



Researchstudie (Anno)



2-stelliges Wachstum im E-Commerce - Break-Even in 2012 im Visier

Kursziel: 17,50 €

Rating: Kaufen

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

Ecommerce Alliance AG ^{*5}

Rating: Kaufen

Kursziel: 17,50

aktueller Kurs: 10,00

5.7.2012 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1C9YW6

WKN: A1C9YW

Börsenkürzel: ECF

Aktienanzahl³: 1,558

Marketcap³: 15,58

EnterpriseValue³: 12,56

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 52,1 %

Transparenzlevel:

Entry Standard

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

CBS

Analysten:

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite IV

Unternehmensprofil

Branche: IT

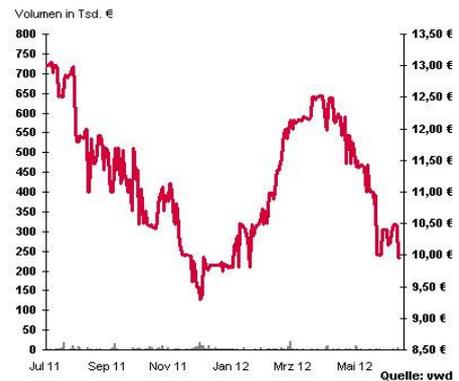
Fokus: E-Commerce

Mitarbeiter: 157 Stand: 31.12.2011

Gründung: 1999 (getmobile AG)

Firmensitz: München

Vorstand: Daniel Wild, Sven Rittau, Justine Mross



Die Ecommerce Alliance AG ist eine Holdinggesellschaft, die mit unterschiedlichen E-Commerce-Geschäftsmodellen im deutschen und europäischen Markt aktiv ist. Der Fokus der Ecommerce Alliance liegt dabei auf den Geschäftsfeldern Ecommerce Brands, Ecommerce Services und Ecommerce Media. Die Ecommerce Brands umfassen die Handelsunternehmen der Gruppe. Hierzu zählen sowohl die Online-Shopping-Clubs Pauldirekt und 52weine als auch die Mass Customization Sites Shirtinator und Pearlfection sowie das Gutschein-Portal Spassbaron. Das Geschäftsfeld Ecommerce Services dient der Verlängerung der Wertschöpfungskette und ermöglicht den Ecommerce Brands ein kosteneffizientes und professionelles Marketing und Fulfilment. Das aktuelle Portfolio umfasst die integrierte Internet- und TV-Marketingagentur Getperformance, das Logistik- und Fulfilment-Unternehmen Getlogics sowie die E-Mail-Marketing-Agentur MailCommerce. Das Geschäftsfeld Ecommerce Media besteht aus Informations- und Medienportalen, wie beispielsweise Mybestbrands, Netmoms und Weinkenner und dient dem gesicherten und raschen Marktzugang der Ecommerce Brands.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2010	31.12.2010	31.12.2012e	31.12.2013e
Umsatz	19,43	26,70	38,50	46,00
EBITDA	-1,94	-1,95	0,19	1,15
EBIT	-2,18	-2,51	-0,31	0,65
Jahresüberschuss	-2,32	-3,20	-1,01	0,07

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-1,49	-2,05	-0,65	0,05
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,52	0,47	0,33	0,27
EV/EBITDA	-5,18	-6,45	65,42	10,93
EV/EBIT	-4,62	-5,00	-40,78	19,35
KGV	neg.	neg.	neg.	210,57
KBV		0,82		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

29.08.2012: Hauptversammlung

September 2012: Veröffentlichung HJ-Bericht

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

14.2.2012: RG / 18,00 / KAUFEN

9.2.2012: RS / 18,00 / KAUFEN

9.11.2011: RS / 18,00 / 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.

