



**Researchstudie (Anno)**



**Cargofresh AG**

**Stand 11.09.2009**

**Kursziel: ausgesetzt**

**Rating: ausgesetzt**

**Risikohinweis: spekulativ**

---

**WICHTIGER HINWEIS:**  
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 16

---

**Rating:**  
ausgesetzt

**Kursziel:**  
Ausgesetzt

**Risikohinweis:**  
spekulativ

Kurs zum 11.09.2009,  
17:30 Uhr, XETRA:  
0,18 €

**Letztes Rating**  
(Kursziel):

**KAUFEN (4,42 €)**

**Marktsegment:**  
Open Maket  
(Entry Standard)

**Rechnungslegung:**  
HGB

**Analysten:**

**Felix Gode**  
gode@gbc-ag.de

**Cosmin Filker**  
filker@gbc-ag.de

**IR-Kontakt:**

Cargofresh AG  
Peter W. Wich  
An der Strusbeck 60-62  
D-22926 Ahrensburg

**Tel.:** 04102 - 457261  
**Fax.:** 04102 - 457561

pwich@cargofresh.com

www.cargofresh.com

Katalog möglicher Inter-  
essenskonflikte auf S. 18

11.09.2009

Cargofresh AG<sup>\*5</sup>

**Unternehmensprofil:**

**Branche:** Logistik/Elektronik  
**Fokus:** „Controlled Atmosphere“-  
Anlagen, Stromerzeugungs- und  
Stromverteilungsanlagen

**Mitarbeiter:** 92 (31.12.2008)

**Firmensitz:** Ahrensburg, D

**Gründung:** 1998

**Vorstandssprecher:**  
Herr Peter W. Wich

WKN: 604917

ISIN: DE0006049174

Börsenkürzel: CF1

Anzahl Aktien: 6,160 Mio.

Marktkap.: 1,11 Mio. Euro

Streubesitz: 15 % - 20 %

52 W Hoch: 3,00 Euro

52 W Tief: 0,04 Euro

Durchs. Tagesvolumen : 2.533 €



In Mio. €	2007	2008	2009e	2010e
Umsatz	7,146 <sup>2)</sup>	15,129	10,000	12,500
EBITDA	10,383 <sup>1)</sup>	-1,134	-1,300	-1,000
EBIT	8,638 <sup>1)</sup>	-3,183	-3,300	-3,000
Jahresüberschuss	9,280 <sup>1)</sup>	-5,514	-5,600	-4,650
In Euro				
Gewinn je Aktie	1,51 <sup>1)</sup>	-0,90	-0,91	-0,75
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00
In %				
EBITDA-Marge	135,46 % <sup>1)</sup>	neg.	neg.	neg.
EBIT-Marge	112,69 % <sup>1)</sup>	neg.	neg.	neg.
Dividendenrendite	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Kennzahlen				
EV/Sales	3,12	1,47	2,23	1,78
EV/EBITDA	2,15 <sup>1)</sup>	neg.	neg.	neg.
KGV	0,12 <sup>1)</sup>	neg.	neg.	neg.
KBV (31.12.2008)		0,10		

<sup>1)</sup> Beeinflusst von Sondereffekten aus Verschmelzung mit MES GmbH

<sup>2)</sup> Konsolidierung der MES GmbH erst zum 30.04.07, daher Berücksichtigung der Umsatzerlöse der MES GmbH nur von Mai 07 - Dez. 07

**Highlights:**

- Keine Verbesserung der operativen Entwicklung in 2009 auf Grund der Konjunkturkrise erwartet
- Fälligkeit einer Anleihe tranche in 2010 und drohende Goodwillabschreibungen könnten Fortbestand des Unternehmens gefährden
- Maßnahmen zur Sicherung der nachhaltigen Zahlungsfähigkeit geplant
- Adäquate Bewertung derzeit nicht möglich
- Rating und Kursziel ausgesetzt, Risikohinweis: spekulativ

## Inhaltsangabe

### Unternehmen

Profil .....	4
Aktionärsstruktur.....	4

### Markt und Marktumfeld

Markt und Marktumfeld.....	5
----------------------------	---

### Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick .....	6
Umsatz- und Ergebnisentwicklung 2008.....	7
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	9
SWOT-Analyse Cargofresh AG.....	11

### Bewertung/ Fazit

Prognose und Modellannahmen.....	12
Fazit .....	15

### Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss .....	15
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	18

## Unternehmen

### Profil

Die Cargofresh AG ist in zwei Geschäftsbereichen tätig: „Controlled Atmosphäre“ und „Energiesysteme“. Im Geschäftsbereich „Controlled Atmosphäre“ (CA) entwickelt und vertreibt das Unternehmen Anlagen, die mit einer so genannten „Controlled Atmosphäre“-Technologie ausgestattet sind und in Kühlcontainern und Kühsattelaufliegern, aber auch stationär eingesetzt werden können. Durch die „Controlled-Atmosphäre“-Technologie werden verderbliche Lebensmittel und Pflanzen länger haltbar gemacht, indem der Stoffwechselprozess verlangsamt wird. Damit können solche Waren ohne Qualitätsverluste auch auf dem deutlich günstigeren und umweltfreundlicheren Seeweg transportiert werden, was bisher hauptsächlich per Luftfracht erfolgen musste.

Der Bereich „Energiesysteme“ (ES) ist Ende 2006 durch den Erwerb der MES GmbH neu hinzugekommen. Hier werden Stromerzeugungs- und Stromverteilungsanlagen mit einer hohen Fertigungstiefe sowie Automatisierungstechnik entwickelt und vertrieben. Die Übernahme ermöglicht es der Cargofresh AG selbst Container-CA-Anlagen fertigen und montieren zu können. Auch im Bereich Service und Wartung bestehen Synergiepotenziale zwischen den Bereichen.

### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	Anteilsbesitz
TecEquity AG	< 50 %
PERUSA Verwaltungsgesellschaft mbH	> 5 %
Horst Werner	> 5 %
PWW Investment GmbH	> 5 %
GTD Gesellschaft für technische Dienstleistungen mbH	> 5 %
Free-Float	ca. 15 % - 20 %
Summe	100 %

Seit dem Börsengang der Cargofresh AG haben sich leichte Verschiebungen bei der Aktionärsstruktur ergeben. Die Anteile der ursprünglichen Mehrheitsaktionärin ilog AG, eine 100 %ige Tochtergesellschaft der Ponaxis AG, wurden auf die ebenfalls 100 %ige Tochtergesellschaft der Ponaxis AG, TecEquity AG, übertragen. Der Besitzanteil hat sich jedoch von ursprünglich 56,01 % auf nunmehr unter 50,00 % verringert.

Insgesamt ist eine exakte Aufschlüsselung der Aktionärsstruktur nicht möglich, da für im Entry Standard notierte Unternehmen nur eingeschränkte Mitteilungsverpflichtungen bestehen. So müssen wesentliche Stimmrechtsbesitze nicht gemeldet werden, sondern nur im Rahmen der allgemeinen Regelung des Aktiengesetzes, sofern die Schwellen von 25 % oder 50 % über- bzw. unterschritten werden.

Der Free-Float sollte sich nach unseren Schätzungen auf 15 % - 20 % belaufen.

## Markt und Marktumfeld

Im Zuge der internationalen Finanz- und Konjunkturkrise hat auch der internationale Frachtverkehr stark abgenommen. Abzulesen ist dies unter anderem am so genannten Baltic Dry Index, einem wichtigen Preisindex für das weltweite Verschiffen von Hauptfrachtgütern wie Kohle, Eisenerze oder Getreide. Der Index stürzte vom Hoch Mitte 2008 bei 11.600 Punkten auf nunmehr rund 1.700 Punkte. Auch der HARPEX zeigt ein ähnliches Bild. Der Index, der die Charraten verschiedener Größenklassen von Containerschiffen misst, stürzte seit Anfang 2008 von 1.445 Punkten im Hoch auf nun 375 Punkte ab. In der Folge fahren derzeit viele Schiffe unausgelastet bzw. liegen sogar vor Anker.

Bei Kühltransporten ist hierbei jedoch eine Ausnahmesituation zu spüren. Gekühlt werden vornehmlich verderbliche Waren, wie Obst und Gemüse (Perishables) transportiert. Von den weltweit 1,4 Mrd. Tonnen erzeugten Obst und Gemüse werden rund 6 %, also 84 Mio. Tonnen, exportiert, davon ein Großteil auch auf dem Seeweg. Nach Angaben der Drewry Shipping Consultants sind in 2007 rund 77 Mio. Tonnen frische Ware, wie Obst, Gemüse, Fisch oder Blumen) verschifft worden. Bis 2015 soll diese Menge sogar auf 109 Mio. Tonnen ansteigen. Das entspricht einer jährlich erwarteten durchschnittlichen Wachstumsrate von beinahe 4,5 %.

Insgesamt ist bei Perishable-Transporten derzeit keine Verlangsamung zu spüren. Das ist auch in dem Zusammenhang zu sehen, dass die Waren auch importiert werden, wenn dies zu einem Überangebot führt. Wenn ein Produzentenland in einer Periode eine bessere Ernte einführt, wird dieses Land dann auch mehr Waren in den Export geben. An Abnehmern in den Importländern Nordeuropas oder Europas mangelt es dabei nicht. Immerhin werden beispielsweise in Deutschland 50 % des Obstes über Discounter verkauft. Diese senken notfalls die Preise dramatisch, so wie dies derzeit zu beobachten ist.

Zudem ist die Stimmung der Verbraucher in Deutschland weiterhin sehr robust. Der GfK-Konsumklimaindex stagnierte im Juni bei 2,5 Punkten auf dem Vormonatsniveau, was angesichts der konjunkturellen Lage erstaunlich stabil ist. Insgesamt ist das Konsumklima in Deutschland aber weiterhin auf einem anhaltend niedrigen Niveau.

Damit bleiben auch CA-Transporte ein Trend, unabhängig von der konjunkturellen Entwicklung. Zudem bietet der Transport von Perishables in CA-Anlagen weitere ausschlaggebende Vorteile. Der Transport gestaltet sich beispielsweise deutlich günstiger. Beispielsweise kostet der Transport von Papayas oder Mangos auf dem Seeweg nur rund ein Viertel gegenüber dem Luftweg.

Darüber hinaus ist die Fracht per Schiff deutlich klimafreundlicher als der Luftweg. Flugzeugtransporte stoßen nicht nur deutlich mehr CO<sub>2</sub> aus, sondern tun dies auch in besonders empfindlichen Regionen der Atmosphäre. Nicht zuletzt bleibt die Qualität der Früchte über den gesamten Transport bei Verwendung der CA-Technologie nahezu unverändert hoch, so dass diese dann ohne geschmackliche Einbußen und ausgereift an den Verkaufsflächen ankommen. Alle diese Faktoren sind auch unter dem Aspekt der steigenden Aufmerksamkeit für Klimaschutz und Bio-Waren zu sehen. Die deutlichen Vorteile von CA-Transporten gegenüber konventionellen Schiff- oder Lufttransporten sind schlagende Argumente, die für deren Einsatz sprechen.

