

11.11.2009

m4e AG^{(5)*}

KAUFEN

Kursziel: 5,78 €

Kurs: 5,15 €
06.11.2009,9:23, Xetra

Letztes Rating/
Kursziel:
KAUFEN/ 5,13 €

Marktsegment:
Entry Standard

Rechnungslegung:
IFRS

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Sylvia Schmidt
schmidt@gbc-ag.de

IR-Kontakt:

m4e AG
Susan Hoffmeister
Alpenveilchenstraße 4
D-82031 Grünwald

Tel.: +89-210195-0
Fax: +89-210195-99

ir@m4e.de
www.m4e.de

Unternehmensprofil:

Branche: Medien
Fokus: Brand-Management, Lizenzen
Mitarbeiter: 36 (30.06.2009)

Firmensitz: Grünwald, D
Gründung: 2003
Vorstand: Hans Ulrich Stoef,
Michael Büttner

WKN: A0MSEQ

ISIN: DE000A0MSEQ3

Börsenkürzel: MU4

Anzahl Aktien: 4.072.500

Marktkap.: 20,97 Mio. €

Streubesitz: 41,07 %

52 W Hoch: 5,44 €

52 W Tief: 1,90 €

Durchs. Tagesvolumen: 7.354 €

* Quelle Deutsche Börse (Frankfurt Parkett und Xetra, 100 Tage)



In Mio. €	2007	2008	2009e	2010e
Umsatz Pro-Forma	13,66	15,79	13,00	16,30
Umsatz	3,65	12,88	13,00	16,30
EBITDA	1,45	0,74	1,32	2,58
EBIT Pro-Forma*	2,56	0,46	0,82	1,98
EBIT	1,30	0,36	0,82	1,98
Jahresüberschuss	0,90	0,15	0,54	1,37
In €				
Gewinn je Aktie	0,53	0,04	0,13	0,34
Dividende je Aktie	-	-	-	-
In %				
EBIT-Marge Pro-Forma	18,7	2,9	6,3	12,1
EBIT-Marge	35,7	2,8	6,3	12,1
Dividendenrendite	-	-	-	-
Kennzahlen				
EV/Sales	4,44	1,22	1,20	0,96
EV/EBIT	11,17	21,20	11,88	6,07
KGV	20,85	133,89	39,32	15,41
KBV (zum 31.12.2008)	1,60			

*Ohne Berücksichtigung IPO-Kosten und einmalige Kosten im Zusammenhang mit der Tex-Ass Übernahme; Bei Konsolidierung Tex-Ass zum 1.1.2007 und Telescreen zum 1.1.2008

Highlights:

- Umsatz und EBIT im 1. HJ 2009 leicht unter Vorjahresniveau
- Vorzeitige Vertragsverlängerung mit dem DFB bis 2012
- Abschluss einer strategischen Partnerschaft mit RTL II im Bereich Musik
- Weiterhin gesunde bilanzielle Situation mit einer hohen Eigenkapitalquote
- Altes Kursziel von 5,12 zeitweise erreicht und übertroffen, Kursziel auf 5,78 € angehoben

Unternehmen

Profil

Die m4e AG mit Sitz in Grünwald ist ein Brand Management- und Medienunternehmen mit Fokus auf die Entwicklung und Vermarktung von Marken und Charakteren (IP-Rechte). Diese Rechte werden u.a. an TV-Sender, Online Plattformen, Videofirmen und Merchandising Lizenznehmer vergeben. In den Bereichen Merchandising und Licensing wird m4e über Lizenzgebühren (Royalties) an den Verkäufen der Produkte beteiligt. Dabei muss der jeweilige Lizenznehmer m4e in der Regel einen Mindestumsatz vorab garantieren, um die Nutzungsgenehmigung durch m4e zu erhalten.

