

11.12.2009

**Eckert & Ziegler AG** \*6

**Kaufen**

**Kursziel: 23,02**

aktueller Kurs: 18,74  
9.12.2009 / Xetra

Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE0005659700

WKN: 565970

Börsenkürzel: EUZ

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 5,130

Marketcap<sup>3</sup>: 96,14  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 87,64  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 53,5 %

Transparenzlevel:  
Prime Standard

Marktsegment:  
Regulierter Markt

Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:  
BIW Bank AG / BankM

**Analysten:**

Felix Gode  
[gode@gbc-ag.de](mailto:gode@gbc-ag.de)

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

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite VI

**Unternehmensprofil**

Branche: Technologie

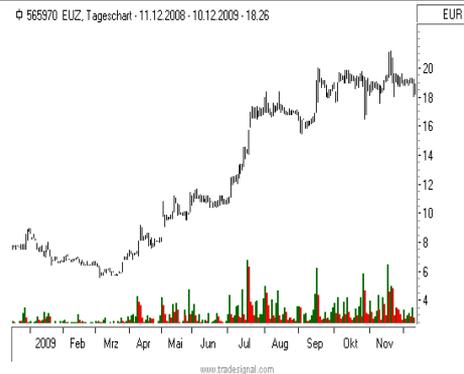
Fokus: Nuklearmedizin, Therapie und  
Radiopharmazie

Mitarbeiter: 519 Stand: 30.9.2009

Gründung: 1997

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Dr. Andreas Eckert, Dr. Edgar Löffler,  
Dr. André Heß



Quelle: BIS

Die Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG mit Sitz in Berlin ist ein weltweit tätiges Unternehmen der Isotopentechnik und Holdinggesellschaft für eine Reihe von Tochtergesellschaften, welche sich mit der Verarbeitung von Radioisotopen sowie der Entwicklung, Herstellung und dem Vertrieb von isotopentechnischen Komponenten, medizintechnischen Geräten oder verwandten Produkten beschäftigen. Hauptanwendungsgebiete für die Erzeugnisse der Gruppe sind die Medizintechnik, insbesondere die Krebstherapie, die nuklearmedizinische Bildgebung, die Radiopharmazie und die industrielle Messtechnik. Die Geschäftstätigkeit untergliedert sich in die drei Bereiche Nuklearmedizin und Industrie, Therapie und Radiopharmazie. Die Tochtergesellschaft lbt bildet dabei das Segment Therapie ab. Eckert & Ziegler wurde 1997 als Holdinggesellschaft gegründet.

**Daten & Prognosen**

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009e	31.12.2010e
Umsatz	54,44	71,61	105,00	110,25
EBITDA	9,42	18,62	19,99	21,01
EBIT	5,69	9,47	13,49	13,51
Jahresüberschuss	1,95	4,50	7,03	7,06

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,37	0,86	1,74	1,38
Dividende je Aktie	0,25	0,30	0,40	0,40

Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,61	1,22	0,83	0,79
EV/EBITDA	9,30	4,71	4,38	4,17
EV/EBIT	15,40	9,25	6,50	6,49
KGV	49,26	21,31	13,65	13,59
KBV		2,24		

**Finanztermine:**

**Datum: Ereignis**  
30.03.2010: Veröffentlichung GJ-Bericht  
04.05.2010: Veröffentlichung Q1-Bericht  
20.05.2010: Hauptversammlung

**\*\*letztes Research von GBC:**

**Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating**  
04.12.2009: RG / 23,72 / KAUFEN  
20.11.2009: RS / 23,72 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;  
\*\* oben aufgeführte Researchstudie kann unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

## Kapitalerhöhung erfolgreich abgeschlossen, Umsatzwachstum von knapp 37 % in den ersten neun Monaten 2009; Beteiligung IBt mit beeindruckendem Turn-Around; Attraktives Investment mit über 20 % Kurspotential

### Barkapitalerhöhung über 21,5 Mio. € im Dezember 2009 erfolgreich platziert

Die Eckert & Ziegler AG hat im Rahmen einer Kapitalerhöhung 1,35 Mio. neue Aktien zu einem Bezugspreis von 15,95 € erfolgreich ausgeben. Die Kapitalerhöhung war deutlich überzeichnet und führte zu einem Bruttoemissionserlös von 21,5 Mio. €. Die zufließenden liquiden Mittel sollen für weiteres Wachstum, u. a. den Ausbau der Umweltdienste sowie Akquisitionen, verwendet werden. Die ausstehende Aktienanzahl hat sich dadurch auf 5,26 Mio. erhöht. Abzüglich der Aktien im eigenen Bestand liegt die ausstehende Aktienanzahl bei 5,13 Mio.

