



Researchstudie (Update)

SHS VIVEON AG

**1. HJ 2011 im Rahmen der Erwartungen -
Kursziel und Rating bestätigt**

Kursziel: 18,20 €

Rating: KAUFEN

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

Rating: Kaufen

Kursziel: 18,20

aktueller Kurs: 11,00
17.8.2011 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0XFWK2

WKN: A0XFWK

Börsenkürzel: SHW

Aktienanzahl³: 1,000

Marketcap³: 11,00
EnterpriseValue³: 10,11
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 61,0 %

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
VEM Aktienbank AG

Analysten:

Philipp Leibold
leibold@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite IV

SHS VIVEON AG ^{*5,7}

Unternehmensprofil

Branche: IT/ Beratung / Software
Fokus: Business- und IT-Beratung für
Kundenrisiko- und Kundenwertmanagement
Mitarbeiter: 201 Stand: 30.6.2011
Gründung: 1991
Firmensitz: München
Vorstand: Stefan Gilmozzi



SHS VIVEON AG ist ein europaweit agierendes Business- und IT-Beratungsunternehmen für Customer Management Lösungen. Zusammen mit der Tochtergesellschaft GUARDEAN GmbH, ein Anbieter von Software-Produkten für effizientes Customer Risk Management, bietet das Unternehmen marktführende Expertise im Customer Value und Customer Risk Management. Die Kernkompetenzen umfassen alle Themen, die für die Umsetzung eines erfolgreichen Customer Managements entscheidend sind: Customer Analytics, Customer Interaction und Application Management sowie Business Intelligence und Data Warehouse. GUARDEAN integriert und beschleunigt alle risikorelevanten Prozesse wie Informationsbeschaffung, Antragsmanagement, Debitorenüberwachung bis hin zum Forderungsmanagement. Mit mehr als 200 Kunden in 15 Ländern zählt die SHS VIVEON Gruppe zu Europas führenden Anbietern im Customer Management. Die Unternehmensgruppe ist mit zwei Tochtergesellschaften an acht Standorten in drei europäischen Ländern präsent: GUARDEAN GmbH und SHS VIVEON Schweiz AG.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011e	31.12.2012e
Umsatz	25,34	21,45	23,00	25,50
EBITDA	0,89	1,81	1,96	2,21
EBIT	0,42	1,36	1,54	1,79
Jahresüberschuss	-2,57	0,93	1,24	1,27

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	-2,57	0,93	1,24	1,27
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,52	0,47	0,44	0,40
EV/EBITDA	14,68	5,59	5,16	4,57
EV/EBIT	31,10	7,43	6,56	5,65
KGV	neg.	11,83	8,87	8,66
KBV		3,18		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
10.11.2011: Veröffentlichung 9M-Bericht
21.-23.11.2011: Eigenkapitalforum
7.-8.12.2011: 12. MKK

****letztes Research von GBC:**

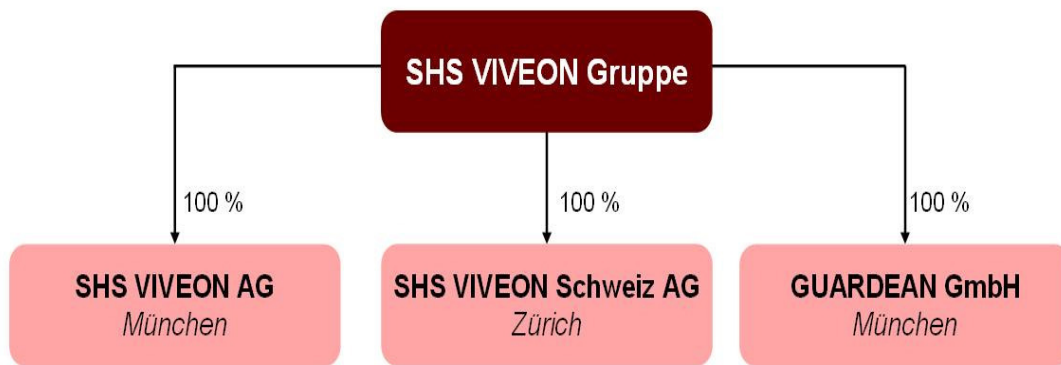
Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
11.5.2011: RS / 18,20 / KAUFEN
6.4.2011: RG / KAUFEN
7.12.2010: RS / KAUFEN
7.12.2010: RG / 15,00 / KAUFEN
17.11.2010: RS / 14,70 / KAUFEN

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.