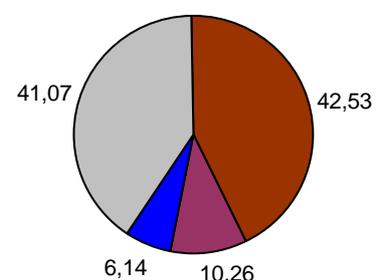
Zu den Geschäftsfeldern zählen TV-Produktion und Distribution, Home Entertainment, Lizenzhandel, Merchandising, Publishing, Interactive & New Media. Der internationale Vertrieb von TV- und New Media Rechten sowie der Bereich Home Entertainment außerhalb der deutschsprachigen Territorien wird durch das Tochterunternehmen Telescreen B.V. durchgeführt. Ein weiterer Bereich ist die Produktion von Textilien und Accessoires über die Tochter Tex-ass Textilvertriebs GmbH. Mit ihren Divisions FACES & NAMES und 'it's fun. music' entwickelt m4e medial gestützte Vermarktungskonzepte für Brands und Personalities sowie Musikkoooperationen für den TV-Sender RTL II. Das Lizenzportfolio umfasst Rechte aus den Bereichen Sport, Entertainment/ Charaktere und Brands/Personalities. Durch diese Aktivitäten ist m4e in der Lage, von der Entwicklung der Idee bis zum fertigen Produkt alles aus einer Hand anzubieten. Dies unterscheidet m4e deutlich vom Wettbewerb.

Zum Themenkatalog von m4e gehören unter anderem folgende Lizenz- und Merchandisingrechte: DFB -Deutscher Fußball-Bund/ Deutsche Fußball-Nationalmannschaft, DFB-Maskottchen Paule, NHL, Dinosaur King, Frosch & Freunde, Huntik, Kamen Rider, Lizzie McGuire, Monster Allergy, Raumfahrer Jim, Storm Hawks, Winx Club, Yoko Mo & Me, Bad Alice, The Dog, The Dome, Isi, Jeanette Biedermann, Selina Shirin Müller, Alfred J. Kwak, Bakugan, Ben 10, Dibo, Miffy and Friends, Moomin, Pünkelchen, Rudolf, Shaun the Sheep, Teletubbies.

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Hans Ulrich Stoef	42,53
Michael Büttner	10,26
Savoy Capital	6,14
Streubesitz	41,07

Aktionärsstruktur (in %)



Quelle: m4e, GBC

Geschäftsentwicklung - 1. Halbjahr 2009

in Mio. €	1. HJ 2008	1. HJ 2009	1. HJ 08 vs. 1. HJ 09
Umsatz	6,18	5,71	-7,6 %
EBITDA	0,88	0,64	-26,9 %
EBIT	0,60	0,37	-38,2 %
Jahresüberschuss	0,42	0,35	-16,6 %
EPS in €	0,11	0,09	-18,2 %

Quelle: m4e, GBC

Umsatzentwicklung- und Ergebnisentwicklung

Die m4e AG erzielte in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2009 Umsatzerlöse in Höhe von 5,71 Mio. € und konnte damit nicht ganz das vergleichbare Vorjahresniveau von 6,18 Mio. € erreichen. Insgesamt entwickelte sich der Umsatz im ersten Halbjahr 2009 mit 7,6 % rückläufig. Dabei sollte sich nach unserer Einschätzung die Tochtergesellschaft Tex-Ass aufgrund des schwierigen Marktumfelds im deutschen Einzelhandel schwächer als im Vorjahr entwickelt haben. Erste Umsatzbeiträge wurden zudem durch die im Dezember 2008 erworbene Telescreen geleistet. Auf eine Segmentberichterstattung im Rahmen des Halbjahresberichts 2009 hat die m4e AG verzichtet.