Die neuen Aktien sind rückwirkend dividendenberechtigt zum 1.1.2009. Es ist vorgesehen, dass die neuen Aktien noch im Dezember 2009 mit den alten Aktien zusammengelegt werden und eine Zulassung im Prime Standard erfolgt. Die Eintragung der Kapitalerhöhung ins Handelsregister als wichtige Voraussetzung ist bereits erfolgt. Die Handelbarkeit der neuen Aktien wird voraussichtlich noch im Dezember 2009 gewährleistet werden.

### Entwicklung 9 Monate 2009: Deutliches Umsatzwachstum; Signifikanter Ergebnisanstieg bei IBt

	9M 2008	9M 2009	Delta	Q3 2008	Q3 2009	Delta
Umsatz in Mio. €	51,45	77,83	+51,3%	18,64	25,47	+36,7%
EBITDA in Mio. €	21,07	16,09	-23,6%	2,75	4,76	+114,2%
EBIT in Mio. €	14,94	10,82	-27,6%	0,43	2,97	+584,6%
Periodenüberschuss in Mio. €	11,03	5,32	-51,8%	1,65	1,35	-18,0%
EPS in €	3,39	1,41		0,51	0,40	

Quelle: EZAG, GBC

Die Eckert & Ziegler kann auf ein bislang überaus erfreulich verlaufenes Geschäftsjahr 2009 zurückblicken. Nach den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2009 konnten die Konzernumsätze um 51,3 % von 51,45 Mio. € im Vorjahr auf 77,83 Mio. € gesteigert werden. Dabei leisteten die drei Geschäftsbereiche **Nuklearmedizin und Industrie, Therapie** und **Radiopharmazie** gleichermaßen ihren Beitrag zum Umsatzwachstum. Im größten Segment **Nuklearmedizin und Industrie** konnten in 2009 die Umsatzerlöse bislang um 78,8 % auf 39,63 Mio. € (VJ: 22,16 Mio. €) erhöht werden. Ein Großteil des Zuwachses entfällt hierbei auf den Konsolidierungseffekt der im Januar 2009 erworbenen Tochtergesellschaft nuclitec GmbH, die im Geschäftsjahr 2008 Umsatzerlöse in Höhe von 23,1 Mio. € erzielte. Die Umsätze im Segment **Therapie** lagen nach den ersten drei Quartalen 2009 bei 23,88 Mio. €, was einem Anstieg von 26,2 % gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreswert (VJ: 18,92 Mio. €) entspricht. Diesem Segment sind die Umsätze der belgischen IBt S. A. zuzurechnen, an welcher Eckert & Ziegler einen Anteil von 38,5 % hält. Die IBt wird im Wege der Vollkonsolidierung in den Konzernernfolg einbezogen, so dass die Minderheitenanteile entsprechend berücksichtigt werden müssen. Der Umsatz im Bereich Therapie profitierte durch den erfolgreichen Verkauf von Tumorbestrahlungsgeräten nach Osteuropa. Im zweiten Quartal 2009 gründete IBt mit einem russischen Staatsfonds ein Joint Venture zur Produktion von Prostatakrebsimplantaten. Das Segment **Radiopharmazie** verzeichnete einen Umsatzzuwachs von 38,0 % auf 14,32 Mio. € (VJ: 10,37 Mio. €). Hier sind die aurigemical-Umsätze von nuclitec enthalten, die sich für einen Teil des Wachstums verantwortlich zeigen.

Die Bruttomarge lag in allen drei Quartalen 2009 über der Marke von 50 % und damit deutlich über dem Wert für das Gesamtjahr 2008 in Höhe von 43,05 %. Ein Blick in die Segmentberichterstattung macht deutlich, dass die deutlich höhere Bruttomarge vor allem im Bereich Therapie erreicht wurde. Bei IBt konnte das Bruttoergebnis dank Verbesserungen im Produktionsprozess infolge der Reorganisation um knapp 130 % auf 13,51 Mio. € (VJ: 5,94 Mio. €) gesteigert werden. Folglich gelang hier mit einem EBIT von 4,49 Mio. € in 2009 (VJ: -3,88 Mio. €) ein sehr beeindruckender Turn-Around. Das EBIT im Segment Nuklearmedizin und Industrie stieg ebenfalls gegenüber dem Vorjahr auf 7,02 Mio.

€ (VJ: 5,73 Mio. €), auch wenn die EBIT-Marge aufgrund der erstmaligen Konsolidierung der nuclitec von 25,9 % in 2008 auf 17,7 % in 2009 zurückging. Im Bereich Radiopharmazie konnte der operative Turn-Around vollzogen werden und das EBIT betrug trotz weiterer Anlaufkosten für neue Produkte 0,87 Mio. € (VJ: -0,24 Mio. €). Das EBIT im Konzern lag nach den ersten neun Monaten 2009 zwar mit 10,82 Mio. € 27,6 % unter dem Vorjahr (VJ: 14,94 Mio. €). Hierbei gilt zu berücksichtigen, dass das Holding-Segmentergebnis im Vorjahr durch positive Sondererträge geprägt war. Wir gehen aufgrund eines erwarteten starken Schlussquartals von einer Aufholung auf Jahresbasis aus.

