

03.12.2008

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

KAUFEN

Kursziel: 4,43 €

Kurs: 3,40 €
01.12.2008,9:03 Uhr,
Frankfurt

**Letztes Rating/
Kursziel:**
KAUFEN/ 4,69 €

Marktsegment:
Prime Standard

Rechnungslegung:
IFRS

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Manuel Hoelzle
hoelzle@gbc-ag.de

IR-Kontakt:

SoftM AG
Friedrich Koopmann
Messerschmittstraße 4
D-80992 München

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

ir@softm.com
www.softm.com

Unternehmensprofil:

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

Mitarbeiter: 408 (30.09.2008)
Firmensitz: München, D
Gründung: 1973
Vorstandssprecher: Franz
Wiesholler

WKN: 724910

ISIN: DE0007249104

Börsenkürzel: FTM

Anzahl Aktien: 6,48 Mio.

Marktkap.: 22,03 Mio. €

Streubesitz: 36,83 %

52 W Hoch: 4,89 €

52 W Tief: 2,85 €

Durchs. Tagesvolumen: 8.687 €

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

724910 FTM, Tageschart [Close] - 26.11.2007 - 24.11.2008 - 3.4



in Mio. €	GJ 2006	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e
Gesamtleistung	82,97	59,37	60,50	64,20
EBITDA	4,68	3,04	4,64	5,29
EBIT	0,02	-1,85	1,54	2,29
Periodenergebnis	0,04	-0,87	-0,76	1,71
in €				
EPS in €	0,01	-0,17	-0,15	0,26
Dividende je Aktie in €	0,05	0,00	0,00	0,10
in %				
EBITDA-Marge	5,6	5,1	7,7	8,2%
EBIT-Marge	0,0	-	2,5	3,6%
Kennzahlen				
EV/ Sales	0,36	0,45	0,44	0,42
EV / EBITDA	6,45	8,80	5,75	5,05
Kurs-Gewinn-Verhältnis	482,49	-19,48	-22,31	12,91
Kurs-Buchwert-Verhältnis		1,02		

Highlights:

- Mehrheitsübernahme durch das polnische IT-Unternehmen Comarch, Kapitalerhöhung führt zu Mittelzufluss von 5 Mio. €
- Deutlich positives EBITDA im Q3 2008
- Bereits 32 Neukunden für Semiramis nach 9M 2008 gewonnen
- Starker operativer Cash Flow zur Rückführung der Nettoverschuldung verwendet
- Leichter Umsatzanstieg und deutliche Ergebnissteigerung für 2008 erwartet

* In dieser Studie ist der mit der Notation verbundene mögliche Interessenskonflikt zu berücksichtigen. Nähere Informationen zu möglichen Interessenskonflikten entnehmen Sie bitte <http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

Unternehmen

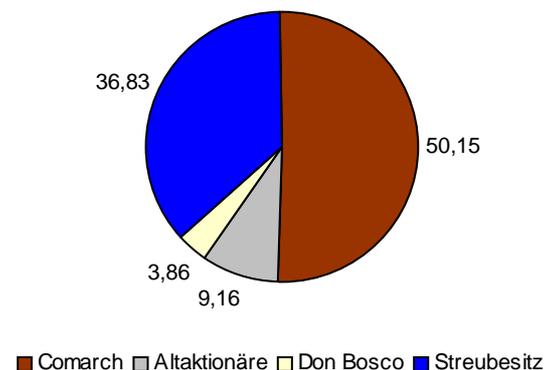
Profil

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

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Comarch	50,15
Altaktionäre (und Familien)	9,16
Don Bosco Stiftung	3,86
Streubesitz	36,83

Aktionärsstruktur (in %)