Die sonstigen betrieblichen Erträge lagen nach den ersten sechs Monaten 2009 mit 0,09 Mio. € leicht unter dem vergleichbaren Vorjahreswert von 0,25 Mio. €. Der Rohertrag lag nach dem ersten Halbjahr 2009 bei 2,70 Mio. € gegenüber 2,83 Mio. € im Vorjahr. Dagegen konnte die Rohertragsmarge in den ersten sechs Monaten 2009 von 45,81 % in 2008 auf nun 47,30 % gesteigert werden. Dies erklärt sich vor allem durch die abnehmende Umsatzgewichtung der Tochtergesellschaft Tex-Ass, da hier in der Regel niedrigere Rohertragsmargen als bei der Vermarktung eigener Rechte erzielt werden. Positiv ausgewirkt hat sich hier zudem die Verkauf der Animationsserie „Frosch & Freunde“, welche von der Tochtergesellschaft Telescreen B. V. produziert wurde, an den Kinderkanal Kika sowie der Verkauf der US-Sitcom „LIZZY McGuire“ an den Fernsehsender Super RTL.

Die Personalaufwendungen beliefen sich in den ersten sechs Monaten 2009 auf 1,14 Mio. € und lagen somit rund 13,1 % über dem Vorjahr (1. HJ 2008: 1,01 Mio. €). Dies entspricht einer Personalaufwandsquote von 19,92 % im Vergleich zu 16,28 % in 2008. Zum 30.6.2009 beschäftigte die m4e AG auf Konzernebene insgesamt 36 Mitarbeiter und damit fünf Mitarbeiter weniger als zum Vorjahresstichtag. Der Mitarbeiterabbau sollte nach unserer Einschätzung dabei vor allem bei der Tochtergesellschaft Tex-Ass vorgenommen worden sein. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen konnten dagegen im ersten Halbjahr 2009 aufgrund von eingeleiteten Kosteneinsparungsmaßnahmen um rund 0,03 Mio. € auf 0,92 Mio. € (VJ: 0,95 Mio. €) reduziert werden.

Infolgedessen ging das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) nach den ersten sechs Monaten 2009 auf 0,64 Mio. € zurück gegenüber 0,88 Mio. € im Vorjahreszeitraum, fiel jedoch dennoch deutlich positiv aus. Die Abschreibungen lagen zum Halbjahr 2009 mit 0,28 Mio. € in etwa auf Höhe des Vorjahresniveaus (1. HJ 2008: 0,27 Mio. €).

Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) betrug 0,37 Mio. € (1. HJ 2008: 0,60 Mio. €), was einer EBIT-Marge von 11,25 % (VJ: 14,22 %) entspricht. Das Finanzergebnis konnte gegenüber dem Vorjahr leicht verbessert werden und lag nach den ersten sechs Monaten 2009 bei -0,02 Mio. € gegenüber -0,05 Mio. € in 2008. Das leicht negative Finanzergebnis erklärt sich durch das für die Übernahme von Tex-Ass aufgenommene Akquisitionsdarlehen, welches zum 30.6.2009 noch mit 2,66 Mio. € in der Bilanz stand und mit rund 4,5 % verzinst wird. Die Nettoliquidität war zum Stichtag mit 1,01 Mio. € weiterhin positiv.

Unter Berücksichtigung der Steuerquote auf Konzernebene von 2,1% belief sich der Jahresüberschuss nach den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2009 auf 0,35 Mio. € (VJ: 0,42 Mio. €), was einem Gewinn je Aktie (EPS) in Höhe von 0,09 € nach 0,11 € im Vorjahr gleichkommt. Hier gilt es allerdings zu berücksichtigen, dass sich die insgesamt ausstehende Aktienanzahl durch die Ausgabe neuer Aktien für die Akquisition der Telescreen B. V. auf nunmehr 4.072.500 Aktien erhöht hat.

