



Researchstudie (Update)



Auslandsumsätze wachsen kräftig

Rohertragsmarge unter Druck

Research-Coverage wird eingestellt

Kursziel: 26,50 €

Rating: HALTEN

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

Andreae-Noris Zahn AG ^{*5}

Rating: Halten

Kursziel: 26,50 €

aktueller Kurs: 28,05

26.4.2011 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005047005

WKN: 504700

Börsenkürzel: ANZ

Aktienanzahl³: 10,678

Marketcap³: 299,52

EnterpriseValue³: 583,74

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 18,4 %

Transparenzlevel:

General Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.3

Analysten:

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

Manuel Hölzle

hoelzle@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite IV

Unternehmensprofil

Branche: Logistik

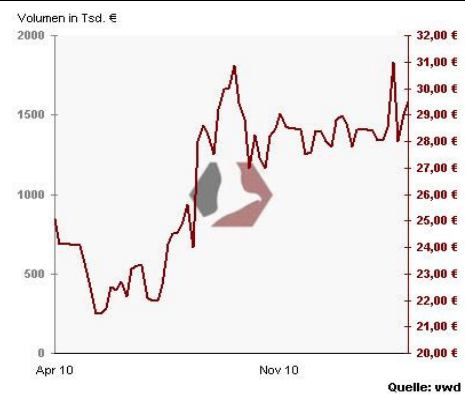
Fokus: Pharmagroßhandel, Healthcare-Logistik

Mitarbeiter: 2742 Stand: 28.2.2011

Gründung: 1841

Firmensitz: Frankfurt/Main

Vorstand: Dr. Thomas Trümper, Dr. Ralf Lieb
Michael Mock, Wolfgang Traut



Die Andreae-Noris Zahn AG (ANZAG) mit Sitz in Frankfurt am Main agiert als Großhändler im Pharmabereich mit Konzentration auf den deutschen Markt. Im Kundenfokus liegen hierbei die selbstständigen Apotheken, welche flächendeckend täglich - auch mehrfach am Tag in den kleinsten Losgrößen - durch die ANZAG mit Arzneimitteln und weiteren Produkten versorgt werden. Zum Kundenkreis zählen hierbei mehr als 8.000 Kunden. Grundlage für diese Leistung ist ein flächendeckendes Mikrofeinverteilungs-System. Mit 25 Niederlassungen verfügt die ANZAG über das dichteste Auslieferungsnetz aller in Deutschland agierenden Pharmagroßhändler. Im Geschäftsjahr 2005 hat die ANZAG eine Internationalisierungsstrategie eingeleitet und inzwischen drei Beteiligungen in Kroatien, Rumänien und Litauen erworben. Zudem wurde 2003 das Apotheken-Kooperationssystem vivesco aufgebaut, um die selbstständigen Apotheken bei der Vermarktung von Healthcare-Produkten zu unterstützen. Inzwischen gehören rund 1.100 Apotheken dem Netzwerk vivesco an.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.08.2009	31.08.2010	31.03.2011e*	31.03.2012e
Umsatz	3.967,52	4.244,18	2.539,20	4.480,80
EBITDA	52,36	65,47	36,75	56,50
EBIT	35,01	54,44	30,10	45,00
Jahresüberschuss	12,39	25,29	11,33	16,00

* Rumpfgeschäftsjahr

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	1,16	2,37	1,06	1,50
Dividende je Aktie	1,10	0,00	1,00	1,10

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,14	0,14	0,23	0,13
EV/EBITDA	10,77	8,92	15,88	10,33
EV/EBIT	16,12	10,72	19,39	12,97
KGV	24,17	11,84	26,44	18,72
KBV		0,89		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

29.06.2011: Bilanzpressekonferenz
12.08.2011: Veröffentlichung Q1-Bericht
05.10.2011: Hauptversammlung
14.11.2011: Veröffentlichung HJ-Bericht
14.02.2012: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

7.12.2010: RS / 32,64 / KAUFEN
19.4.2010: RS / 26,83 / HALTEN
22.12.2009: RS / 28,23 / KAUFEN
6.11.2009: RG / 25,98 / KAUFEN
12.6.2009: RS / 30,05 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Geschäftsentwicklung 1.HJ 2011 – Ausland wächst kräftig - Margen unter Druck

in Mio. Euro	HJ 2010	Veränderung	HJ 2011
Umsatz Gesamt	2.095,6	+3,9 %	2.176,5
Umsatz - Deutschland	1.906,3	+1,8 %	1.941,2
Umsatz - Ausland	155,0	+41,9 %	219,9
EBITDA	37,3	-15,8 %	31,4
EBIT	31,8	-19,2 %	25,7
Konzernergebnis	19,4	-38,8 %	11,8
EPS in Euro	1,81	-38,8 %	1,11