# Unternehmensentwicklung & Prognose

## Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2007	GJ 2008	GJ 2009e	GJ 2010e
Umsatzerlöse	7,146 <sup>2)</sup>	15,129	11,000	12,500
Bestandsveränderungen	0,519	-1,010	0,000	0,000
sonstige betriebliche Erträge	13,275	0,647	0,250	0,250
Materialaufwand	-3,998	-8,178	-6,050	-6,250
<b>Rohertrag</b>	<b>16,942</b>	<b>6,588</b>	<b>5,200</b>	<b>6,500</b>
Personalaufwand	-3,210	-4,337	-4,000	-4,500
Abschreibungen	-1,745	-2,049	-2,000	-2,000
sonstige betriebliche Aufwendungen	-3,349	-3,385	-2,500	-3,000
Beteiligungsergebnis	2,299	0,000	0,000	0,000
Sonstige Zinsen und Erträge	0,954	0,896	0,350	0,250
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-2,603	-3,214	-2,750	-2,000
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>9,288</b>	<b>-5,501</b>	<b>-5,600</b>	<b>-4,650</b>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	0,000	0,001	0,000	0,000
sonstige Steuern	-0,008	-0,014	0,000	0,000
<b>Jahresfehlbetrag/-überschuss</b>	<b>9,280</b>	<b>-5,514</b>	<b>-5,600</b>	<b>-4,650</b>
EBITDA	10,383 <sup>1)</sup>	-1,134	-1,300	-1,000
in %	135,46 %.	neg.	neg.	neg.
EBIT	8,638 <sup>1)</sup>	-3,183	-3,300	-3,000
in %	112,69 %	neg.	neg.	neg.
Ergebnis je Aktie in €	1,51 <sup>1)</sup>	-0,90	-0,91	-0,75

<sup>1)</sup> inklusive Sondereffekte aus Verschmelzung mit MES GmbH

<sup>2)</sup> Konsolidierung der MES GmbH erst zum 30.04.07, daher Berücksichtigung der Umsatzerlöse der MES GmbH nur von Mai 07 - Dez. 07

Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. €) HGB	Bilanzstichtag: 31.12.2007	Bilanzstichtag: 31.12.2008
Operatives Anlagevermögen	5,284	5,380
Working Capital	-0,150	-0,031
Nettoverschuldung	16,948	21,174
Zinsbare Verbindlichkeiten	29,718	29,670
Finanzvermögen	12,770	8,496
Eigenkapitalquote in %	33,3 %	25,5 %
Gezeichnetes Kapital	6,160	6,160
Bilanzsumme	50,789	44,709

## Umsatz- und Ergebnisentwicklung GJ 2008

### **Umsatzentwicklung**

Nach der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen hatten wir die Umsatzprognosen für das Gesamtjahr 2008 auf 15 Mio. € zurückgenommen. Diese Prognosen konnte die Cargofresh AG im Geschäftsjahr 2008 erfüllen und Umsatzerlöse in Höhe von 15,13 Mio. € erzielen. Die Steigerung gegenüber dem Vorjahr beträgt damit 111,7 %. Dabei ist zu beachten, dass die MES GmbH erst zum 30.04.2007 auf die Cargofresh verschmolzen wurde und der Vergleich zum Vorjahr daher unseres Erachtens nicht aussagekräftig gezogen werden kann. Die Verschmelzung der MES GmbH für das gesamte Geschäftsjahr 2007 gerechnet hätte eine Steigerung von 27,0 % ergeben. Über die Verteilung der Umsätze auf die einzelnen Geschäftsbereiche CA und ES werden im Geschäftsbericht keine Angaben gemacht.

Im CA-Bereich wurde jedoch ein wichtiger Meilenstein erreicht. Im Herbst 2008 entschied sich die Reederei Hamburg Süd für die Bestellung von 35 weiteren CA-Containern von der Cargofresh AG. Damit stockte das Unternehmen seinen Bestand an Cargofresh CA-Containern auf 45 Stück auf. Das Volumen der Bestellung dürfte sich nach unseren Schätzungen auf rund 1,40 Mio. € belaufen. Die Auslieferung der Container erfolgte zu einem Teil bereits in 2008 und wird in 2009 abgeschlossen sein. Des weiteren konnte im Geschäftsjahr 2008 ein Auftrag für einen großen deutschen Nutzfahrzeugdienstleister über CA-Traileranlagen in einem Gesamtvolumen von rund 0,75 Mio. € abgewickelt werden. Insgesamt war die Entwicklung des CA-Bereiches damit zwar relativ zufriedenstellend und wies einen deutlichen Zuwachs gegenüber 2007 auf, als lediglich 0,27 Mio. € umgesetzt wurden. Die bislang erwartete dynamische Entwicklung in diesem Bereich blieb jedoch weiterhin aus.

Die Entwicklung im Bereich Energiesysteme verlief gemäß den Aussagen im Lagebericht ebenfalls zufriedenstellend, jedoch enthält der Bericht keine genaueren Angaben. Anscheinend hat auch die sich in der zweiten Jahreshälfte verschärfende konjunkturelle Lage scheinbar nicht zu Bremswirkungen geführt. Auch zum Jahresende wies der Bereich gemäß der Angabe im Geschäftsbericht Auftragsbestände aus, die eine Auslastung bis zur Jahresmitte sichern.

### **Ergebnisentwicklung**

Auch bei den Ergebnissen ist eine Vergleichbarkeit unseres Erachtens mit dem Vorjahr nur sehr eingeschränkt möglich. So war das Geschäftsjahr 2007 durch die Verschmelzung der MES GmbH auf die Cargofresh AG geprägt. Im Rahmen dessen wurden stille Reserven im Bereich des Geschäfts – und Firmenwertes aufgedeckt, die in Höhe von 13,07 Mio. € ergebniswirksam wurden.

Der Materialaufwand stieg nahezu proportional zu den Umsatzerlösen an. Nach 4,00 Mio. € im Vorjahr fielen in diesem Jahr 8,18 Mio. € Materialaufwendungen an. Die Kostenquote verbesserte sich dabei leicht um rund 2 % von 56,0 % auf 54,1 %.

Dennoch wurde bei der Rohmarge ein Rückgang von 54,2 % im Vorjahr (bereinigt um Verschmelzungsgewinne) auf 43,6 % verzeichnet. Unbereinigt um die Verschmelzungsgewinne betrug die Rohmarge in 2007 237,1 %.

