



Researchstudie (Update)



**Deutliches Umsatzwachstum in 2011 erwartet -
Ergebnisprognosen leicht reduziert**

Kursziel: 4,28 €

Rating: Kaufen

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

Kaufen
Kursziel: 4,28

 aktueller Kurs: 3,47
 25.11.2011 / Frankfurt

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0MSEQ3

WKN: A0MSEQ

Börsenkürzel: MU4

 Aktienanzahl³: 4,070

 Marketcap³: 14,13
 EnterpriseValue³: 15,84
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 41,1 %

 Transparenzlevel:
 Entry Standard

 Marktsegment:
 Freiverkehr

 Rechnungslegung:
 IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

 Designated Sponsor:
 CBS

Analysten:

 Philipp Leibold
leibold@gbc-ag.de

 Felix Gode
gode@gbc-ag.de

 * Katalog möglicher
 Interessenskonflikte auf
 Seite V

m4e AG ^{*5}
Unternehmensprofil

Branche: Medien

 Fokus: Lizenzen, Merchandising, TV-
 Produktion, Home Entertainment

Mitarbeiter: 29 Stand: 30.6.2011

Gründung: 2003

Firmensitz: Grünwald

Vorstand: Hans Ulrich Stoeff, Michael Büttner



Die m4e AG ist ein international tätiges und integriertes Brand Management- und Medienunternehmen, das sich mit der Entwicklung, dem Aufbau und der Vermarktung von Marken und Charakteren (IP-Rechte) befasst. Zu den Geschäftsfeldern zählen in erster Linie die Film- und Fernsehproduktion, der Weltvertrieb von Film- und Fernsehrechten, sowie die Rechteverwertung in den Bereichen Home Entertainment, Licensing & Merchandising, Publishing, Interactive und New Media. Hier wird m4e in der Regel über Lizenzgebühren an den Verkäufen der Produkte beteiligt. Dabei muss der jeweilige Lizenznehmer einen Mindestumsatz vorab garantieren, um die Nutzungsgenehmigung durch m4e zu erhalten. Ein weiterer Bereich ist die Herstellung und der Vertrieb von Trendprodukten aus dem Bereich Fashion und Accessoires. Durch all diese Aktivitäten ist der Konzern in der Lage von der Entwicklung einer Idee bis zum fertigen Produkt alles aus einer Hand anzubieten und erreicht damit Alleinstellungsmerkmale im internationalen Medien- und Entertainment-Markt.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011e	31.12.2012e
Umsatz	10,70	9,65	15,20	17,00
EBITDA	0,26	0,71	1,40	1,79
EBIT	-0,77	0,09	0,74	1,09
Jahresüberschuss	-0,57	-0,07	0,21	0,39

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	-0,14	-0,02	0,05	0,10
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,53	1,64	1,04	0,93
EV/EBITDA	60,92	22,31	11,31	8,85
EV/EBIT	-20,57	176,00	21,41	14,53
KGV	neg.	neg.	67,29	36,23
KBV		1,39		

Finanztermine:
Datum: Ereignis
****letztes Research von GBC:**
Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

5.9.2011: RG / 5,12 / KAUFEN

12.8.2011: RS / 5,12 / KAUFEN

7.12.2010: RG / 4,58 / KAUFEN

6.12.2010: RS / 4,58 / KAUFEN

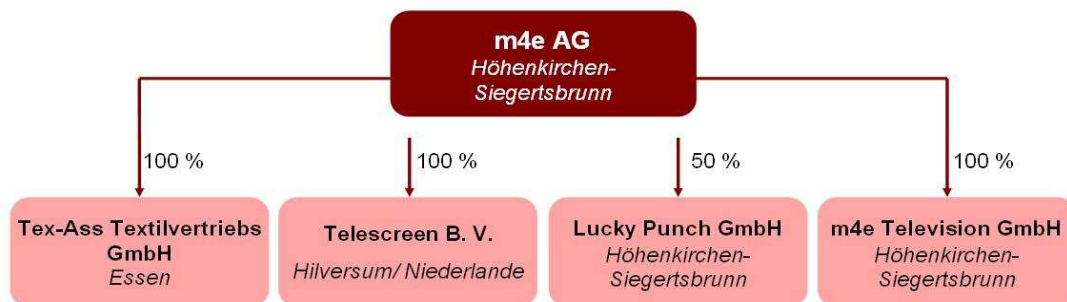
RS = Research Studie; RG = Research Guide;