Bilanzielle und finanzielle Situation

Die bilanziellen Relationen der m4e AG sind weiterhin als sehr solide anzusehen. Zum Stichtag 30.6.2009 belief sich das bilanzielle Eigenkapital auf 12,64 Mio. € und konnte somit gegenüber dem Jahresende 2008 entsprechend dem Jahresüberschuss um 0,35 Mio. € erhöht werden. Die Eigenkapitalquote lag zum Halbjahr 2009 bei gesunden 57,7 %. Auch die Liquiditätssituation ist mit einer Nettoliquidität von 1,01 Mio. € ebenso als komfortabel einzustufen.

Die Aktivseite der Bilanz ist wesentlich geprägt durch die immateriellen Vermögensgegenstände, welche sich zum 30.6.2009 auf 11,90 Mio. € summieren und damit rund 53 % der Bilanzsumme ausmachen. Hiervon entfiel der Großteil auf den Geschäfts- und Firmenwert in einer Höhe von 8,51 Mio. €. Während sich der Kundenstamm infolge der planmäßigen Abschreibungen um rund 0,1 Mio. € auf 1,06 Mio. € reduzierte, stiegen die sonstigen immateriellen Vermögenswerte um rund 0,4 Mio. € an. Dies ist auf den Erwerb weiterer IP-Rechte zurückzuführen. Das Working Capital verzeichnete aufgrund einer Erhöhung der Vorräte sowie der Zahlung von fälligen Lizenzgebühren und von Minimumgarantien einen Anstieg von -2,45 Mio. € per Ende Juni 2008 auf -0,31 Mio. € zum 30.6.2009.

Der operative Cash Flow lag nach den ersten sechs Monaten 2009 bei -1,09 Mio. € (1. HJ 2008: 1,80 Mio. €). Der Grund für den negativen operativen Cash Flow ist in dem Anstieg des Working Capitals zu sehen. Wir gehen jedoch davon aus, dass der operative Cash Flow zum Jahresende wieder positiv ausfallen wird. Die gestiegenen Investitionen sind vor dem Hintergrund des Erwerbs der weltweiten Verfilmungs- und IP-Rechte an dem Kinderbuchklassiker PINKELTJE sowie der Herstellung von TV-Produktionen und dem Erwerb von Lizenzen zu verstehen. So erwarb die Tochtergesellschaft Telescreen B. V. unter anderem die weltweiten Vertriebsrechte (exklusive Deutschland, Frankreich und Dänemark) an der neuen Animationsserie „Rudolf“ von JEP Animation.

Bewertung

DCF-Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der m4e AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten ist die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 3,50 % (bisher: 3,00 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,38 (bisher: 1,56).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,06 % (Beta multipliziert mit Marktrisikoprämie zuzüglich 10-jähriger risikofreier Zinssatz). Die Fremdkapitalkosten schätzen wir auf 6,5 % (bisher: 7,8 %) und werden mit 25 % gewichtet. Somit ergibt sich ein WACC von 9,6 % (bisher: 10,2 %).

Kapitalkosten	in %
Eigenkapitalkosten	11,1
Gewicht in %	75,0
Fremdkapitalkosten	6,5
Gewicht in %	25,0
Taxshield in %	22,6
WACC	9,6

