüberschuss	-44,02	neg.	-18,99	neg.

Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. USD zum 30.9.2008

Bruttocash	31,47		
Nettocash (unbereinigt)	31,27	Nettocash (bereinigt)	28,51
Eigenkapital (bereinigt)	56,23	KBV (bereinigt)	0,64
operativer Cashflow (12m)	12,51	Free Cash Flow (12m)	9,37

Kennzahlen zum 30.9.2008

Liquidität 1. Grades	1,25	Cashburnrate in Jahren	neg.
Verschuldungsratio	0,35%	Cashburnrate in Quartalen	neg.
Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung			87,1%
Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung			79,4%

Finanztermine

19.02.2009: vorläufige Zahlen Q4 und GJ

Dialog Semiconductor Plc.

Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten 2008: Deutlicher Anstieg des Umsatzes und operativen Ergebnisses

Die Dialog Semiconductor Plc. hat auch im dritten Quartal 2008 den eingeschlagenen Wachstumskurs erfolgreich fortsetzen können. Demnach erhöhten sich die Umsatzerlöse in den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres signifikant um über 100 % auf 109,9 Mio. US-\$ (9M 2007: 52,2 Mio. €). Auch im gerade abgelaufenen dritten Quartal 2008 verzeichnete die Gesellschaft einen deutlichen Anstieg der Umsätze um knapp 78 % von 24,7 Mio. US-\$ auf 44,0 Mio. US-\$. Dabei wurden in den ersten drei Quartalen 2008 mit 81,7 Mio. US-\$ (VJ: 25,4 Mio. US-\$) knapp 75 % der Konzernumsätze im Segment Mobilfunk erzielt, während der zweite Geschäftsbereich mit 28,4 Mio. US-\$ (VJ: 26,9 Mio. US-\$) rund 25 % der gesamten Umsätze beisteuerte. Für das Wachstum waren weitere Design Wins sowohl bei Bestandskunden als auch bei Neukunden verantwortlich. Im Segment Mobilfunk konnten Aufträge für Smartphones und 3G/ HSDPA-Plattformen gewonnen werden.

Das operative Ergebnis (EBIT) lag in den ersten neun Monaten 2008 bei 1,35 Mio. US-\$ (Vorjahr: -18,4 Mio. US-\$), was eine signifikante Verbesserung gegenüber dem Vorjahr darstellt. Das Finanzergebnis fiel aufgrund des hohen Cashbestandes mit 0,24 Mio. US-\$ positiv aus. Dialog Semiconductor verfügt noch über Verlustvorräte aus der Vergangenheit von weit über 100 Mio. €, so dass Dialog Semiconductor auf Sicht der nächsten Jahre nur der Mindestbesteuerung unterliegt.

Bewertung anhand der Kennzahlen der Dialog Semiconductor zum 30.09.08

Da ein Hauptteil der Umsätze in US-\$ fakturiert wird, weist Dialog Semiconductor die Bilanzpositionen im Rahmen der Berichterstattung in US-\$ aus. Zum Stichtag 30.9.2008 belief sich das bereinigte Eigenkapital auf 56,23 Mio. US-\$ (31.12.2007: 53,69 Mio. US-\$), was einer Eigenkapitalquote von rund 59 % entspricht. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis liegt aktuell bei 0,64. Die Zahlungsmittel inklusive der Wertpapiere lagen zum 30.9.2008 bei 31,47 Mio. US-\$. Zinstragende Verbindlichkeiten waren keine vorhanden. Die bereinigte Nettoliquidität haben wir mit 28,51 Mio. € errechnet. Damit ist die aktuelle Marktkapitalisierung zu knapp 80 % durch die bereinigte Nettoliquidität abgedeckt.

Dialog Semiconductor betreibt substanzielle Forschungs- und Entwicklungsarbeiten im Rahmen dessen auch eigene Entwicklungsleistungen aktiviert werden. Nach den ersten drei Quartalen 2008 betrug die aktivierten Eigenleistungen 1,26 Mio. € US-\$. Die immateriellen Vermögensgegenstände stiegen auch infolgedessen von 2,44 Mio. US-\$ auf 4,37 Mio. US-\$ an. Der Free Cash Flow fiel in den ersten neun Monaten 2008 trotz der aktivierten Eigenleistungen sowie des Anstiegs des Working Capital infolge der deutlichen Ausweitung der Geschäftstätigkeit mit rund 0,1 Mio. US-\$ leicht positiv aus. In den Jahren 2006 und 2007 lag der Free Cash Flow bei 11,2 Mio. US-\$ bzw. -16,1 Mio. US-\$.

Fazit – Management ist trotz konjunktureller Unsicherheiten zuversichtlich für die Zukunft

Trotz der konjunkturellen Unsicherheiten hat der Vorstand von Dialog Semiconductor für das Schlussquartal 2008 einen weiteren Anstieg der Umsatzerlöse in Aussicht gestellt. In den letzten vier Quartalen konnte Dialog Semiconductor jeweils ein positives EBIT erwirtschaften.

Auch der Free Cash Flow lag nach den ersten neun Monaten 2008 wieder im positiven Bereich. Aufgrund der erfolgten Design Wins sowohl bei Neu- als auch bei Bestandskunden blickt das Management der Dialog Semiconductor zuversichtlich auf das kommende Geschäftsjahr 2009. Die Investitionen sollten aufgrund des „fabless-Geschäftsmodells“ moderat ausfallen.