Quelle: SoftM, GBC

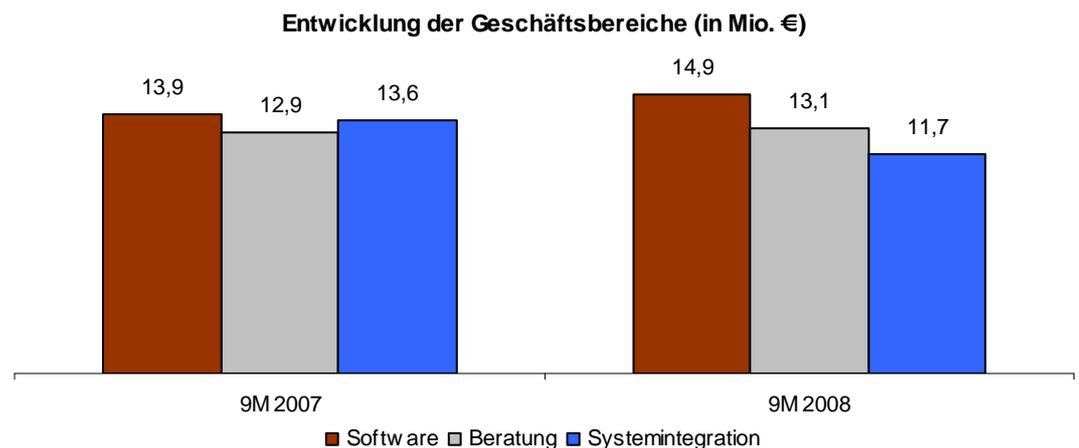
Geschäftsentwicklung - 9 Monate 2008

in Mio. €	9M 2007	9M 2008	Q3 2007	Q3 2008
Umsatz	40,33	39,68	12,04	13,22
EBITDA	1,37	2,87	1,99	1,25
EBIT	-1,44	0,54	1,07	0,37
Jahresüberschuss	-0,26	-0,13	1,19	0,12
EPS in €	-0,05	-0,03	0,25	0,03

Quelle: SoftM, GBC

Umsatzentwicklung

Die SoftM AG konnte im abgelaufenen dritten Quartal 2008 an die erfreuliche Entwicklung der ersten sechs Monate 2008 anknüpfen. Im dritten Quartal 2008 stiegen die Umsatzerlöse um knapp 10 % von 12,04 Mio. € in 2007 auf 13,22 Mio. € an. Nach den ersten drei Quartalen lagen die Konzernumsätze mit 39,68 Mio. € allerdings noch geringfügig unter dem Vorjahresniveau (VJ: 40,33 Mio. €). Während in den beiden Geschäftsbereichen Software und Beratung Umsatzzuwächse gegenüber dem Vorjahr zu verzeichnen waren, entwickelten sich die Umsätze im Segment Systemintegration in der Berichtsperiode rückläufig. Im dritten Quartal 2008 konnte der Umsatzrückgang im Bereich Systemintegration jedoch gestoppt werden und der Umsatz lag mit 4,2 Mio. € bereits wieder über dem Vorjahresniveau von 4,0 Mio. €. Das nachstehende Schaubild veranschaulicht die Umsatzentwicklung der Geschäftsbereiche Software, Beratung und Systemintegration für die ersten neun Monate 2008.



Quelle: SoftM, GBC

Das stärkste Umsatzwachstum kann dabei der Geschäftsbereich Software vorweisen. Hier stiegen die Umsätze in den ersten neun Monaten 2008 um rund 7,2 % von 13,9 Mio. € auf 14,9 Mio. € an. Im dritten Quartal 2008 wurde in diesem Jahr mit 5,1 Mio. € der höchste Quartalsumsatz in 2008 erzielt. Insbesondere bei der ERP-Software Semiramis verlief der Lizenzverkauf erfreulich. Hier konnten in den ersten drei Quartalen insge-

samt 32 Neukunden gewonnen werden. Für die Rechnungswesenlösung SharkNex, welche seit Jahresanfang vertrieben wird, wurden im laufenden Geschäftsjahr 2008 bereits 16 Neukunden akquiriert.

Ergebnisentwicklung

Der Rohertrag lag nach den neun Monaten 2008 bei 29,79 Mio. € (VJ: 31,38 Mio. €), was einer Rohertragsmarge von 75,08 % (VJ: 77,80 %) entspricht. Auch im dritten Quartal 2008 erreichte die Rohertragsmarge mit 72,67 % einen hohen Wert. Allerdings gilt es hier zu berücksichtigen, dass im dritten Quartal 2007 ein außerordentlicher Ertrag von rund 2,2 Mio. € durch den Verkauf einer Tochtergesellschaft angefallen ist. In diesem Jahr wurden keine Sondererträge erzielt. Die aktivierten Eigenleistungen, vor allem im Zusammenhang mit SharkNex und Semiramis, lagen mit 1,85 Mio. € in etwa auf Vorjahresniveau (VJ: 1,83 Mio. €).