Die Personalaufwendungen kletterten im Geschäftsjahr 2008 um 1,13 Mio. € auf 4,34 Mio. €. Damit ist der Zuwachs um 35,1 % deutlich unterproportional zur Umsatzsteigerung, was auf die Hebung von Synergieeffekten schließen lässt. Durchschnittlich wurden in 2008 92 Mitarbeiter beschäftigt.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen stagnierten mit 3,39 Mio. € in etwa auf dem Vorjahresniveau. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass im Vorjahr Kosten für die Begebung der Anleihe in Höhe von 1,07 Mio. € angefallen waren, die in 2008 nicht mehr zum Tragen gekommen sein sollten.

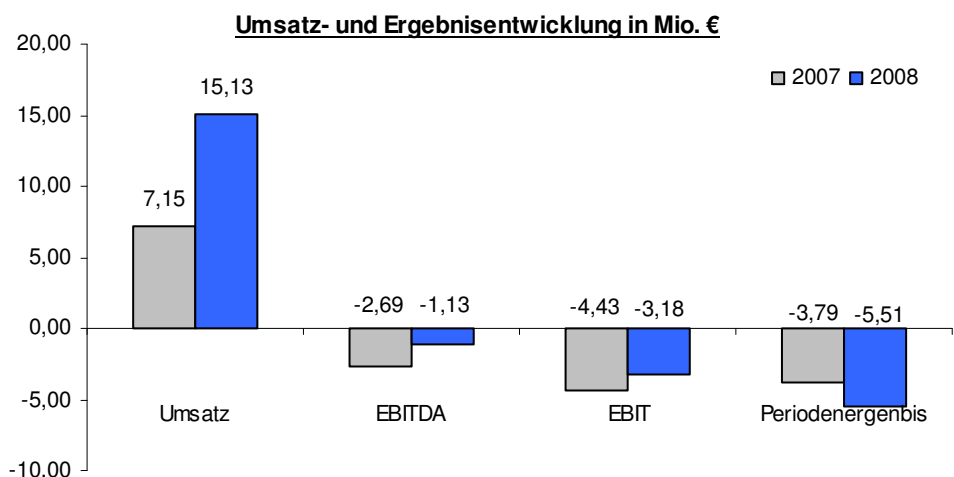
Entsprechend entwickelte sich das EBITDA von –2,69 Mio. € im Vorjahr (bereinigt um Verschmelzungsgewinne) auf nunmehr –1,13 Mio. € in 2008. Damit wurde ein weiterer Schritt in Richtung der operativen Profitabilität genommen.

Die Abschreibungen lagen mit 2,05 Mio. € leicht über dem Vorjahresniveau von 1,75 Mio. €. Auf die Abschreibungen entfallen im Wesentlichen Abschreibungen auf den Geschäfts- und Firmenwert, der im Rahmen der Verschmelzung der MES GmbH und der Cargofresh Technologies AG auf die Cargofresh AG entstanden ist. Im Rahmen der HGB-Bilanzierung wird dieser Firmenwert über 20 Jahre linear abgeschrieben, so dass jährliche Goodwill-Abschreibungen in Höhe von rund 1,50 Mio. € anfallen.

Die Erträge aus Wertpapieren und Zinsen blieben im Geschäftsjahr 2008 mit 0,90 Mio. € nahezu auf dem Vorjahresniveau. Hierbei handelt es sich um Zinserträge aus der Anlage von liquiden Mitteln in Anleihen oder Genussscheinen anderer Unternehmen. Hingegen wurde bei den Zinsaufwendungen ein leichter Anstieg um 0,15 Mio. € festgestellt. Diese setzen sich im Wesentlichen aus Zinszahlungen an Anleihegläubiger für begebene Schuldverschreibungen in Höhe von 28,06 Mio. € zusammen.

Eine Sonderbelastung in Höhe von 0,46 Mio. € ergab sich im abgelaufenen Geschäftsjahr aus der Abschreibung auf Wertpapiere des Anlagevermögens. Dieser Verlust entstand vermutlich aus der Veräußerung gehaltener Wertpapiere unter ihrem Rückzahlungsbetrag.

Ein Steueraufwand entstand auf Grund des noch negativen Ergebnisses nicht. Insgesamt lag der Jahresüberschuss damit bei –5,52 Mio. €, nach –3,79 Mio. € im Vorjahr (bereinigt um Verschmelzungsgewinn). Der Rückgang gegenüber 2008 auf der Ebene des Nettoergebnisses ist darauf zurückzuführen, dass in 2007 noch ein Beteiligungsertrag in Höhe von 2,30 Mio. € aus der MES GmbH erzielt wurde.



Quelle: GBC, eigene Berechnungen, Ergebniszahlen bereinigt um Verschmelzungsgewinn



## **Bilanzielle und finanzielle Situation**

Das Eigenkapital der Cargofresh AG verringerte sich im Geschäftsjahr 2008 im Zuge des negativen Jahresergebnisses von 16,93 Mio. € auf 11,41 Mio. €. Gleichzeitig verringerte sich auch die Eigenkapitalquote von 33,3 % auf nunmehr 25,5 %. Den dominierenden Teil der Passivseite machen weiterhin die beiden begebenen Anleihen in einem Gesamtvolumen von 28,06 Mio. € aus. Hierfür fallen bei der Verzinsung von 9 % jährliche Zinszahlungsverpflichtungen in Höhe von rund 2,50 Mio. € an. Eine der Inhaberschuldverschreibungen wird am 01.07.2010 fällig. Das emittierte Volumen von 8,00 Mio. € muss dann zurückgezahlt werden. Die zweite Anleihe über 20,00 Mio. € hat noch eine Laufzeit bis 26.06.2012.