m4e AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	15,6%	ewige EBITA - Marge	12,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	13,6%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	0,6%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	
Umsatz (US)	13,00	16,30	17,12	17,97	18,87	19,81	20,80	21,84	
US Veränderung	0,9%	25,4%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	3,25	3,88	3,80	3,95	4,07	4,19	4,31	4,44	
EBITDA	1,32	2,58	2,67	2,80	2,94	3,09	3,24	3,40	
EBITDA-Marge	10,1%	15,8%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	
EBITA	0,82	1,98	2,09	2,19	2,32	2,45	2,60	2,75	
EBITA-Marge	6,3%	12,1%	12,2%	12,2%	12,3%	12,4%	12,5%	12,6%	12,6%
Steuern auf EBITA	-0,25	-0,59	-0,63	-0,66	-0,70	-0,74	-0,78	-0,82	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	0,57	1,38	1,47	1,53	1,62	1,72	1,82	1,92	
Kapitalrendite	57,1%	34,6%	34,1%	33,2%	34,9%	36,2%	37,5%	38,8%	38,9%
Working Capital (WC)	0,00	0,10	0,10	0,11	0,11	0,12	0,12	0,13	
WC zu Umsatz	0,0%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	
Investitionen in WC	-2,45	-0,10	0,00	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	4,00	4,20	4,50	4,55	4,64	4,73	4,82	4,92	
AFA auf OAV	-0,50	-0,60	-0,57	-0,61	-0,62	-0,63	-0,64	-0,66	
AFA zu OAV	12,5%	14,3%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	
Investitionen in OAV	-1,05	-0,80	-0,87	-0,66	-0,71	-0,73	-0,74	-0,75	
Investiertes Kapital	4,00	4,30	4,60	4,65	4,75	4,85	4,95	5,05	
EBITDA	1,32	2,58	2,67	2,80	2,94	3,09	3,24	3,40	
Steuern auf EBITA	-0,25	-0,59	-0,63	-0,66	-0,70	-0,74	-0,78	-0,82	
Investitionen gesamt	-3,50	-0,90	-0,88	-0,66	-0,72	-0,73	-0,75	-0,76	
Investitionen in OAV	-1,05	-0,80	-0,87	-0,66	-0,71	-0,73	-0,74	-0,75	
Investitionen in WC	-2,45	-0,10	0,00	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-2,43	1,08	1,16	1,48	1,53	1,62	1,72	1,82	24,69
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	20,16	21,00							
Barwert expliziter FCFs	7,12	6,72							
Barwert des Continuing Value	13,04	14,28							
Nettoschulden (Net debt)	-1,48	-2,54							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	21,64	23,55							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	21,64	23,55							
Ausstehende Aktien in Mio.	4,071	4,071							
Fairer Wert der Aktie in EUR	5,32	5,78							

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	3,5%
Markttrisikoprämie	5,5%
Beta	1,38
Eigenkapitalkosten	11,1%
Zielgewichtung	75,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	25,0%
Taxshield	22,6%
WACC	9,6%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC								
	7,6%	8,1%	8,6%	9,1%	9,6%	10,1%	10,6%	11,1%	11,6%
30,9%	6,45	6,00	5,62	5,30	5,02	4,78	4,57	4,39	4,23
32,9%	6,74	6,26	5,85	5,51	5,21	4,96	4,73	4,54	4,36
34,9%	7,03	6,52	6,09	5,72	5,40	5,13	4,89	4,68	4,50
36,9%	7,32	6,77	6,32	5,93	5,59	5,30	5,05	4,83	4,63
38,9%	7,61	7,03	6,55	6,14	5,78	5,48	5,21	4,97	4,77
40,9%	7,89	7,29	6,78	6,35	5,97	5,65	5,37	5,12	4,90
42,9%	8,18	7,55	7,01	6,56	6,16	5,83	5,53	5,27	5,03
44,9%	8,47	7,80	7,24	6,77	6,35	6,00	5,69	5,41	5,17
46,9%	8,76	8,06	7,47	6,97	6,54	6,17	5,85	5,56	5,30

Fazit

In einem schwierigen Marktumfeld konnte sich die m4e AG gut behaupten und schloss das erste Halbjahr 2009 mit einem leichten Umsatzrückgang sowie einem deutlich positiven EBITDA in Höhe von 0,64 Mio. € ab. Der leicht rückläufige Umsatz ist vor allem auf ein schwächeres Geschäft der Tex-Ass zurückzuführen. Des Weiteren nutzte m4e die erste Hälfte des laufenden Geschäftsjahres, um ihr Lizenzportfolio weiter auszubauen. Als Meilenstein ist hier der Erwerb der weltweiten Verfilmungs- und IP-Rechte an dem Kinderbuchklassiker PINKELTJE zu nennen. Das Tochterunternehmen Telescreen entwickelt hier aktuell ein Vermarktungskonzept, welches auch die Verwertung über einen Kinofilm vorsieht. Des Weiteren erwarb m4e die exklusiven Vertriebsrechte für die Animationsserie „Rudolf“. Die Fertigstellung der insgesamt 52 Episoden ist für den Sommer 2010 geplant und kann dann an TV-Sender verkauft werden.