Unternehmen

Konsolidierungskreis

Der Konsolidierungskreis SHS VIVEON AG umfasst neben der SHS VIVEON AG die SHS VIVEON Schweiz AG sowie das Produkthaus GUARDEAN GmbH. Die Organisationsstruktur der Gesellschaft ist dem nachfolgenden Schaubild zu entnehmen.

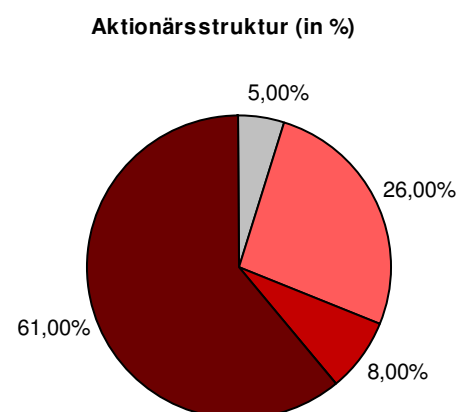


Quelle: GBC, SHS VIVEON

Aktionärsstruktur

Quelle: GBC, SHS VIVEON

Anteilseigner	30.6.2011
Aufsichtsrat	26,00 %
Vorstand	5,00 %
Management	8,00 %
Streubesitz	61,00 %



Geschäftsentwicklung 1.HJ 2011

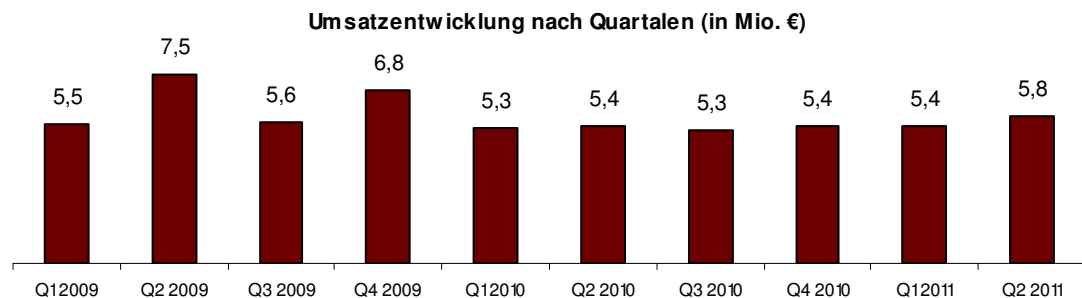
Wachstum der Leistung von knapp 9 % im 1. HJ 2011 - EBITDA weiter gesteigert

in Mio. €	HJ 2010	HJ 2011	Delta 2010/2011
Umsatzerlöse	10,74	11,27	+5,0 %
EBITDA (Marge)	0,77 (7,4 %)	0,81 (7,1 %)	+5,3 %
EBIT (Marge)	0,56 (5,3 %)	0,58 (5,1 %)	+4,6 %
Periodenüberschuss	0,42	0,48	+15,7 %

Quelle: SHS, GBC

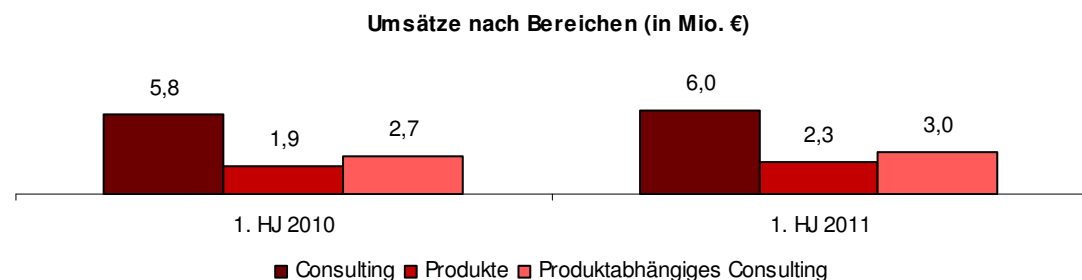
Hoher Umsatzzuwachs im Q2 2011 - Produktgeschäft mit erfreulicher Entwicklung

