



**Auszug**

**Heiler Software AG**

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 outperformt, und zwar mit einer Rendite von erstaunlichen 77,96%.

Christoph Schnabel

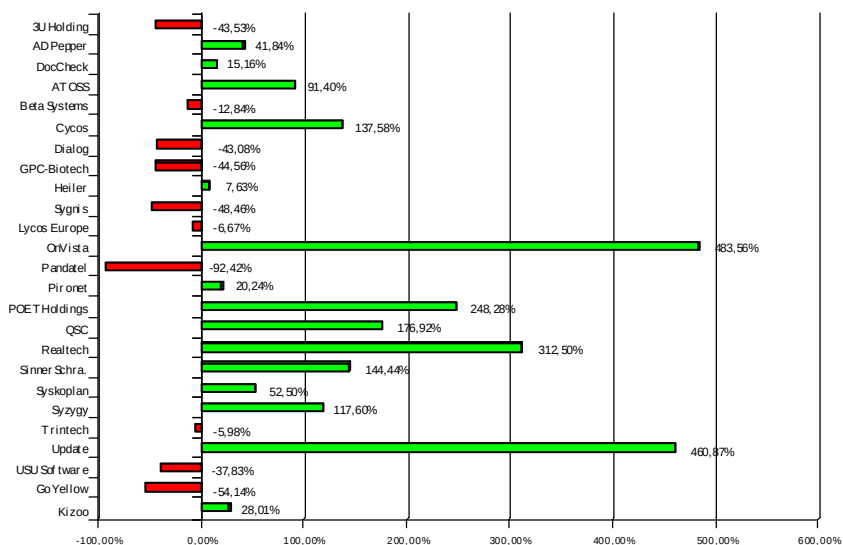
Dipl. Betriebswirt (FH)  
Vorstand  
GBC AG

## 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 | <b>I. DCK Deutsche Cash-Werte Konferenz</b> | <b>VII. MKK Münchner Kapitalmarkt Konferenz</b> | <b>IV. IFF Investment Forum Frankfurt</b> | <b>VIII. MKK Münchner Kapitalmarkt Konferenz</b> |
| Ort       | München                                     | SOFITEL Munich Bayerpost                        | Le Meridien Parkhotel Frankfurt           | SOFITEL Munich Bayerpost                         |





## Nettocash\*\*: 1,13

\*\*je Aktie bereinigt

aktueller Kurs: 1,43

28.11.2008 / Xetra

Währung: EUR

## Stammdaten:

ISIN: DE0005429906

WKN: 542990

Börsenkürzel: HLR

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 11,618

Marketcap<sup>3</sup>: 16,61

EnterpriseValue<sup>3</sup>: 2,17

<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 59,4 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 30.9.

Designated Sponsor:

Commerzbank AG

## Analysten:

Leipold Philipp

[leipold@gbc-ag.de](mailto:leipold@gbc-ag.de)

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite V

## Heiler Software AG

### Unternehmensprofil

Branche: IT, Medien; Software

Fokus: eProcurement, PIM

Mitarbeiter: 82 Stand: 30.6.2008

Gründung: 1987

Firmensitz: Stuttgart

Vorstand: Rolf Heiler, Wolfgang Köstler, Frank Schmidt



Die Heiler Software AG mit Hauptsitz in Stuttgart und einer Niederlassung in den USA ist ein Hersteller von Standardsoftware für elektronische Beschaffung (eProcurement) und Produktinformationsmanagement (PIM). Das Unternehmen wurde 1987 vom jetzigen Vorstand und Hauptaktionär Rolf Heiler gegründet und im Jahr 2000 erfolgte der Gang an den Neuen Markt in Frankfurt. Derzeit beschäftigt die Gesellschaft rund 80 Mitarbeiter. Kernprodukte sind der Heiler Product Manager und der Heiler Business Catalog. Über 270 Unternehmen und mehr als 200.000 Mitarbeiter nutzen die Softwarelösungen von Heiler Software. Renommiertere Unternehmen, wie z. B. Beru, Daimler, Deutsche Bundesbank, Heidelberger Druckmaschinen, Lidl, RWE, Shell, zählen zum Kundenstamm der Heiler Software AG. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2006/07 erzielte die Gesellschaft einen Umsatz von 10,2 Mio. € und ein EBIT von -0,2 Mio. €.

| GuV in Mio. EUR \ GJE. | 30.9.2006 | Marge | 30.9.2007 | Marge |
|------------------------|-----------|-------|-----------|-------|
| Umsatz                 | 8,70      |       | 10,23     |       |
| EBITDA                 | -0,12     | neg.  | 0,06      | 0,6%  |
| EBIT                   | -0,30     | neg.  | -0,17     | neg.  |
| Jahresüberschuss       | 0,48      | 5,5%  | 0,78      | 7,6%  |

### Bilanz- und Cashflowdaten in Mio. EUR zum 30.6.2008

|                           |       |                       |       |
|---------------------------|-------|-----------------------|-------|
| Bruttocash                | 14,15 |                       |       |
| Nettocash (unbereinigt)   | 14,00 | Nettocash (bereinigt) | 13,12 |
| Eigenkapital (bereinigt)  | 17,65 | KBV (bereinigt)       | 0,94  |
| operativer Cashflow (12m) | 0,08  | Free Cash Flow (12m)  | -0,10 |