Um das Risiko zu vermeiden, dass zum Einen die weiteren Zinszahlungstermine nach dem 1. Juli 2009 nicht mehr bedient werden können und zum Anderen die erforderlichen Mittel zu Vorfinanzierung wichtiger Projekte nicht mehr verfügbar sind, wurden nun am 13. und 14. Juli 2009 Gläubigerversammlungen einberufen, in denen über eine Änderung der Anleihebedingungen abgestimmt werden sollte. So sollte bei beiden Anleihen die Verzinsung ab dem 1. Juli 2009 von 9 % auf 5 % gesenkt werden. Gleichzeitig sollte beschlossen werden die Laufzeit der Inhaberschuldverschreibung 2005/2010 um zwei Jahre auf den 30. Juni 2012 zu verlängern. Zudem sollen bei beiden Anleihen die Zinszahlungen bis zum Fälligkeitstermin (beide dann 30. Juni 2012) zinslos gestundet werden, also erst am Ende der Laufzeit ausgezahlt werden. Für die Anleihe 2005/2010 sollte dies für die Zinszahlungen ab dem 1. April 2009 und für die Anleihe 2006/2012 ab dem 1. Januar 2009 gelten.

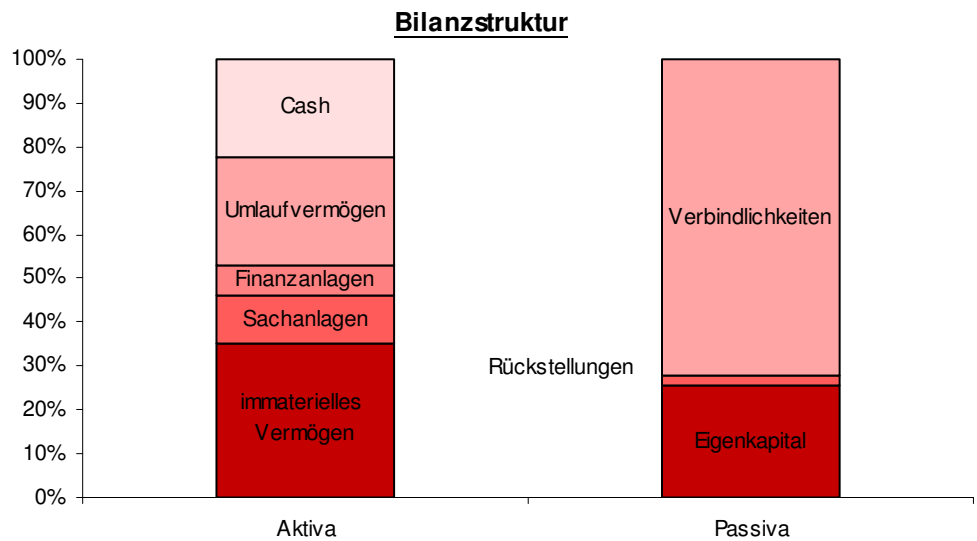
Bei beiden Gläubigerversammlungen war jedoch die Präsenz zu gering, um inhaltlich die beantragten Beschlüsse fassen zu können. Jedoch wurden für die Anleihe 2005/2010 die Voraussetzungen für die Einberufung einer zweiten Gläubigerversammlung geschaffen. In der zweiten Versammlung können dann die Reduzierung des Zinssatzes von 9 % auf 5 % sowie die Verschiebung der Endfälligkeit der Anleihe von 2010 auf 2012 mit einer Mehrheit von drei Vierteln beschlossen werden. Die Einladung zur zweiten Gläubigerversammlung wurde inzwischen veröffentlicht und auf den 21. September 2009 terminiert.

Für die Anleihe 2006/2012 wurden die erforderlichen Mehrheiten auch für die Einberufung einer zweiten Gläubigerversammlung nicht erreicht. Damit werden die Konditionen der Anleihe mit einem Volumen 20,00 Mio. € unverändert bleiben.

Auf der Aktivseite bildet der Geschäfts- und Firmenwert über insgesamt 27,23 Mio. € die größte Position. Der Goodwill resultiert aus der Verschmelzung der beiden Gesellschaften MES GmbH und Cargofresh Technologies GmbH auf die Cargofresh AG. Dieser wird über eine Zeitdauer von 20 Jahren linear abgeschrieben. Jedoch ist hierbei zu beachten, dass der auf den Geschäftsbereich Controlled Atmosphere entfallende Goodwill von 10,94 Mio. € einer außerordentlichen Abschreibung unterworfen werden könnte, wenn sich das Geschäft im laufenden Jahr nicht weiter merklich positiv entwickelt und die operative Profitabilität erreicht wird. Hierauf weist der Wirtschaftsprüfer konkret im Bestätigungsvermerk des Jahresabschlusses 2008 hin.

Die Sachanlagen erhöhten sich gegenüber dem Vorjahreszeitpunkt um 0,40 Mio. €, da vor allem der Bestand an technischen Anlagen und im Bau befindlichen Anlagen aufgebaut wurde. Hierbei handelt es sich unseres Erachtens

im Wesentlichen um CA-Anlagen, die als Vermietanlagen bereitgestellt werden sollen. Die Wertpapiere des Anlagevermögens verringerten sich von 10,39 Mio. € auf 5,06 Mio. €. Hierbei wurden vermutlich sämtliche Anleihen und Genussscheine im Bestand zunächst liquidiert, woraus sich nach unserer Einschätzung auch der Abschreibungsbedarf von 0,46 Mio. € ergab. In einem weiteren Schritt wurden dann neue Papiere gekauft. Die verbleibenden liquiden Mittel aus dem Anleiheverkauf wurden zum Einen zur Finanzierung des operativen Geschäfts genutzt und zum Anderen erhöhte sich der Cashbestand von 2,32 Mio. € auf 3,30 Mio. €. Der Vorratsbestand sank gegenüber dem Vorjahr deutlich von 1,73 Mio. € auf 0,85 Mio. €. Neben der erfolgreichen Abwicklung von Aufträgen ist hierfür vermutlich auch der Aufbau des Vermietgeschäfts verantwortlich, für den CA-Anlagen für den Eigenbestand produziert wurden, um diese dann an Kunden zu vermieten. Entsprechend sank der Bestand an unfertigen Erzeugnissen merklich.