Der Wachstumskurs von SHS VIVEON hat sich sowohl in der ersten Jahreshälfte 2011 als auch im zweiten Quartal 2011 fortgesetzt. Die Umsatzerlöse konnten im ersten Halbjahr 2011 um 5,0 % auf 11,27 Mio. € (VJ: 10,74 Mio. €) gesteigert werden. Im gerade abgelaufenen zweiten Quartal 2011 fiel der Umsatzzuwachs mit 7,9 % nochmals stärker aus als im Vorquartal. Mit einem Umsatzvolumen von 5,8 Mio. € konnte im zweiten Quartal 2011 der höchste Wert seit mehreren Quartalen erreicht werden, wie die nachstehende Graphik veranschaulicht.



Quelle: SHS, GBC

Eine erfreuliche Entwicklung im ersten Halbjahr 2011 verzeichnete insbesondere das marginträchtige Produktgeschäft (Lizenzen, Wartung und ASP) mit einem Wachstum von rund 18 %. In Produkt-Bereich beliefen sich die Umsätze auf rund 2,3 Mio. € nach 1,9 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Die Erlöse aus dem Verkauf von Lizenzen der GUARDEAN-Lösungen schätzen wir dabei im ersten Halbjahr 2011 auf rund 0,9 Mio. € (1. HJ 2010: ~ 0,3 Mio. €). Gleichzeitig erhöhten sich die Beratungsumsätze, welche im Zusammenhang mit der Implementierung der GUARDEAN-Lösungen stehen, deutlich von 2,7 Mio. € in 2010 auf 3,0 Mio. € in 2011. Im umsatzstärksten Bereich Consulting konnten die Umsätze moderat um knapp 5 % auf 6,0 Mio. € gesteigert werden.

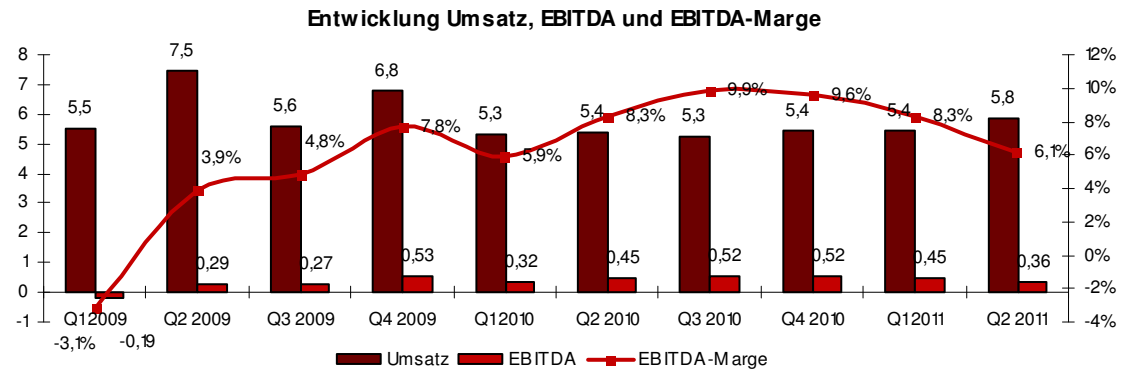


Quelle: SHS, GBC

Höhere Personalkosten führen zu temporär niedrigeren EBITDA-Marge

Die Rohertragsmarge bewegte sich im ersten Halbjahr 2011 mit 93,63 % (VJ: 96,06 %) weiterhin auf einem sehr hohen Niveau. Der leichte Rückgang erklärt sich vor allem durch niedrigere betriebliche Erträge (1. HJ 2011: 0,12 Mio. € vs. 1. HJ 2010: 0,40 Mio. €).

Der leichte Rückgang der EBITDA-Marge im zweiten Quartal 2011 ist vornehmlich auf den bereits erfolgten Mitarbeiteraufbau sowie den damit im Zusammenhang stehenden Aufwendungen zurückzuführen. Allein im ersten Halbjahr 2011 stellte SHS VIVEON 10 neue Mitarbeiter in den Bereichen Vertrieb und Beratung ein. Zudem fielen im ersten Halbjahr 2011 Kosten von rund 0,2 Mio. € für Personalberater an, welche sich allerdings in der zweiten Jahreshälfte nicht mehr in dieser Höhe wiederholen werden.