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

Unternehmen

Konsolidierungskreis

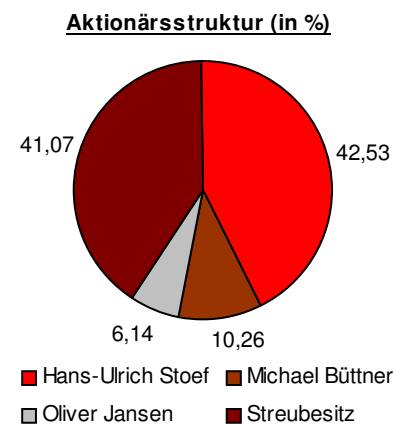
Neben der Muttergesellschaft m4e AG umfasst der Konsolidierungskreis die Tochterunternehmen Tex-Ass Textilvertriebs GmbH, m4e Television GmbH und die Telescreen B. V. Hier hält die m4e AG jeweils 100 % der Anteile. Zudem besteht das Joint Venture Lucky Punch GmbH. Partner der Lucky Punch ist Herr Prof. Gerhard Hahn. Bei der m4e erfolgt eine Vollkonsolidierung der Lucky Punch, da die kaufmännische Leitung bei der m4e AG liegt. Das nachstehende Organigramm zeigt den Konsolidierungskreis der m4e AG.



Quelle: GBC, m4e

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	30.6.2011
Hans-Ulrich Stoef	42,53
Michael Büttner	10,26
Oliver Jansen	6,14
Streubesitz	41,07
Summe	100,00



Quelle: GBC, m4e

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2011- Leicht unterhalb unserer Erwartungen

in Mio. €	HJ 2010	Δ 2010/2011	HJ 2011
Umsatzerlöse	4,54	+41,4 %	6,42
EBITDA	0,50	-80,6 %	0,10
EBITDA-Marge	11,0 %	-9,5 Pp.	1,5 %
EBIT	0,17	K. A.	-0,19
EBIT-Marge	3,8 %	K. A.	Neg.
Jahresüberschuss	0,18	K. A.	-0,17

Quelle: m4e; GBC

Umsatz- und Ergebnisentwicklung - Wachstum von über 40 % erreicht; Ergebnis rückläufig

Im ersten Halbjahr 2011 konnte m4e ein deutliches Umsatzwachstum erzielen. Die Umsätze stiegen im Berichtszeitraum um über 40 % auf 6,42 Mio. € (VJ: 4,54 Mio. €) an. Hauptverantwortlich für den starken Zuwachs war gemäß Unternehmensangaben hierbei die gute Entwicklung der Tochtergesellschaft Tex-Ass, welche eine Reihe von Neukunden gewinnen konnte.

Der Rohertrag lag in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2011 hingegen bei 1,94 Mio. € und somit unterhalb des vergleichbaren Vorjahresniveaus von 2,47 Mio. €. Die Rohertragsmarge reduzierte sich dabei deutlich auf 30,24 % nach 54,50 % in 2010. Der Rückgang erklärt sich im Wesentlichen durch den deutlichen Umsatzanstieg der Tochtergesellschaft Tex-Ass. Grundsätzlich erklärend gilt es anzumerken, dass die Entwicklungskosten von Filmproduktionen beim Joint Venture Lucky Punch (Anteil: 50,0 %) und bei der niederländischen Tochtergesellschaft Telescreen B. V. aktiviert und folglich mit den Materialaufwendungen saldiert werden. Die Personalaufwendungen konnten im ersten Halbjahr 2010 infolge von Kosteneinsparungen um knapp 0,2 Mio. € auf 1,01 Mio. € verringert werden. Zum Stichtag beschäftigte der Konzern 29 Mitarbeiter.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) ging im ersten Halbjahr 2011 auf 0,10 Mio. € (VJ: 0,50 Mio. €) zurück und lag damit leicht unter unseren Erwartungen. Die Abschreibungen reduzierten sich im ersten Halbjahr 2011 auf -0,29 Mio. € gegenüber -0,33 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Dabei entfiel ein Großteil der vorgenommenen Abschreibungen auf den Kundenstamm sowie auf erworbene Lizenzrechte. Unter Berücksichtigung eines leicht negativen Finanzergebnisses von -0,07 Mio. € (VJ: -0,06 Mio. €) sowie der fremden Gewinnanteile (betrifft die 50%ige Beteiligung an der Lucky Punch), lag der Jahresüberschuss in den ersten sechs Monaten 2011 bei -0,17 Mio. € (VJ: 0,18 Mio. €).