Quelle: Cargofresh, GBC

## **SWOT - ANALYSE Cargofresh AG**

### **Stärken**

- CA-Anlage der „zweiten Generation“ läuft gemäß Unternehmensaussagen bisher ohne Störungen
- Technologieführerschaft durch jahrelange Forschung & Entwicklung
- Entwicklungskooperationen mit starken Partnern in der Logistikbranche wie z.B. *Thermo King*, *Carrier* und *Kögel*

### **Schwächen**

- Kündigung einer Reihe von Mitarbeitern auf Grund der Abwerbung eines Wettbewerbsunternehmens
- Hoher aktivierter Geschäfts- und Firmenwert birgt Risiko von Abschreibungen
- Bisher noch keine wesentlichen Aufträge im Bereich CA-Container generiert um kritische Größe zu erreichen
- Im Containerbereich Abhängigkeit von wenigen Kunden (Reedereien), da Abnehmermarkt stark konsolidiert
- Scheitern der Beschlussfassung über die Änderung der Anleihebedingungen auf der Gläubigerversammlung könnte den Bestand des Unternehmens gefährden

### **Chancen**

- Steigendes Interesse an CA-Anlagen seitens Exporteuren, Importeuren und Logistikunternehmen
- Zusätzliche Abgaben für Luftfracht vom Europäischen Parlament sowie der Bundesregierung geplant, um umweltverträglicheren Seetransport zu fördern
- Steigende Nachfrage von Konsumenten nach frischen Produkten bzw. Bioprodukten
- Wettbewerbsdruck könnte Reedereien und Fuhrunternehmen zum Einsatz von CA-Technologien zwingen

### **Risiken**

- Ein Institut hat Klage gegen Cargofresh erhoben aus einem früheren Forderungsverzicht
- Die Durchsetzung von CA-Technologie am Markt könnte sich möglicherweise verzögern
- Wettbewerber könnten gleichwertige oder bessere Technologien entwickeln
- Steigende Öl- und Energiepreise könnten auch die internationale Schifffahrt belasten
- Unwetter und Umweltkatastrophen in den Produzentländern für Früchte könnten die Exportmengen beeinträchtigen

## Prognose und Modellannahmen

Im zweiten Halbjahr 2008 hat sich mit dem Auftrag der Hamburg Süd über 35 CA-Container ein wichtiger Auftrag ergeben. Dies zeigt, dass die Technologie der Cargofresh bei renommierten Unternehmen angesehen ist und als interessant erachtet wird. Das Auftragsvolumen beträgt nach unseren Schätzungen rund 1,4 Mio. €. Aus diesem Auftrag ist in 2008 nur ein Teil abgearbeitet worden, so dass im Geschäftsjahr 2009 noch ein weiterer Teil umsatzwirksam werden wird.

Darüber hinaus befand sich das Unternehmen zuletzt noch in fortgeschrittenen Verhandlungen mit verschiedenen potenziellen Kunden. So ist Cargofresh mit einer Leasinggesellschaft über die Lieferung von 20 Containern in Gesprächen. Mit einem weiteren Kunden werden derzeit noch Verhandlungen über weitere 50 CA-Container geführt. Nicht zuletzt wird auch mit einem skandinavischen Kunden über die Ausrüstung von sieben Schiffen mit Stickstoff-Großanlagen gesprochen. Insgesamt dürften sich diese potenziell in 2009 realisierbaren Aufträge auf rund 6 Mio. € belaufen. Die tatsächliche Umsetzung allein dieser Projekte würde einen massiven Umsatzsprung für den Bereich CA bedeuten.

Der Bereich Energiesysteme wies zum Geschäftsjahresende 2008 Auftragsbestände aus, die eine Auslastung bis zum Juni 2009 sichern können. Aber dieser Bereich wird sich unseres Erachtens voraussichtlich aber auch nicht der aktuellen wirtschaftlichen Gesamtlage entziehen können. Der Vorstand geht trotz alledem von einer stabilen Geschäftsentwicklung im Geschäftsjahr 2009 aus.

Wir tragen mit Hinblick auf die konjunkturelle Situation dem unseres Erachtens deutlich gestiegenen Risiko Rechnung und gestalten die Umsatzprognosen für das Geschäftsjahr 2009 konservativ. Trotz der erwarteten besseren Entwicklung des Geschäftsbereiches CA gehen wir von einem Umsatzniveau von 11,0 Mio. € aus. Dabei gehen wir von einer deutlich schwächeren Entwicklung des Bereiches ES aus. Diese Annahme stützen wir auf die Tatsache, dass die Auftragseingänge im verarbeitenden Gewerbe in Deutschland allein im April 2009 um 37,1 % unter dem Vorjahresmonat lagen und damit insgesamt von einer deutlich abgeschwächten Geschäftstätigkeit auszugehen ist. Damit reduzieren wir unsere bisherigen Prognosen von 21,50 Mio. € massiv nach unten. Zu beachten ist dabei jedoch, dass wir auch das reduzierte Umsatzniveau nur für erreichbar halten, wenn die oben genannten Aufträge aus dem CA-Bereich tatsächlich generiert werden können.

in Mio. €	2008 erwartet	2008 erreicht	2009e alt	2009e neu	2010e alt	2010e neu
Umsatzerlöse	15,00	15,13	21,50	11,00	24,73	12,50
EBITDA	0,55	-1,13	3,50	-1,30	4,95	-1,00
EBITDA-Marge	3,67 %	neg.	16,28 %	neg.	20,00 %	neg.
EBIT	-1,45	-3,18	1,50	-3,30	2,94	-3,00
EBIT-Marge	neg.	neg.	6,98 %	neg.	11,91 %	neg.
Jahresüberschuss	-2,95	-5,51	0,00	-5,60	-	-4,65

Quelle: GBC

Auch ergebnisseitig korrigieren wir unsere bisherigen Prognosen nach unten. Auf Grund des sehr schwachen konjunkturellen Umfelds und den dar-