Auf der Kostenseite zeigen die ergriffenen Maßnahmen eine deutliche Wirkung. So reduzierte sich die Personalaufwandsquote von 53,03 % in 2007 auf 50,22 % in den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres. Dies entspricht gesunkenen Personalkosten von annähernd 1,5 Mio. € im Vergleich zum Vorjahr. Ebenso reduzierten sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen merklich von 8,60 Mio. € in 2007 auf 6,95 Mio. € in 2008.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) verbesserte sich gegenüber dem Vorjahr deutlich von 1,37 Mio. € in 2007 auf 2,87 Mio. €. Unter Berücksichtigung des außerordentlichen Einmalsertrages im Vorjahr stellt dies eine Verbesserung beim EBITDA von 3,7 Mio. € dar. Im dritten Quartal 2008 konnte SoftM mit einem EBITDA in Höhe von 1,25 Mio. € gegenüber den Vorquartalen (Q1 2008: 0,67 Mio. € bzw. Q2 2008: 0,94 Mio. €) nochmals zulegen. Bei den Abschreibungen war ein deutlicher Rückgang von 2,80 Mio. € in 2007 auf 2,32 Mio. € in 2008 zu verzeichnen.

In Summe konnte das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) im laufenden Geschäftsjahr 2008 auf 0,54 Mio. € (VJ: -1,44 Mio. €) gesteigert werden. Das Zinsergebnis verbesserte sich infolge der weiteren Rückführung der Nettoverschuldung ebenfalls um über 0,1 Mio. € auf -0,17 Mio. € (VJ: -0,28 Mio. €). Unter Berücksichtigung der Steuern und der Minderheitenanteile belief sich der Jahresüberschuss nach den ersten drei Quartalen 2008 auf -0,13 Mio. € (VJ: -0,26 Mio. €), was einem Gewinn je Aktie (EPS) in Höhe von -0,03 € (VJ: -0,05 €) entspricht.

Bilanzielle und finanzielle Lage

Im Vergleich zum Jahresanfang gab es keine wesentlichen Änderungen in der Bilanzstruktur. Das Eigenkapital lag zum Stichtag 30.9.2008 bei 16,40 Mio. €, was einer Eigenkapitalquote von rund 46 % entspricht. Auf der Passivseite der Bilanz konnten die kurzfristigen Bankdarlehen in den ersten neun Monaten 2008 aufgrund des deutlich positiven operativen Cash Flows von 9,60 Mio. € (VJ: 10,73 Mio. €) um über 6 Mio. € zurückgeführt werden. Die Nettoverschuldung belief sich folglich auf 2,61 Mio. €. Die Investitionen in das immaterielle Vermögen und Sachanlagen lagen mit 2,38 Mio. € in etwa auf dem Niveau der Abschreibungen von 2,32 Mio. €.

Übernahmeangebot durch Comarch

Mitte November 2008 meldete die SoftM AG den mehrheitlichen Einstieg des polnischen IT-Konzerns Comarch. Die Comarch mit Hauptsitz in Krakau wurde im Jahr 1993 gegründet und ist seit 1999 an der Warschauer Börse notiert. Mit rund 3000 Mitarbeitern und 23 Niederlassungen in elf Ländern ist Comarch einer der führenden IT-Dienstleister in Polen. Comarch ist insbesondere im Bereich der Individualprogrammierung im Rahmen von Großprojekten (Telekommunikation, Banken, Handel und Öffentliche Verwaltung) tätig und bietet darüber hinaus Infrastrukturlösungen sowie Business-Software für Kleinunternehmen an. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 erzielte Comarch einen Umsatz von über 150 Mio. € sowie einen Jahresüberschuss in Höhe von 11,3 Mio. €.