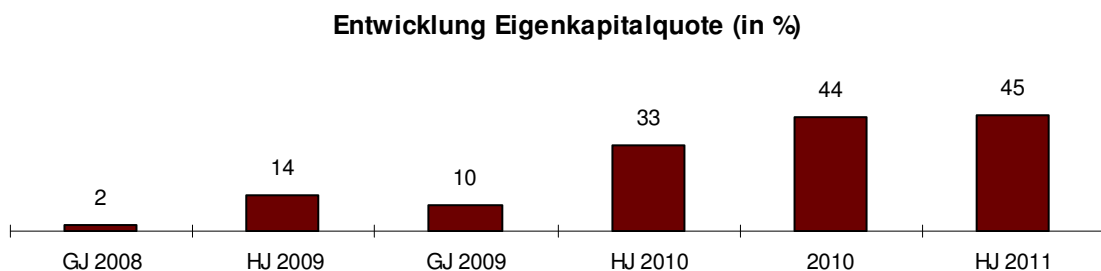


Quelle: SHS, GBC

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) konnte im ersten Halbjahr 2011 weiter verbessert werden und belief sich auf 0,81 Mio. € (VJ: 0,77 Mio. €): Dieser entspricht einer EBITDA-Marge von 7,1 % (VJ: 7,4 %). Die im Vorjahr abgeschlossene Restrukturierung der Passivseite machte sich im laufenden Geschäftsjahr 2011 auf Ebene des Finanzergebnisses positiv bemerkbar. So fiel das Finanzergebnis mit -0,06 Mio. € gegenüber -0,23 Mio. € im Vorjahr deutlich niedriger aus. Dank der noch vorhandenen Verlustvorräte betrug die Steuerquote lediglich 8,6 %.

Weitere Verbesserung der bilanziellen Lage erreicht

Die bilanzielle Situation der SHS VIVEON AG hat sich im ersten Halbjahr 2011 weiter aufgehellt. Die Eigenkapitalquote konnte zum 30.6.2011 nochmals leicht auf 44,7 % (31.12.2010: 44,0 %) erhöht werden.



Quelle: SHS, GBC

Des Weiteren hat die Gesellschaft angekündigt das bestehende Gesellschaftsdarlehen über 0,9 Mio. € im dritten Quartal 2011 teilweise zurückzuführen. Die Gesellschaft verfügte per Ende Juni 2011 über einen Bestand an liquiden Mitteln von 1,31 Mio. €. Zudem wird eine Mietkaution über 0,55 Mio. €, die derzeit noch als sonstiger Vermögensgegenstand bilanziert wird, durch eine Mietbürgschaft abgelöst werden, mit entsprechendem Cash-Zufluss für die Gesellschaft.

Das Sachanlagevermögen hat sich durch Investitionen in die IT-Infrastruktur sowie in Büroausstattung auf 0,64 Mio. € (31.12.2010: 0,36 Mio. €) erhöht. Die Investitionen hierfür lagen im ersten Halbjahr 2011 bei 0,38 Mio. €.

Prognosen und Bewertungsmodell

In Mio. €	GJ 2010	GJ 2011e (alt)	GJ 2011e (neu)	GJ 2012e (alt)	GJ 2012e (neu)
Umsatz	21,45	24,00	23,00	27,00	26,50
EBITDA (Marge)	1,81 (8,5 %)	1,96 (8,2 %)	1,96 (8,5 %)	2,21 (8,2 %)	2,21 (8,3 %)
EBIT (Marge)	1,36 (6,4 %)	1,49 (6,2 %)	1,49 (6,5 %)	1,79 (6,6 %)	1,79 (7,0 %)
Jahresüberschuss	0,92	1,20	1,20	1,27	1,27
EPS	0,92	1,20	1,20	1,27	1,27

Quelle: GBC

Ergebnisschätzung für die Geschäftsjahre 2011 und 2012 bestätigt

Mit Veröffentlichung des Halbjahresberichtes haben wir unsere Umsatzschätzung für die Jahre 2011 und 2012 leicht nach unten korrigiert. Die Ergebnisprognosen haben wir dagegen aufgrund der erfreulichen Entwicklung der Rentabilität unverändert gelassen.