Unter Berücksichtigung der Holding-Kosten sowie des Finanzergebnisses von -0,93 Mio. € belief sich das Vorsteuerergebnis nach den ersten neun Monaten 2009 auf 9,79 Mio. € (VJ: 14,33 Mio. €). In den Holding-Kosten enthalten sind Sonderaufwendungen im Zusammenhang mit Rechtskosten von geschätzt rund 0,8 Mio. €. Des Weiteren ist es wichtig anzumerken, dass aufgrund der Beteiligung an der IBt Minderheitenanteile von -2,80 Mio. € (VJ: 1,70 Mio. €) im Berichtszeitraum angefallen sind. Die geringe Steuerquote auf Konzernbasis von 17,9 % ist vor dem Hintergrund der Beteiligung an der IBt zu verstehen. Bei der ausstehenden Aktienanzahl (abzüglich der Aktien im eigenen Bestand) von 3,77 Mio. lag der Gewinn je Aktie bei 1,41 € (VJ: 3,39 €).

### Erfreuliche Entwicklung sollte sich im kommenden Jahr 2010 fortsetzen; Bewertung attraktiv

Für das laufende Geschäftsjahr 2009 rechnen wir mit einem Umsatzzanstieg um 46,6 % auf dann 105,00 Mio. €. Im traditionell starken Schlussquartal sollten die Umsatzerlöse auf Konzernebene nach unserer Schätzung bei rund 27,2 Mio. € liegen. Das EBITDA im vierten Quartal 2009 sehen wir konservativ bei 3,90 Mio. €. Auf Basis der ausstehenden Aktienanzahl von 3,77 Mio. erwarten wir für das Gesamtjahr 2009 einen Gewinn je Aktie (EPS) in Höhe von 1,74 €.

Im kommenden Geschäftsjahr sollte sich die erfreuliche Unternehmensentwicklung fortsetzen. Für 2010 sieht unsere Schätzung einen moderaten Umsatzzanstieg um 5,0 % auf 110,25 Mio. € vor, wobei wir eine stabile Entwicklung der beiden Segmente Nuklearmedizin und Industrie sowie Therapie unterstellen. Bei der Tochtergesellschaft IBt sollte der Verkauf von Tumorbestrahlungsgeräten sowie das Russlandgeschäft ein konstantes Umsatzvolumen sicherstellen. Die Margensituation bei IBt sehen wir auf einem unverändert hohen Niveau in 2010. Im Geschäftsbereich Radiopharmazie verfügt die Gesellschaft über eine gut gefüllte Entwicklungspipeline und die Markteinführung neuer radio-pharmazeutischer Generatoren sollte sich in 2010 positiv auf der Umsatzseite niederschlagen. Nach dem bereits erfolgten Turn-Around dieses Segments in 2009 sollte das operative Ergebnis im kommenden Geschäftsjahr weiter ansteigend verlaufen.

Auf operativer Ebene rechnen wir für 2010 mit einem EBITDA in Höhe von 21,01 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 19,06 % entspricht. Im Rahmen unserer Schätzungen haben wir keine positiven Ergebniseffekte aus der wahrscheinlichen Auflösung der Rückstellung von 7,1 Mio. € für ein mögliches Übernahmeangebot der IBt berücksichtigt. Die Abschreibungen sollten infolge der getätigten Investitionen gegenüber 2009 leicht ansteigend sein. Die aktivierten Eigenleistungen sollten sich, wie in 2009, auf einem Niveau von rund 1 Mio. € bewegen. Unter Berücksichtigung der Steuerquote auf Konzernebene von erwarteten 20 % sowie leicht rückläufiger Minderheitenanteile von 2,7 Mio. € erwarten wir für 2010 ein EPS (bei einer ausstehenden Aktienanzahl von 5,13 Mio.) von 1,38 €.

**Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir auf Basis 2010 einen fairen Wert für die Aktie von Eckert & Ziegler AG nach Kapitalerhöhung von 23,02 € errechnet. Damit hat sich der Verwässerungseffekt der Kapitalerhöhung kaum bemerkbar gemacht (Kursziel vor Kapitalerhöhung: 23,72 €). Die aktuelle Bewertung der Aktie erachten wir auch mit einem EV/EBITDA für 2010 von 4,2 sowie einem 2010er KGV von rund 13,6 für attraktiv. Die Nettoverschuldung lag zum Ende des dritten Quartals 2009 bei lediglich 6,1 Mio. €. Durch den Mittelzufluss aus der Kapitalerhöhung von über 20 Mio. € wird sich diese Kennzahl entsprechend deutlich verbessern. Vor dem Hintergrund der attraktiven Bewertung, der viel versprechenden Unternehmensperspektiven sowie den soliden Bilanzrelationen empfehlen wir die Aktien von Eckert & Ziegler zum Kauf.**

# Eckert & Ziegler AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

## Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	4,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	19,1%	ewige EBITA - Marge	12,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	20,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	16,8%		

## 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)	105,00	110,25	114,66	119,25	124,02	128,98	134,14	139,50	
US Veränderung	46,6%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,63	2,63	2,61	2,68	2,76	2,85	2,92	3,04	
EBITDA	19,99	21,01	21,85	22,73	23,64	24,58	25,57	26,59	
EBITDA-Marge	19,0%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	
EBITA	13,49	13,51	13,45	13,93	14,75	15,61	16,50	17,41	
EBITA-Marge	12,8%	12,3%	11,7%	11,7%	11,9%	12,1%	12,3%	12,5%	12,5%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-2,70	-3,38	-4,04	-4,18	-4,42	-4,68	-4,95	-5,22	
EBI (NOPLAT)	10,79	10,13	9,42	9,75	10,32	10,92	11,55	12,19	30,0%
Kapitalrendite	23,8%	18,4%	15,6%	15,4%	16,0%	16,6%	17,2%	17,8%	18,0%
Working Capital (WC)	15,00	18,50	19,24	20,01	20,81	21,64	22,51	23,41	
WC zu Umsatz	14,3%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	
Investitionen in WC	-5,37	-3,50	-0,74	-0,77	-0,80	-0,83	-0,87	-0,90	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	40,00	42,00	44,00	44,44	44,88	45,33	45,88	45,92	
AFA auf OAV	-6,50	-7,50	-8,40	-8,80	-8,89	-8,98	-9,07	-9,18	
AFA zu OAV	16,3%	17,9%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Investitionen in OAV	-10,87	-9,50	-10,40	-9,24	-9,33	-9,43	-9,61	-9,22	
Investiertes Kapital	55,00	60,50	63,24	64,45	65,69	66,98	68,39	69,33	
EBITDA	19,99	21,01	21,85	22,73	23,64	24,58	25,57	26,59	
Steuern auf EBITA	-2,70	-3,38	-4,04	-4,18	-4,42	-4,68	-4,95	-5,22	
Investitionen gesamt	-16,24	-13,00	-11,14	-10,01	-10,13	-10,26	-10,48	-10,12	
Investitionen in OAV	-10,87	-9,50	-10,40	-9,24	-9,33	-9,43	-9,61	-9,22	
Investitionen in WC	-5,37	-3,50	-0,74	-0,77	-0,80	-0,83	-0,87	-0,90	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	1,05	4,63	6,68	8,54	9,08	9,64	10,14	11,24	125,28
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	99,60	105,76							
Barwert expliziter FCFs	38,62	38,17							
Barwert des Continuing Value	60,99	67,59							
Nettoschulden (Net debt)	8,63	-15,52							
Barwert aller Optionsrechte	-0,23	-0,26							
Wert des Eigenkapitals	90,74	121,03							
Fremde Gewinnanteile	-2,22	-2,97							
Wert des Aktienkapitals	88,52	118,06							
Ausstehende Aktien in Mio.	3,779	5,129							
Fairer Wert der Aktie in EUR	23,42	23,02							

### Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,50
Eigenkapitalkosten	11,8%
Zielgewichtung	85,0%
Fremdkapitalkosten	7,5%
Zielgewichtung	15,0%
Taxshield	25,0%
<b>WACC</b>	<b>10,8%</b>

## Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC									
	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%	12,8%	
14,0%	24,08	22,75	21,60	20,59	19,71	18,94	18,24	17,63	17,07	
15,0%	25,27	23,83	22,58	21,49	20,54	19,70	18,95	18,28	17,68	
16,0%	26,46	24,91	23,56	22,39	21,37	20,46	19,65	18,93	18,28	
17,0%	27,65	25,99	24,55	23,29	22,19	21,22	20,35	19,58	18,89	
18,0%	28,84	27,07	25,53	24,19	23,02	21,98	21,06	20,23	19,49	
19,0%	30,03	28,15	26,51	25,09	23,84	22,74	21,76	20,88	20,10	
20,0%	31,22	29,23	27,50	25,99	24,67	23,50	22,46	21,53	20,70	
21,0%	32,42	30,30	28,48	26,89	25,50	24,26	23,16	22,18	21,31	
22,0%	33,61	31,38	29,46	27,79	26,32	25,02	23,87	22,84	21,91	

# 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: (6)**

**§ 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:**

**Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst**

**Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist, Finanzanalyst**

**§ 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)