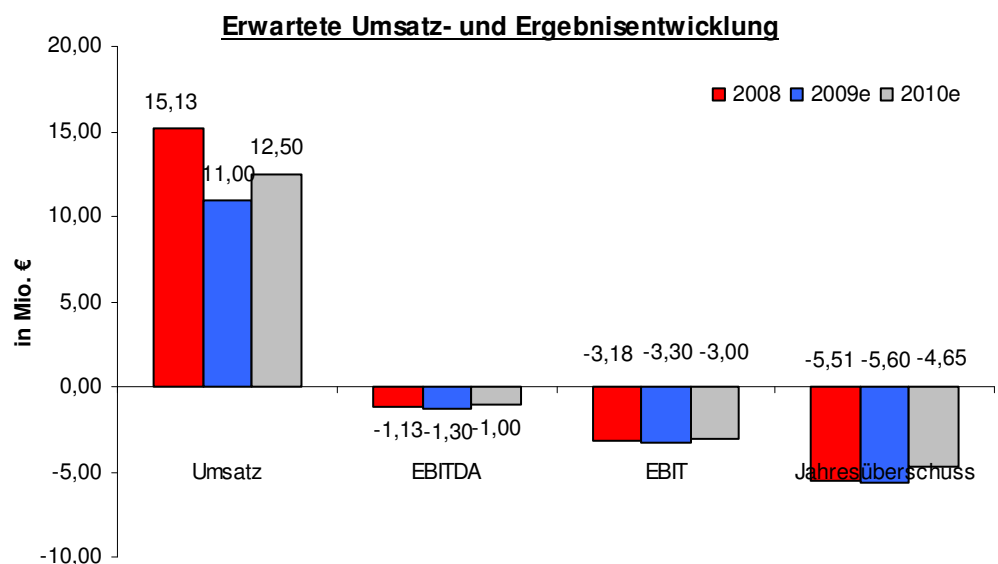
aus resultierenden Risiken für die Auftragslage gehen wir nicht mehr davon aus, dass im Geschäftsjahr 2009 auf EBITDA-Basis der Turnaround vollzogen werden kann. Wir erwarten anstatt bisher 3,50 Mio. € nun ein EBITDA von -1,30 Mio. €. Eine Verbesserung der Ergebnisse würde unseres Erachtens erst eine erhöhte Auslastung, auch im Bereich CA, mit sich bringen, so dass es zu einer Hebung von weiteren Synergieeffekten kommen und so die Profitabilität steigern würde. Sichtbar war dieser Effekt bereits im Geschäftsjahr 2008, indem die Personalkostenquote im Zuge der sich belebenden Aktivitäten im CA-Bereich bereits sichtlich sank. Dieser Effekt würde sich bei weiter steigenden Umsätzen noch verstärken und ein entsprechend positives EBITDA ermöglichen.

Bei den regulären Abschreibungen wird es voraussichtlich zu keinen großen Veränderungen zum Vorjahr kommen. Weiterhin machen der Großteil dieser Position die Abschreibungen auf den Goodwill aus, welche jährlich konstant bleiben, sofern keine außerordentlichen Abschreibungen erfolgen müssen.

Damit wird auch das EBIT nach unseren Prognosen im Geschäftsjahr 2009 noch nicht im positiven Bereich landen, wie es unsere bisherigen Erwartungen vorsahen. Inzwischen rechnen wir mit einem EBIT in Höhe von -3,30 Mio. €.

Das Zinsergebnis wird in 2009 erwartungsgemäß etwas schwächer ausfallen. Während die Zinsaufwendungen mit rund 2,50 Mio. € konstant bleiben werden, sollten die Zinserträge mit 0,50 Mio. € unseres Erachtens niedriger ausfallen als in 2008. Der Grund hierfür ist in der Reduktion der Finanzanlagen in Wertpapieren von 10 Mio. € auf 5 Mio. € zu sehen.

Entsprechend gehen wir davon aus, dass sich der Verlust im Jahr 2009 auf -5,60 Mio. € belaufen wird. Damit passen wir auch beim Jahresüberschuss unsere Prognose nach unten an, nachdem wir bislang mit einem ausgeglichenen Nettoergebnis gerechnet hatten.



Quelle: GBC

Auf dem aktuellen Stand sehen wir den Fortbestand des Unternehmens als akut gefährdet an. So beinhalten unsere Prognosen keine Abschreibungen auf den aktivierten Firmenwert. Sollten jedoch in den kommenden Quartalen nicht entsprechende Umsatz- und Ergebnissteigerungen realisiert werden

können, besteht das Risiko einer außerplanmäßigen Abschreibung oder teilweisen Abschreibung des auf den Bereich CA aktivierten Firmenwert in Höhe von 10,94 Mio. €. Dem Erreichen des operativen Turnarounds im Bereich CA steht daher maßgebliche Bedeutung zu.

Des Weiteren wird die im Jahr 2005 begebene Anleihe über nominal 8,00 Mio. € am 1. Juli 2010 zur Rückzahlung fällig. Eine Verlängerung des Endfälligkeitstermins wurde im Rahmen der durchgeführten Gläubigerversammlung am 13. Juli 2009 nicht beschlossen. Die kann jedoch in einer zweiten Versammlung, die für den 21. September 2009 einberufen ist, noch geschehen. Eine weitere im Jahr 2006 begebene Anleihe über 20 Mio. € wird am 01. Juli 2012 zur Rückzahlung fällig. Hier sind auf der Gläubigerversammlung vom 14. Juli 2009 nicht die erforderlichen Mehrheiten zu Stande gekommen, weder um die Zinsverpflichtung zu senken und zu stunden, noch um eine zweite Versammlung einzuberufen. Auf dem derzeitigen Stand, in Verbindung mit dem erwarteten negativen Jahresergebnis 2009, schätzen wir eine Rückzahlung der Anleihe 2005/2010 im kommenden Jahr als nicht vollständig durchführbar ein.