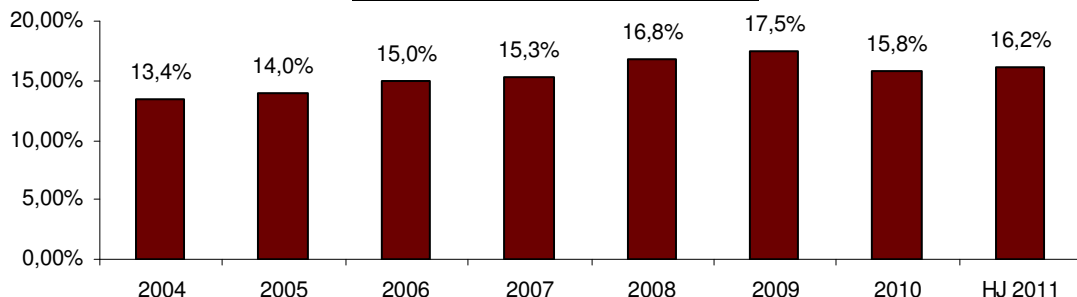
Quelle: ANZAG, Berechnungen GBC

Marktumfeld - regulatorische Eingriffe bremsen Wachstum und drücken Preise

Das Wachstum des Arzneimittelmarktes im ersten Halbjahr des ANZAG-Geschäftsjahres (01.09.2010-28.02.2011) lag bei 2,7 %. Jedoch ist zu berücksichtigen, dass gegenüber dem Vorjahr ein Rückgang des Wachstums um 1,1 % festzustellen war, was insbesondere auf regulatorische Eingriffe des Gesetzgebers zurückzuführen ist. Dabei ist unter anderem das Gesetz zur Neuordnung des Arzneimittelmarktes (ANMOG) zu nennen, welches die Großhandelsspanne für Pharmagroßhändler neu definiert hat. Im Zuge dessen muss der Pharmagroßhandel bei verschreibungspflichtigen Medikamenten während einer Übergangsphase bis zum 01.01.2012 eine Senkung der Spanne um 0,85 % des Herstellerabgabepreises eingehen. Dies führt zu einer Intensivierung des Wettbewerbs und damit zu Preissenkungen bei Medikamenten. Für verschreibungspflichtige Medikamente wurde somit im Februar 2011 ein gegenüber dem Vorjahr um 2,8 % niedrigeres Preisniveau festgestellt.

Gleichzeitig wurde im ersten Halbjahr 2011 auch wieder ein Anstieg der Direktbelieferungen durch die Pharmaunternehmen auf nunmehr 16,2 % festgestellt, nach 15,8 % im Geschäftsjahr 2010. Als ein wesentlicher Grund hierfür ist auch der im Zuge des ANMOG verstärkte Preisdruck zu nennen, was die Attraktivität der Direktbelieferungen wieder erhöhte. Dies führte dazu, dass der Pharmagroßhandelsmarkt im ersten Halbjahr 2011 mit 2,5 % leicht unterproportional zum gesamten Arzneimittelmarkt wuchs.

Entwicklung der Direktbelieferungen



Quelle: ANZAG, GBC

Umsatzentwicklung - starkes Auslandsgeschäft stützt Umsatzentwicklung

Insbesondere auf Grund der oben beschriebenen Marktgegebenheiten lag das Inlandswachstum der ANZAG im Großhandelsgeschäft bei nur 1,8 % und damit unterhalb der Wachstumsrate des Pharmagroßhandelsmarktes. Gestützt wurde die Umsatzentwicklung auf Konzernebene jedoch durch eine anhaltend dynamische Umsatzentwicklung der Auslandsgesellschaften. Diese konnten insgesamt ein Wachstum um 41,9 % erreichen und damit den Umsatzanteil auf 10,1 % ausbauen (1. HJ 2010: 7,4 %).