Die Umsatzerlöse für das laufende Geschäftsjahr 2011 erwarten wir nunmehr in einer Höhe von 23,00 Mio. € (bisher: 24,00 Mio. €). Der Hauptgrund für die revidierte Umsatzschätzung ist die Tatsache, dass die Einarbeitungsphase der neuen Mitarbeiter längere Zeit in Anspruch nahm als von uns erwartet. Die Auslastungsquote von neuen Mitarbeitern ist in den ersten Monaten in der Regel geringer als bei langjährigen Mitarbeitern.

Gleichzeitig sehen wir das EBITDA für 2011 unverändert bei 1,96 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 8,5 % (bisher: 8,2 %) entspricht. Diese Annahme halten wir auch vor dem Hintergrund der guten operativen Ergebnisse im ersten und zweiten Quartal des laufenden Geschäftsjahrs als realistisch. Beide Quartale konnten jeweils mit einem deutlich positiven EBITDA abgeschlossen werden.

Die Auslastungsquote der Beratungsmannschaft sollte sich dank eines komfortablen Auftragsbestands auch in der zweiten Jahreshälfte auf einem hohen Niveau bewegen. Des Weiteren sind wir auch zuversichtlich gestimmt hinsichtlich weiterer Abschlüsse im Produktgeschäft. Die Umsätze aus dem Produktgeschäft sowie aus produktnahen Beratungsdienstleistungen sollten sich nach unserer Einschätzung in 2011 bereits auf mehr als 10 Mio. € summieren. Davon hat der überwiegende Teil einen wiederkehrenden Charakter.

Für 2011 erwarten wir ein leicht negatives Finanzergebnis von -0,08 Mio. €. Hier sollte SHS VIVEON bereits in der zweiten Jahreshälfte von der teilweisen Ablösung des Gesellschafterdarlehens profitieren. Aufgrund der noch vorhandenen Verlustvorräte ist im laufenden Geschäftsjahr letztmalig mit einer geringeren Steuerquote auf Konzernebene von erwarteten 15,0 % zu rechnen.

Der Jahresüberschuss sollte sich somit für das laufende Jahr 2011 auf 1,20 Mio. € belaufen. Nach dem jüngsten Kursrückgang liegt das 2011er KGV bei lediglich 9. Vor dem Hintergrund, dass SHS VIVEON in 2011 bereits mehr als 10 Mio. € mit eigenen Softwarelösungen respektive produktnahen Beratungsdienstleistungen erzielen, erscheint uns die derzeitige Bewertung als überaus attraktiv.

SHS VIVEON AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	4,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	8,3%	ewige EBITA - Marge	6,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	19,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	6,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	
Umsatz (US)	23,00	26,50	27,56	28,66	29,81	31,00	32,24	33,53	
US Veränderung	8,0%	15,2%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	10,95	12,33	12,53	12,49	12,46	12,42	12,38	12,42	
EBITDA	1,96	2,21	2,30	2,39	2,49	2,59	2,69	2,80	
EBITDA-Marge	8,5%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	
EBITA	1,49	1,79	1,88	1,96	2,04	2,12	2,20	2,29	
EBITA-Marge	6,5%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Steuern auf EBITA	-0,22	-0,45	-0,56	-0,59	-0,61	-0,64	-0,66	-0,69	
zu EBITA	15,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	1,27	1,34	1,32	1,37	1,43	1,48	1,54	1,60	
Kapitalrendite	49,3%	40,7%	35,8%	35,7%	35,6%	35,6%	35,5%	35,4%	34,8%
Working Capital (WC)	1,20	1,52	1,64	1,71	1,78	1,85	1,92	2,00	
WC zu Umsatz	5,2%	5,7%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
Investitionen in WC	-0,61	-0,32	-0,12	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	-0,08
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,10	2,15	2,20	2,29	2,39	2,50	2,60	2,70	
AFA auf OAV	-0,47	-0,42	-0,42	-0,43	-0,45	-0,47	-0,49	-0,51	
AFA zu OAV	22,4%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	
Investitionen in OAV	-0,59	-0,47	-0,47	-0,52	-0,55	-0,57	-0,59	-0,60	
Investiertes Kapital	3,30	3,67	3,84	4,00	4,17	4,34	4,53	4,70	
EBITDA	1,96	2,21	2,30	2,39	2,49	2,59	2,69	2,80	
Steuern auf EBITA	-0,22	-0,45	-0,56	-0,59	-0,61	-0,64	-0,66	-0,69	
Investitionen gesamt	-1,20	-0,79	-0,59	-0,59	-0,62	-0,64	-0,67	-0,68	
Investitionen in OAV	-0,59	-0,47	-0,47	-0,52	-0,55	-0,57	-0,59	-0,60	
Investitionen in WC	-0,61	-0,32	-0,12	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	-0,08	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,53	0,97	1,14	1,21	1,26	1,31	1,36	1,43	19,18
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	15,74	16,34							
Barwert expliziter FCFs	5,91	5,53							
Barwert des Continuing Value	9,83	10,81							
Nettoschulden (Net debt)	-1,34	-1,86							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	17,08	18,20							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	17,08	18,20							
Ausstehende Aktien in Mio.	1,000	1,000							
Fairer Wert der Aktie in EUR	17,08	18,20							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,41
Eigenkapitalkosten	11,0%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	8,0%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	25,0%
WACC	10,0%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%
30,8%	18,84	17,79	16,88	16,08	15,38
32,8%	19,64	18,51	17,54	16,68	15,93
34,8%	20,43	19,24	18,20	17,29	16,49
36,8%	21,23	19,96	18,86	17,89	17,05
38,8%	22,03	20,68	19,52	18,50	17,60