Bilanzielle und finanzielle Situation - Solide und gesunde Bilanzstruktur

in Mio. €	31.12.2010	30.6.2011
Eigenkapital	11,71	11,56
EK-Quote	61,3 %	58,2 %
Nettoverschuldung	1,28	2,25
Operatives Anlagevermögen	4,46	4,94
Net Working Capital	0,81	1,15

Das Eigenkapital ging infolge des leichten Jahresfehlbetrags auf 11,56 Mio. € zum 30.6.2011 zurück, was einer soliden Eigenkapitalquote von 58,2 % entspricht. Das langfristige Anlagevermögen setzte sich dabei im Wesentlichen aus den immateriellen Vermögensgegenständen in Höhe von 4,69 Mio. € sowie dem Geschäfts- und Firmenwert von 7,81 Mio. € zusammen. Die Erhöhung der selbstgeschaffenen immateriellen Vermögenswerte um rund 0,5 Mio. € geht vor allem auf die Entwicklung der TV-Serie „Mia and me“ zurück. Die Nettoverschuldung erhöhte sich im Jahresverlauf aufgrund eines negativen freien Cash Flows (knapp -1 Mio. €) auf 2,25 Mio. €. Im Januar 2011 emittierte die Gesellschaft im Rahmen eines Private Placements eine Wandelschuldverschreibung. Der Mittelzufluss durch die Ausgabe der Wandelschuldverschreibung betrug 1,33 Mio. €. Die Wandelschuldverschreibung beinhaltet eine Wandlungsoption für insgesamt 407.000 neue Aktien zu einem Wandlungspreis von 3,28 €.

Prognose und Modellannahmen - Umsatzprognose bestätigt; Ergebnisprognose gesenkt

in Mio. €	GJ 2010	GJ 2011e (alt)	GJ 2011e (neu)	GJ 2012e (alt)	GJ 2012e (neu)
Umsatzerlöse	9,65	15,20	15,20	17,00	17,00
EBITDA	0,71	1,86	1,40	2,30	1,79
EBIT	0,01	1,20	0,74	1,60	1,09
Jahresüberschuss	-0,01	0,54	0,21	0,75	0,39
EPS	neg.	0,13	0,05	0,18	0,10

Quelle: GBC

Umsatz- und Ergebnisprognosen - Deutliches Umsatzwachstum in 2011 von ca. 60 % erwartet; EBITDA mit 1,4 Mio. € prognostiziert

Für das laufende Geschäftsjahr 2011 erwarten wir, dass die m4e AG ein deutliches Umsatzwachstum verzeichnen wird. Die Umsätze sollten sich gemäß unserer Schätzung deutlich auf 15,20 Mio. € erhöhen, was im Vergleich zum Vorjahr einem dynamischen Zuwachs von 57,6 % entspricht. Auch der Vorstand hat im gerade veröffentlichten Halbjahresbericht einen Umsatz von 15 Mio. € für 2011 in Aussicht gestellt.

Als der wesentliche Wachstumstreiber sollte sich in 2011 die Tochtergesellschaft **Tex-Ass** erweisen, welche bereits im ersten Halbjahr ein starkes Wachstum vorweisen konnte. Hier konnten einige namhafte Neukunden aus der Textileinzelhandelsbranche gewonnen werden, die im laufenden Geschäftsjahr die Produkte von Tex-Ass in ihrem stationären Filialnetz verkaufen werden. Die Umsätze bei der **m4e AG** sowie bei der Tochtergesellschaft **Telescreen** sollte sich nach unserer Einschätzung mit 2,50 Mio. € bzw. 2,20 Mio. € gegenüber dem Vorjahr gleichmäßig entwickeln. Bei m4e sind die Kooperationen mit dem DFB und Kl.KA erneut wichtige Umsatzsäulen.