Aufgrund der vielversprechenden Aussichten und der gesunden Bilanzstrukturen, erscheint uns die aktuelle Bewertung attraktiv.

III. Kennzahlen Erläuterung

Nettocash

Die Nettoliquidität bzw. den Nettocash sehen wir als eine strengere und damit noch wesentlich konservativere Wertkomponente als den Buchwert an, welcher bekanntlich das Eigenkapital je Aktie darstellt. Wir haben diese Kenngröße definiert als: Liquide Mittel plus eventuell vorhandene Wertpapiere des Umlaufvermögens und sonstige liquiditätsnahe Mittel wie etwa Edelmetalle, abzüglich zinsbarer Verbindlichkeiten, erhaltener Anzahlungen und Gewährleistungsansprüche. Als zinsbare Verbindlichkeiten haben wir Positionen wie Bankverbindlichkeiten, Pensionsrückstellungen, Leasingverbindlichkeiten, langfristige Steuerverbindlichkeiten und im Zweifelsfall auch 50% der sonstigen Verbindlichkeiten definiert.

Bereinigter Nettocash

Zudem haben wir die so erhaltene Größe im Regelfall um die aus dem operativen Geschäft benötigte Liquiditätsreserve bereinigt. Hierfür wurde ein systematischer Ansatz gewählt, welcher ein Zwölftel der in den vergangenen 12 Monaten angefallenen zahlungswirksamen operativen Aufwendungen als notwendige Liquiditätsreserve deklariert. Auch wurde die Nettoliquidität um den Anteil bereinigt, der eventuell vorhandenen Minderheitenanteilen zuzuweisen ist. Der um die betriebsnotwendige Liquidität bereinigte Nettocash wurde hierbei prozentual gemäß dem Bilanzansatz aus der Grundgesamtheit von Eigenkapital und Minderheitenanteilen den einzelnen Positionen zugewiesen.

Bereinigtes Eigenkapital

Als weitere Wertkomponente neben der Liquidität sehen wir wie Eingangs erwähnt auch das dem Aktionär zustehende Eigenkapital des Unternehmens. Insofern haben wir das bilanzielle Eigenkapital zuvor um eventuell vorhandene Minderheitenanteile bereinigt und um den vorhandenen Goodwill risikoadjustiert. Das sich so ergebende bereinigte Eigenkapital dient uns zudem auch als Grundlage zur Ermittlung des Kursbuchwert-Verhältnisses.

Als Bonitätskennziffern, die als Risikoprofilindikatoren in unsere Analyse mit eingeflossen sind, wurden die Verschuldungsrate, die Liquidität 1. Grades und im Besonderen die Cash-Burnrate errechnet.

Verschuldungsrate

Die Verschuldungsrate ist dabei definiert als Verhältnis von zinsbarem Fremdkapital zu um Goodwill bereinigtes Eigenkapital und gibt Aufschluss darüber, auf wieviel Prozent des Eigenkapitals das zinsbare, kostenpflichtige Fremdkapital angewachsen ist. Gegenüber dem herkömmlichen Verschuldungsgrad verändert diese Betrachtungsweise die so ermittelte Größe um zwei wichtige Aspekte. Zum einen werden Unternehmen mit einem ausgefeilten Working Capital Management nicht gleich mit Unternehmen mit hohen zinsbaren Bankverbindlichkeiten gestellt. Zum anderen wird die Betrachtungsweise um den im Eigenkapital enthaltenen Goodwill risikoadjustiert. Die Verschuldungsrate lässt somit einen äußerst konservativen Blick auf die aktuelle kostenpflichtige Kapitalstruktur der Gesellschaft zu.

Liquidität 1. Grades

Die Liquidität 1. Grades ist definiert als monetäres Umlaufvermögen im Verhältnis zu den kurzfristigen Verbindlichkeiten. Dabei wird analysiert, wie leicht ein Unternehmen in der Lage ist, seine kurzfristigen Verbindlichkeiten durch die Veräußerung kurzfristiger Aktiva zu begleichen. Werte über 100%, also über 1, entsprechen zudem in jedem Fall der „Goldenen Finanzierungsregel“, also der Forderung nach Fristenkongruenz. Hinzuweisen ist dabei stets darauf, dass es sich bei diesen statischen Kennzahlen immer um Momentaufnahmen zum Analysezeitpunkt handelt.

Cashburnrate

Diese wurde von uns als Cash-Burnrate in Jahren und Quartalen errechnet. Dabei wurde der Free-Cashflow der vergangenen 12 Monate herangezogen. Die Cash-Burnrate gibt so definiert darüber Auskunft, in wieviel Jahren bzw. Quartalen, unter der Annahme konstanter Free Cash Flows, die zum Bilanzstichtag bestehende bereinigte Nettoliquidität aufgezehrt ist. Eine Cash-Burnrate in Jahren von 1 bedeutet somit, dass, sollte sich der FCF der vergangenen 12 Monate auch in den kommenden 12 Monaten ergeben, es zu einem kompletten Abschmelzen der Nettoliquidität kommen wird. Eine negative Cashburnrate bedeutet, dass kein Cash aufgezehrt wird.

IV. Disclaimer und Risikohinweis

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche die GBC AG für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, 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 die GBC AG 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 Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

Die GBC AG 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.

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 bestehen die jeweils in den Einzelanalysen angegebenen möglichen Interessenskonflikte.

§ 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 die jeweils in den Einzelanalysen angegebenen Analysten.

§ 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