Fazit

SHS VIVEON bleibt im 1. HJ 2011 auf Wachstumskurs - Bilanzrelationen weiter verbessert - Kursziel von 18,20 € und Rating KAUFEN bestätigt

An den eingeschlagenen Wachstumskurs konnte die SHS VIVEON AG im ersten Halbjahr 2011 erfolgreich anknüpfen. Insbesondere das Produktgeschäft hat sich im ersten Halbjahr erfreulich entwickelt. Die Umsätze in diesem Bereich (Lizenzen, Wartung, ASP und produktnahe Beratungsdienstleistungen) konnten um knapp 14 % auf 5,3 Mio. € gesteigert werden. Der deutliche Ausbau des Personalbestands hat sich dagegen im zweiten Quartal in einer temporär niedrigeren Marge niedergeschlagen. Trotz höherer Personalaufwendungen infolge der Aufstockung der Beratungsmannschaft sowie gezielter Investitionen in die Vertriebsstrukturen konnte das EBITDA im ersten Halbjahr 2011 weiter auf 0,81 Mio. € (VJ: 0,77 Mio. €) gesteigert werden.

Positiv werten wir zudem die Tatsache, dass sich die bilanzielle Situation der Gesellschaft in der ersten Jahreshälfte weiter verbessert hat. Die Eigenkapitalquote konnte nochmals leicht auf rund 45 % gesteigert werden. Die vorzeitige teilweise Rückführung des Gesellschafterdarlehens sowie die freiwerdenden Mittel aus der Mietkaution im zweiten Halbjahr 2011 werden zu einer weiteren Stärkung der finanziellen Lage und Liquidität führen.

Für das laufende Geschäftsjahr 2011 haben wir unsere Umsatzschätzung mit Vorlage der Halbjahreszahlen leicht nach unten revidiert. Die Ergebnisprognosen haben wir jedoch dank der erfreulichen Entwicklung der Rentabilität im ersten Halbjahr 2011 unverändert belassen. Unsere neue Schätzung sieht für 2011 ein Umsatzvolumen in Höhe von 23,00 Mio. € sowie ein EBITDA von 1,96 Mio. € vor. Die Umsatzerlöse aus dem Produktbereich sowie aus produktnahen Beratungsdienstleistungen sollten sich nach unserer Ansicht in 2011 bereits auf mehr als 10 Mio. € belaufen. Auf Basis des aktuellen Aktienkurses liegt das 2011er KGV bei rund 9.

Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung für die Aktie der SHS VIVEON AG und haben im Rahmen unseres DCF-Modells ein unverändertes Kursziel in Höhe von 18,20 € errechnet. Auch das erwartete 2011er KGV von rund 9 deutet auf eine Unterbewertung der Aktie hin. Ausgehend vom derzeitigen Aktienkurs errechnet sich noch ein signifikantes Kurspotential von über 60 %. Gerade vor dem Hintergrund des jüngsten Kursrückgangs bieten sich somit nach unserer Einschätzung hervorragende Einstiegschancen.

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 verwandt, 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), Stellv. Chefanalyst

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, 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



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