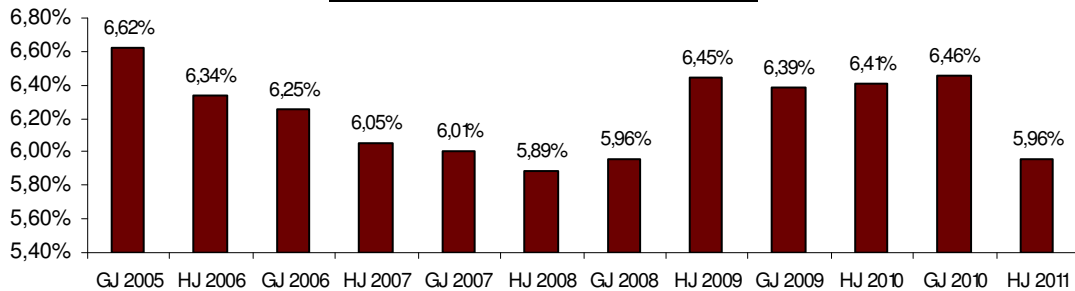
Insgesamt lag das Umsatzwachstum des ANZAG-Konzerns im ersten Halbjahr 2011 auf Grund der starken Entwicklung der Auslandsgesellschaften bei 3,9 %. Damit wird deutlich, dass die strategische Entscheidung, das Geschäft im Ausland zu expandieren, inzwischen eine wesentliche Stütze in der Umsatzentwicklung darstellt.

Ergebnisentwicklung - Rohertragsmarge belastet - EBIT deutlich unter Vorjahr

Die regulatorischen Veränderungen im Zuge des ANMOG haben sich im ersten Halbjahr 2011 stark auf die Ergebnisse ausgewirkt. Durch die gesetzlich verordnete Senkung der Handelsspanne um 0,85 % auf den Herstellerabgabepreis geriet die Rohertragsmarge spürbar unter Druck, da die Mehrbelastung nicht vollständig an die Apotheken weitergegeben werden kann. So sank die Rohertragsmarge gegenüber dem Vorjahreshalbjahr um 0,45 Prozentpunkte auf 5,96 %.

Auch der Umsatzanstieg konnte diese Margenkontraktion nicht ausgleichen, so dass auch absolut betrachtet ein Rückgang des Rohertrags um 3,4 % auf 129,71 Mio. € zu beobachten war.

Historische Entwicklung der Rohmarge

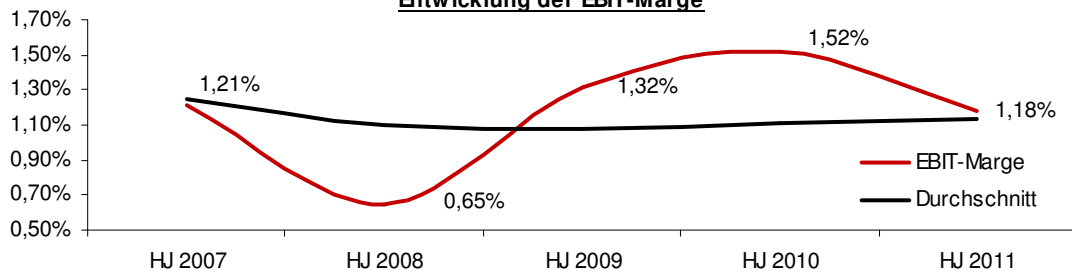


Quelle: ANZAG, Berechnungen GBC

Aber auch auf den weiteren operativen Kostenpositionen konnten absolute Steigerungen gegenüber dem Vorjahr beobachtet werden. Während der Personalaufwand zum Umsatzwachstum unterproportional um 1,1 % zulegte, fiel der Anstieg bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen signifikanter aus. Diese kletterten um 7,3 % auf nunmehr 61,01 Mio. €. Hintergrund dabei waren insbesondere erhöhte Marketingaufwendungen, die im Zusammenhang mit der Stärkung der Partnerschaften mit Apotheken zu sehen sind. Auf Grund der zunehmend schwierigeren Marktbedingungen soll die Apothekenkooperation vivesco weiter gestärkt werden.

Im Zuge dessen wurde im ersten Halbjahr 2011 ein starker Rückgang des EBIT verbucht. Nach 31,84 Mio. € im Vorjahreszeitraum wurde nun ein Wert von nur noch 25,73 Mio. € erwirtschaftet, 19,2 % weniger. Die EBIT-Marge sank ebenfalls deutlich auf nunmehr 1,2 % (1. HJ 2010: 1,5 %). Trotz des kräftigen Rückgangs ist jedoch festzustellen, dass sich die EBIT-Marge weiterhin leicht oberhalb des Durchschnittswertes der letzten fünf Halbjahre bewegte.

Entwicklung der EBIT-Marge



Quelle: ANZAG, Berechnungen GBC

Auf Grund von einer Umstrukturierung der Kreditverbindlichkeiten hin zu langfristigeren Laufzeiten fiel auch das Finanzergebnis mit -10,05 Mio. € (1. HJ 2010: -5,98 Mio. €) niedriger aus. Insgesamt wurde ein Konzernjahresüberschuss von 11,85 Mio. € erwirtschaftet, der damit signifikant um 38,8 % unterhalb des Vorjahresniveaus lag.