Zum 13. und 14. Juli 2009 wurden deshalb Gläubigerversammlungen einberufen, um eine Änderung der Anleihebedingungen zu beschließen (siehe S. 9 „Bilanzielle und finanzielle Situation“). Mit dem negativen Ausgang der Versammlung für beide Anleihen, wurde die Zinszahlung im Juli fällig, was die Liquidität weiter belastete. Eine Entlastung durch den Beschluss der Änderungen der Anleihebedingungen ist zumindest für die Anleihe 2006/2012 gescheitert. Ob es zu einer Entlastung bzgl. der Anleihe 2005/2010 kommt, bleibt bis zur zweiten Gläubigerversammlung am 21. September 2009 abzuwarten. Nichtsdestotrotz wird die Zinsbelastung der 20 Mio. €-Anleihe bestehen bleiben und die Ergebnisse sowie die Liquidität belasten.

Abgesehen davon hat das Unternehmen bereits eine Reihe von Maßnahmen geplant, um die Finanzplanung und die Rückzahlung der Anleihen sicherzustellen.

Neben der Steigerung des Cash-Flows im Zuge der erhöhten Umsatz- und Ergebnisdynamik soll unter anderem das genehmigte Kapital in Anspruch genommen werden, um eine Kapitalerhöhung durchzuführen. Über Einzelheiten einer geplanten Kapitalerhöhung ist bislang nichts bekannt. Zudem soll eine weitere Anleihe ausgegeben werden, was zu einem neuen Mittelzufluss führen würde. Auch die in den Finanzanlagen gehaltenen Wertpapiere sollen liquidiert werden, um die frei werdenden Mittel anderweitig einsetzen zu können. Nicht zuletzt eröffnet sich für Cargofresh gemäß Unternehmensaussagen die Option der Inanspruchnahme von KfW-Mitteln aus dem sogenannten KfW-Sonderprogramm für mittelständische Unternehmen. Der Erfolg dieser Maßnahmen und damit die Sicherung der nachhaltigen Zahlungsfähigkeit der Cargofresh setzt voraus, dass die Umsetzungen trotz der Wirtschaftskrise möglich sind.



## **Fazit**

Auch wenn im Geschäftsjahr 2008 eine Verbesserung der Geschäftstätigkeit gegenüber dem Vorjahr festzustellen war, lagen die Ergebniskennzahlen noch deutlich im negativen Bereich. Vor allem im Bereich CA trat zwar eine Zunahme der Dynamik ein, aber nicht in dem von uns erhofften Umfang. Diese Tatsache birgt Risiken für die weitere Entwicklung der Gesellschaft.

Sollten in den kommenden Quartalen nicht entsprechende Umsatz- und Ergebnissteigerungen realisiert werden können, besteht das Risiko einer außerplanmäßigen Abschreibung oder teilweisen Abschreibung des auf den Bereich CA aktivierten Firmenwert in Höhe von 10,94 Mio. €. Dem Erreichen des operativen Turnarounds im Bereich CA steht daher maßgebliche Bedeutung zu.

Des Weiteren wird die im Jahr 2005 begebene Anleihe über nominal 8,00 Mio. € am 1. Juli 2010 zur Rückzahlung fällig. Eine weitere im Jahr 2006 begebene Anleihe über nominal 20 Mio. € wird am 01. Juli 2012 zur Rückzahlung fällig. Auf dem derzeitigen Stand, in Verbindung mit dem erwarteten negativen Jahresergebnis 2009, schätzen wir eine Rückzahlung der Anleihe 2005/2010 im kommenden Jahr als nicht vollständig durchführbar ein. Daher wurden jüngst Gläubigerversammlungen einberufen, auf denen eine Änderung der Anleihebedingungen beschlossen werden soll, um die Zahlungsverpflichtungen zu senken und zu stunden. Damit soll die Liquiditätssituation der Gesellschaft entspannt werden, damit die vorhandenen liquiden Mittel in die Vorfinanzierung wichtiger Projekte investiert werden können. Im ersten Durchgang war jedoch die Präsenz zu gering, um die beantragten Beschlüsse fassen zu können. Daher wurde eine zweite Gläubigerversammlung für den 21. September 2009 einberufen. Für die Anleihe 2006/2012 wurde die erforderliche Mehrheit für die Einberufung einer zweiten Versammlung dagegen nicht erreicht, weshalb die Anleihebedingungen unverändert bestehen bleiben.

Im Zuge dessen hat das Unternehmen bereits eine Reihe von weiteren Maßnahmen geplant, um die Finanzplanung und die Rückzahlung der Anleihe sicherzustellen. Diese umfassen neben der Steigerung des Cash-Flows beispielsweise auch eine geplante Kapitalerhöhung sowie die Ausgabe einer weiteren Anleihe. Der Erfolg dieser Maßnahmen und damit die Sicherung der nachhaltigen Zahlungsfähigkeit der Cargofresh setzt voraus, dass die Umsetzungen trotz der Wirtschaftskrise möglich sind.

Vor dem Hintergrund der mittlerweile sehr schwierigen konjunkturellen Rahmenbedingungen und der Vielzahl an Parametern, die über die künftige Zahlungsfähigkeit der Gesellschaft entscheiden können, halten wir es derzeit für unmöglich abzuschätzen, wann die Cargofresh den Turnaround erreichen wird. Vor dem Hintergrund dieser Umstände haben wir unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2009 und 2010 deutlich konservativer gestaltet, als vom Management im Ausblick auf das Geschäftsjahr 2009 und 2010 prognostiziert. Eine adäquate Bewertung sehen wir auf Basis dieser Umstände derzeit als nicht möglich an. Daher setzen wir das Kursziel, als auch das Rating vorerst aus und weisen hinsichtlich des Risikos auf den derzeit sehr spekulativen Charakter der Aktie hin.

# 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**

**Cosmin Filker, Junior Analyst**

**§ 3 Urheberrechte**

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

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg

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

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

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



GBC AG<sup>®</sup>  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

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