Die Transaktion besteht aus insgesamt drei Komponenten und beinhaltet den Aktienverkauf durch Altaktionäre, eine Kapitalerhöhung sowie ein öffentliches Übernahmeangebot. Mehrere SoftM Großaktionäre haben zusammen insgesamt 1,75 Mio. Aktien zu einem Übernahmepreis von 3,45 € an Comarch verkauft. Im Rahmen der Kapitalerhöhung wurden insgesamt 1,5 Mio. neue Aktien zu einem Bezugskurs von 3,45 € durch Comarch gezeichnet. Das Bezugsrecht für Altaktionäre war dabei ausgeschlossen. Insgesamt beläuft sich der Mittelzufluss aus der Kapitalerhöhung auf rund 5 Mio. € und führt damit zu einer nachhaltigen Stärkung der Eigenkapitalbasis von SoftM. Den freien Aktionären wird ein Pflichtangebot in Höhe von 3,45 € unterbreitet. Mit der Veröffentlichung des Übernahmeangebotes rechnen wir im Dezember 2008. Die Altaktionäre werden auch nach der Durchführung der Transaktion wesentlich an SoftM beteiligt sein.

Die Marke SoftM sowie das Management der Gesellschaft bleiben durch die Übernahme durch Comarch unverändert. Die Internationalisierung von SoftM soll durch die Übernahme aktiv und zügig vorangetrieben werden. Die neuen direkten und indirekten Vertriebskanäle von Comarch für die Softwarelösungen Semiramis und SharkNex können nunmehr genutzt werden und ermöglichen somit den Einstieg in den wachstumsstarken osteuropäischen Markt. Im Mittelstand ist Comarch bereits mit den ERP-Softwarelösungen Altum und CDN präsent, die allerdings vornehmlich auf Unternehmen mit bis zu 50 Mitarbeitern abzielen, während die SoftM Produkte den gehobenen Mittelstand (ab 50 Mitarbeiter) adressieren. Zudem wurde vereinbart, dass SoftM auf die Ressourcen der Comarch im Bereich Forschung und Entwicklung zurückgreifen kann.

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2009 - Phase 2	
Umsatzwachstum	6,0%
EBITDA-Marge	10,0%
Steuerquote	30,0%
Working Capital in % vom Umsatz	11,7%
Umsatz zu OAV	580%
Abschreibungen vom OAV	26,8%

Werttreiber - DCF Bewertung Endwert - Phase 3	
Umsatzwachstum	2,0%
Kapitalrendite	14,5%

Discounted Cashflow-Modell

Die SoftM AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2008 & 2009 in Phase 1, erfolgt von 2010 bis 2014 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen im Umsatz von 6,0 % (bisher: 8,0 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Endwert bestimmt. Dabei unterstellen wir einen nachhaltigen Umsatzanstieg von 2,0 % sowie eine Kapitalrendite von 14,5 % (bisher: 14,9 %).

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir infolge des gesunkenen Zinsniveaus mit 9,3 % (bisher: 9,7 %) errechnet.

Der daraus resultierende faire Wert der Aktie auf Basis 2009 liegt bei 4,43 € (zuvor: 4,69 €).

in Mio. EUR	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	Endwert
Umsatz	60,500	64,200	68,052	72,135	76,463	81,051	85,914	
Umsatzveränderung	1,9%	6,1%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	2,0%
EBITDA-Marge	7,7%	8,2%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Abschreibungen (auf IK)	-3,100	-3,000	-3,002	-3,144	-3,333	-3,533	-3,745	
Abschreibungen vom OAV	28,2%	26,8%	26,8%	26,8%	26,8%	26,8%	26,8%	
EBITA	1,541	2,288	3,804	4,069	4,313	4,572	4,846	
EBITA-Marge	2,5%	3,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
EBI (NOPLAT)	1,079	1,602	2,663	2,848	3,019	3,200	3,392	3,605
Working Capital	7,000	7,500	7,962	8,440	8,946	9,483	10,052	
Working Capital zu Umsatz	11,6%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	
Operatives Anlagevermögen	11,000	11,200	11,733	12,437	13,183	13,974	14,813	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen	550,0%	573,2%	580,0%	580,0%	580,0%	580,0%	580,0%	
Investiertes Kapital (IK)	18,000	18,700	19,695	20,877	22,130	23,457	24,865	
Kapitalrendite	6,9%	8,9%	14,2%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%
Free Cashflows:								
EBITDA	4,641	5,288	6,805	7,214	7,646	8,105	8,591	
Steuern auf EBITA	-0,462	-0,686	-1,141	-1,221	-1,294	-1,372	-1,454	
Investitionen in OAV	-3,000	-3,200	-3,535	-3,848	-4,079	-4,324	-4,584	
Veränderung des Working Capital	-2,392	-0,500	-0,462	-0,478	-0,506	-0,537	-0,569	
Investitionen in Goodwill	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
Freier Cashflow	-1,213	0,902	1,667	1,667	1,767	1,873	1,985	42,374