Positiv hervorzuheben ist der starke operative Cashflow in Höhe von 29,37 Mio. €, nach -0,79 Mio. € im Vorjahr. Hierbei trug vor allem eine Optimierung des Working Capitals bei. Im Zuge dessen und dem Beschluss für das Geschäftsjahr 2010 keine Dividende auszuschütten, konnten die Mittel verwendet werden, um die kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten per Saldo weiter um 10,60 Mio. € zu senken.

Prognose und Modellannahmen - Gesetzlicher Rahmen beeinflusst Ergebnisse

In Mio. €	Geschäftsjahr 2010 01.09.2009-31.08.2010	Rumpfgeschäftsjahr 2011e 01.09.2010-31.03.2011	Geschäftsjahr 2012e 01.04.2011-31.03.2012
Umsatzerlöse	4.244,18	2.539,20	4.480,80
EBITDA	65,47	36,75	56,50
EBITDA-Marge	1,5 %	1,4 %	1,3 %
EBIT	54,44	30,10	45,00
EBIT-Marge	1,3 %	1,2 %	1,0 %
Konzernjahresüberschuss nach Minderheiten	25,29	11,33	16,00
EPS	2,37	1,06	1,50

Quelle: Berechnungen GBC

Hinweis: Auf der Hauptversammlung am 15.02.2011 wurde die Umstellung des Geschäftsjahres auf den Zeitraum vom 01.04. bis 31.03. beschlossen. Damit endete das Geschäftsjahr 2011 bereits am 31.03.2011 und stellte insofern ein 7-monatiges Rumpfgeschäftsjahr dar.

Das laufende Geschäftsjahr 2012 sollte weiterhin von der Übergangsregelung des ANMOG beeinflusst sein, bevor das Gesetz am 01.01.2012 in Kraft tritt und sich die Großhandelspreise dann aus einem Fixbetrag in Höhe von 0,70 € und einem Aufschlag auf den Herstellerabgabepreis von 3,15 %, jedoch maximal 37,80 €, ergibt. Aus diesem Grund gehen wir davon aus, dass die Rohertragsmarge im Geschäftsjahr 2012 weiterhin unter Druck bleiben wird und von dem im ersten Halbjahr 2011 erzielten Wert nicht wesentlich abweichen wird, auch wenn wir von einer Beruhigung des Preiswettbewerbes zu Beginn des Kalenderjahres 2012 ausgehen. Insgesamt erwarten wir eine Rohertragsmarge in Höhe von 6,05 %.

Auch bei den weiteren Kostenpositionen erwarten wir keine wesentliche Entlastung gegenüber dem Vorjahr. Vielmehr ist davon auszugehen, dass die sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf Grund der erhöhten Marketingaufwendungen für die Apothekenkooperation *vivesco* im Vergleich zu den Vorjahren weiter überdurchschnittlich belastet sein werden.

Aus diesen Gründen erwarten wir für das Geschäftsjahr 2012 einen weiteren leichten Rückgang der EBIT-Marge auf dann 1,0 %, bzw. einen absoluten EBIT-Wert in Höhe von 45,00 Mio. €.

Beim Finanzergebnis ist davon auszugehen, dass es zu einer weiteren Entlastung kommt. Im Zuge des Verzichts auf eine Dividendenausschüttung für das Geschäftsjahr 2010 sowie einer anhaltenden Optimierung des Working Capitals, wurden im Rumpfgeschäftsjahr 2011 Finanzverbindlichkeiten weiter zurückgeführt. Wir gehen darüber hinaus auch davon aus, dass die Rückführung bzw. Umschuldung von Verbindlichkeiten auch im neuen Geschäftsjahr einen Fokus darstellen wird. Mit 16,00 Mio. € erwarten wir insgesamt einen Jahresüberschuss deutlich unterhalb des Niveaus von 2010.

Fazit - Kursziel auf 26,50 € gesenkt - Rating: Halten - Coverage eingestellt

Insbesondere das regulatorische Umfeld schlägt sich derzeit stark auf die Rentabilität der ANZAG nieder, was voraussichtlich dazu führt, dass die Ergebnissituation im laufenden Geschäftsjahr 2012 nicht an die Erfolge des Geschäftsjahres 2010 anknüpfen kann. Vielmehr geht der Vorstand der ANZAG davon aus, dass niedrigere Ergebnisse erzielt werden. Dieser Annahme entsprechen auch unsere Prognosen.