Deutliche Zuwachsraten erwarten wir im laufenden Geschäftsjahr 2011 bei dem Joint Venture **Lucky Punch**. Hier konnten bereits die ersten TV- und Lizenzabschlüsse für die Animationsserie „**Mia and me**“ vermeldet werden. So wurden für Deutschland und Italien die TV-Partner ZDF und Rai Fiction gewonnen. Auch in den Ländern Frankreich, Portugal und den Vereinigten Arabischen Emiraten wurden die Rechte an TV-Sender bereits vergeben. Darüber hinaus wurden Lizenz- und Merchandisingverträge, u. a. mit EGMONT VGS, Panini und Schmidt Spiele, abgeschlossen. Des Weiteren wurde die Agentur **Ink Brands** für die Entwicklung eines Lizenz- und Merchandising-Programms für Skandinavien und Osteuropa beauftragt. Folglich gehen wir von deutlich anziehenden Umsätzen aus, welche sich gemäß unseren Prognosen auf 1,50 Mio. € nach 0,20 Mio. € in 2010 belaufen sollten.

Unsere Ergebnisschätzung für 2011 haben wir infolge der Halbjahreszahlen leicht nach unten korrigiert. Nunmehr gehen wir von einem positiven EBITDA in Höhe von 1,40 Mio. € (bisher: 1,86 Mio. €) sowie einem EBIT von 0,74 Mio. € (bisher: 1,20 Mio. €) aus.

Unter Berücksichtigung eines leicht negativen Finanzergebnisses in Höhe von -0,16 Mio. € sowie der fremden Gewinnanteile (betrifft die 50%ige Beteiligung an der Lucky Punch) sollte der Jahresüberschuss mit 0,21 Mio. € (bisher: 0,54 Mio. €) leicht positiv ausfallen.

Auch für das kommende Geschäftsjahr 2012 haben wir unsere Umsatzprognose bestätigt aber unsere Ergebnisschätzungen auf ein konservativeres Niveau nach unten angepasst (siehe Schätzungen oben).

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die m4e AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2011 und 2012 in Phase 1, erfolgt von 2013 bis 2018 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei haben wir Steigerungen beim Umsatz von 6,0 % angenommen. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 12,0 % (bisher: 14,0 %) angenommen. Die Steuerquote haben wir ab 2013 mit 30,0 % 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 2,0 % sowie eine Steuerquote von 30,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der m4e 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 2,25 % (bisher: 3,25 %).

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 1,50.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,5 % (bisher: 11,5 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 75,0 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,4 % (9,9 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,4 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2012 entspricht als Kursziel 4,28 € (bisher: 5,12 €). Hier ist auch der Roll-Over-Effekt auf die neue Basis 2012 (bisher: 2011) berücksichtigt.