VALUATION in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Barwert expliziter FCFs	5,38	7,09	6,85	5,82
Barwert des Continuing Value	22,69	24,81	27,12	29,65
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	28,06	31,90	33,97	35,48
Nettoschulden (Net debt)	9,75	5,99	5,24	4,61
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	18,31	25,91	28,74	30,87
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	18,31	25,91	28,74	30,87
Ausstehende Aktien in Mio.	4,98	4,98	6,48	6,48
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,68	5,20	4,43	4,76

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR				
Dividendenzahlung	0,00	-0,30	-0,75	-0,90
Kapitalerhöhung	5,18	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwand/ertrag	-0,20	0,15	0,10	0,10

Sensitivitätsanalyse - fairer Wert je Aktie in EUR - Stand GJ 2009e					
WACC	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%
Kapitalrendite					
10,5%	3,70	3,37	3,10	2,85	2,64
12,5%	4,51	4,11	3,76	3,47	3,21
14,5%	5,32	4,84	4,43	4,08	3,77
16,5%	6,13	5,58	5,10	4,69	4,33
18,5%	6,95	6,32	5,77	5,30	4,89

Fazit

Die SoftM AG konnte die erfreuliche operative Entwicklung im dritten Quartal 2008 fortsetzen. Mit einem Umsatzanstieg gegenüber dem Vorjahr sowie mit einem deutlich positiven EBITDA konnte das dritte Quartal 2008 erfolgreich abgeschlossen werden. In den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres konnte eine Reihe von Neukunden für die Softwarelösungen Semiramis und SharkNex gewonnen werden.

Wir sehen uns daher in unserer positiven Einschätzung bestätigt und lassen unsere Prognosen hinsichtlich Umsatz und operativen Ergebnis für das laufende Geschäftsjahr 2008 unverändert. Allerdings werden aufgrund des mehrheitlichen Erwerbs durch Comarch die noch vorhandenen Verlustvorträge verfallen, so dass eine Abschreibung auf die gebildeten aktiven latenten Steuern vorgenommen werden muss, welche den Jahresüberschuss im laufenden Geschäftsjahr belasten wird. Die latenten Steuern stehen per Ende September 2008 noch mit 2,1 Mio. € in der Bilanz.

Den Einstieg der Comarch werten wir als positiv. Die Eigenständigkeit von SoftM soll vollumfänglich erhalten bleiben und die Unternehmensstrategie wird von Comarch unterstützt. Sowohl auf der Vertriebsseite als auch auf Forschungs- und Entwicklungsseite sollte SoftM von der Partnerschaft mit Comarch profitieren. Zwar ist die SoftM AG bereits mit eigenen Standorten in Polen und Tschechien vertreten, allerdings bewegen sich hier die Umsatzerlöse in einem überschaubaren Rahmen, so dass wir hier noch ein deutliches Wachstumspotential für die osteuropäischen Märkte sehen.

Wir sehen das Kursziel für die Aktie der SoftM AG auf Basis 2009 nunmehr bei 4,43 € (bisher: 4,69 €). Das reduzierte Kursziel erklärt sich vor allem durch die durchgeführte Kapitalerhöhung unterhalb des von uns errechneten fairen Wertes. Die Schätzungen für 2009 haben wir infolge des unsichereren konjunkturellen Umfelds leicht gesenkt. Damit haben wir einen höheren fairen Wert ermittelt, als Comarch im Rahmen des Übernahmeangebotes (3,45 €) an die freien Aktionäre bietet. Zumal wir durch die Übernahme der Comarch mit positiven Impulsen für das operative Geschäft der SoftM AG rechnen, sehen wir das Übernahmeangebot für die freien Aktionäre als nicht attraktiv und stufen die Aktie der SoftM AG weiterhin mit Kaufen ein.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwendet, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die komplettierten historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5), (7)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de**.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse (n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst

Manuel Hölzle, Dipl. Kfm., Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

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

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



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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