Auf Grund des schwächeren Ergebnisausblicks haben wir den fairen Wert je Aktie von vormals 32,64 € auf nunmehr 26,50 € gesenkt. Damit liegt das errechnete Kursziel leicht unterhalb des aktuellen Aktienkurses, womit sich ein Rating HALTEN ergibt (bislang: KAUFEN).

Mit dieser Veröffentlichung stellen wir das GBC Research-Coverage der Andreae-Noris Zahn AG ein.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die Andreae-Noris Zahn AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2011 und 2012 in Phase 1 (siehe Seite 3), erfolgt von 2013 bis 2018 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,50 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 1,30 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 25 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,00 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Andreae-Noris Zahn AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind 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 3,25 % (bisher: 2,50 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % 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 0,96 (bisher: 0,96).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,55 % (bisher: 7,80 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 50 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 6,08 % (bisher: 5,91 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 6,08 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2012 entspricht als **Kursziel 26,50 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 32,64 € reduziert. Die Anpassung des Kursziels trägt dabei insbesondere dem Ergebnisrückgang im ersten Halbjahr 2011 sowie der anhaltend schwächer erwarteten Ergebnisentwicklung im Geschäftsjahr 2012 Rechnung. Auch die Steigerung der risikolosen Rendite trug zur Reduzierung des Kursziels bei.

Andraee-Noris Zahn AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	1,3%	ewige EBITA - Marge	1,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	8,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	11,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Tsd. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	
Umsatz (US)	2539,20	4480,80	4592,82	4707,64	4825,33	4945,96	5069,61	5196,35	
US Veränderung	-40,2%	76,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	19,01	33,19	34,53	34,53	34,53	34,53	34,53	34,53	
EBITDA	36,75	56,50	59,71	61,20	62,73	64,30	65,90	67,55	
EBITDA-Marge	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	
EBITA	30,10	45,00	48,23	49,89	51,14	52,42	53,73	55,07	
EBITA-Marge	1,2%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-7,53	-11,25	-12,06	-12,47	-12,79	-13,11	-13,43	-13,77	
EBI (NOPLAT)	22,58	33,75	36,17	37,42	38,36	39,32	40,30	41,31	30,0%
Kapitalrendite	3,9%	6,2%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Working Capital (WC)	413,49	492,89	505,21	517,84	530,79	544,06	557,66	571,60	
WC zu Umsatz	16,3%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
Investitionen in WC	38,44	-79,40	-12,32	-12,63	-12,95	-13,27	-13,60	-13,94	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	133,56	135,00	133,00	136,33	139,73	143,23	146,81	150,40	
AFA auf OAV	-6,65	-11,50	-11,48	-11,31	-11,59	-11,88	-12,17	-12,48	
AFA zu OAV	5,0%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Investitionen in OAV	-9,57	-12,94	-9,48	-14,63	-15,00	-15,37	-15,75	-16,07	
Investiertes Kapital	547,05	627,89	638,21	654,17	670,52	687,28	704,46	722,00	
EBITDA	36,75	56,50	59,71	61,20	62,73	64,30	65,90	67,55	
Steuern auf EBITA	-7,53	-11,25	-12,06	-12,47	-12,79	-13,11	-13,43	-13,77	
Investitionen gesamt	28,86	-92,34	-21,80	-27,26	-27,94	-28,64	-29,36	-30,01	
Investitionen in OAV	-9,57	-12,94	-9,48	-14,63	-15,00	-15,37	-15,75	-16,07	
Investitionen in WC	38,44	-79,40	-12,32	-12,63	-12,95	-13,27	-13,60	-13,94	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	58,09	-47,09	25,85	21,47	22,00	22,55	23,12	23,77	687,31
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	517,38	595,92							
Barwert expliziter FCFs	62,68	113,58							
Barwert des Continuing Value	454,70	482,34							
Nettoschulden (Net debt)	236,90	312,74							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	280,47	283,18							
Fremde Gewinnanteile	-0,25	-0,25							
Wert des Aktienkapitals	280,22	282,93							
Ausstehende Aktien in Tsd.	10,678	10,678							
Fairer Wert der Aktie in EUR	26,24	26,50							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,96
Eigenkapitalkosten	8,6%
Zielgewichtung	50,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung	50,0%
Taxshield	27,9%
WACC	6,1%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	5,6%	5,8%	6,1%	6,3%	6,6%
5,4%	27,47	23,85	20,68	17,89	15,41
5,6%	30,88	26,99	23,59	20,59	17,93
5,9%	34,29	30,13	26,50	23,29	20,45
6,1%	37,69	33,27	29,40	25,99	22,96
6,4%	41,10	36,41	32,31	28,69	25,48

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 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:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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