### Kennzahlen zum 30.6.2008

|                                                |       |                           |        |
|------------------------------------------------|-------|---------------------------|--------|
| Liquidität 1. Grades                           | 5,19  | Cashburnrate in Jahren    | 131,17 |
| Verschuldungsratio                             | 0,87% | Cashburnrate in Quartalen | 524,68 |
| Nettocash (unbereinigt) / Marktkapitalisierung |       |                           | 84,3%  |
| Nettocash (bereinigt) / Marktkapitalisierung   |       |                           | 79,0%  |

### Finanztermine

16.12.2008: Veröffentlichung GJ-Bericht

## Heiler Software AG

### Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten: Weiter auf Wachstumspfad

In den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2007/08 konnte die Heiler AG den dynamischen Wachstumspfad der vergangenen Jahre unvermindert beibehalten. Die Umsatzerlöse nach den ersten drei Quartalen 2007/08 lagen bei 9,46 Mio. €, was gegenüber der vergleichbaren Vorjahresperiode einem Wachstum von knapp 32 % entspricht. Davon wurden rund 27 % der Umsätze in den USA und in UK erwirtschaftet. Dabei entfielen rund 46 % auf den Bereich Beratung, während der Lizenzverkauf einen Umsatzanteil von knapp 30 % ausmachte und sich das Wartungsgeschäft für rund 15 % der Umsätze verantwortlich zeigte. Die jährliche Wartungsgebühr pro verkaufte Lizenz beläuft sich auf rund 19 %. Im dritten Quartal 2007/08 konnte das Wachstum aufgrund eines starken Lizenzgeschäftes mit 44 % nochmals beschleunigt werden.

Das EBITDA konnte gegenüber der Vorjahresperiode ebenfalls verbessert werden und fiel mit 0,46 Mio. € (VJ: 0,38 Mio. €) positiv aus. Dank eines erfreulichen Finanzergebnisses von 0,43 Mio. € belief sich das Vorsteuerergebnis (EBT) auf 0,66 Mio. € (VJ: 0,45 Mio. €). Heiler verfügt noch über hohe steuerlich nutzbare Verlustvorräte von rund 17 Mio. €, so dass Heiler auf längere Zeit nur der Mindestbesteuerung unterliegen wird.

### Bewertung anhand der Kennzahlen der Heiler Software AG zum 30.06.08

Zum Ende des dritten Quartals 2007/08 beliefen sich die liquiden Mittel auf 14,15 Mio. €. Es waren weder Bankverbindlichkeiten noch langfristige Verbindlichkeiten in nennenswerter Höhe zum Stichtag vorhanden. Des Weiteren hat Heiler für die Verlustvorräte von rund 17 Mio. € latente Steuern in Höhe von 1,35 Mio. € aktiviert. Das Eigenkapital betrug zum 30.6.2008 19,90 Mio. €. Die Bilanz ist nach unserer Ansicht sehr sauber. Die immateriellen Vermögensgegenstände lagen bei lediglich 2,50 Mio. €, wovon ein Großteil als Firmenwert auf die Akquisition der OKS Software im Mai 2006 entfällt. Das bereinigte Eigenkapital lag bei 13,12 Mio. €.

Der operative Cash Flow lag im Geschäftsjahr 2006/07 mit -0,33 Mio. € noch im negativen Bereich. In den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2007/08 fiel der operative Cash Flow mit -0,09 Mio. € zwar noch leicht negativ aus, zeigte allerdings gegenüber dem Vorjahr eine deutliche Aufwärtstendenz (9M 2006/07: -0,86 Mio. €). Die Investitionen der Heiler sind aufgrund der Geschäftstätigkeit als reines Softwareunternehmen gering.

### Fazit – Mittelfristig EBIT-Marge von 20 % angestrebt, aussichtsreiches Chance/Risiko-Verhältnis

Heiler ist auf einem guten Weg, die in Aussicht gestellten Wachstumsraten beim Umsatz von mehr als 10 % für die Geschäftsjahre 2007/08 sowie 2008/09, zu erreichen. Mittelfristig strebt der Vorstand eine EBIT-Marge von über 20 % an. Das organische Wachstum soll auch durch den weiteren Ausbau des indirekten Vertriebskanals erreicht werden. Beim operativen Cash Flow rechnen wir für das Gesamtjahr 2007/08 erstmalig mit einem deutlich positiven Wert. Bei dem erwarteten Umsatzwachstum sollten in den Folgejahren verstärkt Skaleneffekte zum Tragen kommen.

Heiler Software kann gute Wachstumsperspektiven, positive Cash Flows sowie einen sehr hohen Bestand an liquiden Mitteln vorweisen, was das Chance-Risiko-Verhältnis als aussichtsreich erscheinen lässt.

### 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 Verschuldungsratio, die Liquidität 1. Grades und im Besonderen die Cash-Burnrate errechnet.

#### Verschuldungsratio

Die Verschuldungsratio 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 Verschuldungsratio 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](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)