Die strategische Ausrichtung im Musikbereich konnte durch eine umfassende Partnerschaft mit dem TV-Sender RTL II vorangetrieben werden. Im Rahmen der Partnerschaft werden die gesamten Musikaktivitäten von RTL II unter der Marke „it`s fun music“ unter dem Dach der m4e AG als eigenständige Division eingebracht. Ein wichtiges Ereignis war auch die vorzeitige Verlängerung der Zusammenarbeit mit dem DFB. Seit 2004 übernimmt m4e die Vermarktung der Lizenz- und Merchandisingrechte des DFB. Dieser Vertrag wurde nun bis zum Jahr 2012 verlängert und zudem um die Vermarktung aller interaktiven Rechte und Videospielechte erweitert. Für 2010 rechnen wir allein aus den beiden Kooperationen mit Umsätzen von mindestens einer Mio. €.

Für das laufende Geschäftsjahr 2009 haben wir mit Veröffentlichung des Halbjahresberichts unsere Umsatzschätzungen leicht nach unten angepasst. Nunmehr erwarten wir Umsatzerlöse für 2009 in Höhe von 13,00 Mio. € (bisher: 15,00 Mio. €). Die Korrektur der Umsatzprognose erfolgte hauptsächlich vor dem Hintergrund einer schwächer als erwarteten Umsatzentwicklung bei der Tochtergesellschaft Tex-Ass. Das Tochterunternehmen mit Fokus auf Textilien und Accessoires im Lizenzbereich litt im ersten Halbjahr 2009 unter den schwierigen Marktbedingungen im deutschen Einzelhandel. Beim EBITDA sehen für das laufende Geschäftsjahr 2009 einen Wert in Höhe von 1,32 Mio. € (bisher: 1,61 Mio. €). Das EPS in 2009 sollte nach unserer Schätzung bei 0,14 € liegen.

Die bilanzielle Situation der Gesellschaft ist mit einer Nettoliquidität von 1,01 Mio. € sowie einer Eigenkapitalquote von 58 % nach wie vor als überaus komfortabel zu beschreiben. Diese Liquiditätsposition gibt der Gesellschaft die finanziellen Spielräume, weitere Investitionen in Eigenrechte zu realisieren, um so das bestehende Lizenzportfolio zu stärken und weiter auszubauen.

Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir für die Aktie der m4e AG ein neues Kursziel auf Basis 2010 in Höhe von 5,78 € (bisher: 5,12 €) ermittelt. Das höhere Kursziel resultiert dabei trotz der leicht angepassten Schätzungen hinsichtlich des Umsatzes und des operativen Ergebnisses aus einem niedrigeren WACC von 9,6 % (bisher: 10,2 %) infolge der gesunkenen Fremdkapitalkosten sowie aus dem Roll-Over auf die neue Kurszielperiode 2010. Die Aktie der m4e AG hat sich in den letzten Monaten bereits hervorragend entwickelt. Seit den Tiefständen im Juli 2009 konnte sich die Aktie mehr als verdoppeln und hat unser altes Kursziel bereits erreicht und teilweise sogar überschritten. Wir empfehlen die Aktie mit einem neuen Kursziel in Höhe von 5,78 € zum Kauf.

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 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 Wertpapierte oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

§ 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

Sylvia Schmidt, Dipl. Betriebswirtin (FH), Finanzanalystin

§ 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

Analysten für diese Studie:

Philipp Leopold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst
Sylvia Schmidt, Dipl. Betriebswirtin (FH), Finanzanalystin