m4e AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	6,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	12,0%	ewige EBITA - Marge	9,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	14,6%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	-0,6%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	
Umsatz (US)	15,20	17,00	18,02	19,10	20,25	21,46	22,75	24,11	
US Veränderung	57,6%	11,8%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	3,23	3,54	3,70	3,92	4,16	4,41	4,67	4,95	
EBITDA	1,40	1,79	2,16	2,29	2,43	2,58	2,73	2,89	
EBITDA-Marge	9,2%	10,5%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	
EBITA	0,74	1,09	1,46	1,58	1,72	1,87	2,02	2,18	
EBITA-Marge	4,9%	6,4%	8,1%	8,3%	8,5%	8,7%	8,9%	9,1%	9,1%
Steuern auf EBITA	-0,21	-0,32	-0,44	-0,47	-0,52	-0,56	-0,61	-0,66	
zu EBITA	29,0%	29,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	0,53	0,77	1,02	1,11	1,20	1,31	1,41	1,53	
Kapitalrendite	10,0%	16,8%	21,8%	23,2%	25,3%	27,5%	29,8%	32,3%	33,0%
Working Capital (WC)	-0,10	-0,10	-0,11	-0,11	-0,12	-0,13	-0,13	-0,14	
WC zu Umsatz	-0,7%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	
Investitionen in WC	0,91	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	4,70	4,80	4,87	4,87	4,87	4,87	4,87	4,87	
AFA auf OAV	-0,66	-0,70	-0,70	-0,71	-0,71	-0,71	-0,71	-0,71	
AFA zu OAV	14,0%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	
Investitionen in OAV	-0,90	-0,80	-0,77	-0,71	-0,71	-0,71	-0,71	-0,71	
Investiertes Kapital	4,60	4,70	4,76	4,76	4,75	4,74	4,74	4,73	
EBITDA	1,40	1,79	2,16	2,29	2,43	2,58	2,73	2,89	
Steuern auf EBITA	-0,21	-0,32	-0,44	-0,47	-0,52	-0,56	-0,61	-0,66	
Investitionen gesamt	0,00	-0,80	-0,76	-0,70	-0,70	-0,70	-0,70	-0,70	
Investitionen in OAV	-0,90	-0,80	-0,77	-0,71	-0,71	-0,71	-0,71	-0,71	
Investitionen in WC	0,91	0,00	0,01	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	1,19	0,67	0,96	1,11	1,21	1,31	1,42	1,54	19,97
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	16,19	17,04							
Barwert expliziter FCFs	5,60	5,46							
Barwert des Continuing Value	10,59	11,58							
Nettoschulden (Net debt)	0,25	-0,30							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	15,94	17,34							
Fremde Gewinnanteile	0,08	0,09							
Wert des Aktienkapitals	16,02	17,43							
Ausstehende Aktien in Mio.	4,071	4,071							
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,94	4,28							
		Kapitalkostenermittlung :							
		risikolose Rendite							2,3%
		Marktrisikoprämie							5,5%
		Beta							1,50
		Eigenkapitalkosten							10,5%
		Zielgewichtung							75,0%
		Fremdkapitalkosten							7,8%
		Zielgewichtung							25,0%
		Taxshield							22,6%
		WACC							9,4%

Fazit

Deutliches Wachstum in 2011 erwartet - Ergebnisprognose gesenkt - Kursziel nach unten angepasst

Im ersten Halbjahr 2011 ist die m4e AG wieder auf den Wachstumspfad zurückgekehrt. Der Umsatz konnte dabei deutlich um über 40 % auf 6,42 Mio. € gesteigert werden. Als Wachstumstreiber erwies sich hierbei die Tochtergesellschaft Tex-Ass. Tex-Ass erzielte nach unserer Schätzung bereits im ersten Halbjahr 2011 einen höheren Umsatz als im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010. Trotz des starken Wachstums musste die Gesellschaft allerdings einen leichten Ergebnismrückgang verzeichnen. Das EBITDA ging hier von 0,50 Mio. € in 2010 auf 0,10 Mio. € in 2011 zurück.

Wir gehen davon aus, dass sich die positive Umsatzentwicklung auch in der zweiten Jahreshälfte unverändert fortsetzen wird. Für das Gesamtjahr 2011 rechnen wir mit einem Umsatzzanstieg auf 15,20 Mio. €. Der Vorstand hat im Halbjahresbericht einen Umsatz von 15 Mio. € in Aussicht gestellt. Unsere Ergebnisprognose haben wir infolge der veröffentlichten Halbjahreszahlen leicht nach unten angepasst, so dass wir nunmehr ein EBITDA für 2011 von 1,40 Mio. € (bisher: 1,86 Mio. €) erwarten. Von besonderer Relevanz für die weitere Entwicklung der Gesellschaft ist ein Erfolg der Animationsserie „**Mia and me**“. Dank der bereits zahlreichen abgeschlossenen Lizenz- und Merchandisingverträge sowie diverser Preis Awards bestehen nach unserer Einschätzung hierfür durchaus gute Chancen.

Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir für die Aktie der m4e AG ein neues Kursziel in Höhe von 4,28 € (bisher: 5,12 €) ermittelt. Das neue Kursziel erklärt sich vornehmlich aus den reduzierten Ergebnisschätzungen. Wir vergeben folglich für die Aktie der m4e AG das Rating Kaufen.

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 Angebotsschreiben 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. Aktiensplitts, 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:

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. 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