Inhaltsangabe

Unternehmen

Aktionärsstruktur.....	1
Unternehmensstruktur und wichtigste Beteiligungen.....	1

Markt und Marktumfeld

2

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	3
Geschäftsentwicklung 2011.....	4
Umsatzentwicklung.....	4
Ergebnisentwicklung.....	5
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	6
SWOT-Analyse Ecommerce Alliance AG.....	7
Prognose und Modellannahmen.....	8
Umsatzprognosen.....	8
Ergebnisprognosen.....	9

Bewertung/ Fazit

DCF-Bewertung.....	10
Modellannahmen.....	10
Bestimmung der Kapitalkosten.....	10
Bewertungsergebnis.....	10
Ecommerce Alliance AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung.....	11
Fazit	12

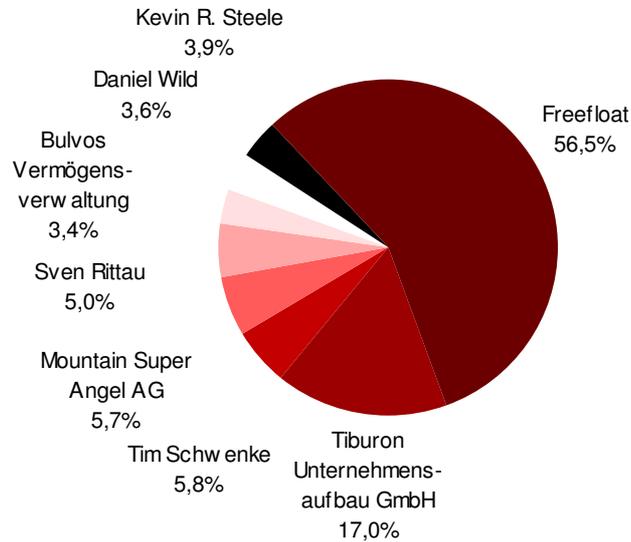
Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	III
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	V

Unternehmen

Aktionärsstruktur

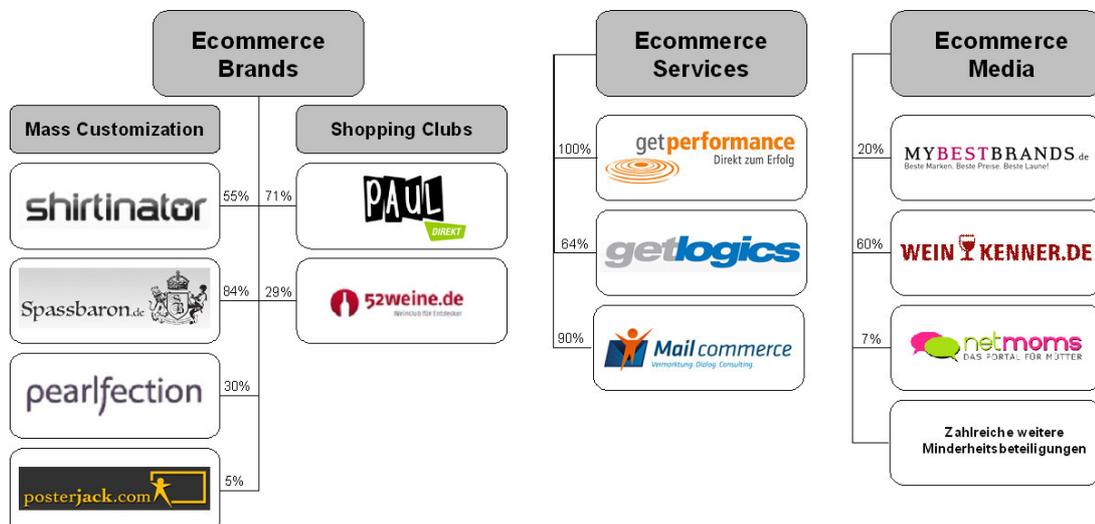
Aktionärsstruktur (Stand: Mai 2012)



	Stand April 2011	Stand August 2011	Stand Mai 2012
Tiburon Unternehmensaufbau GmbH	17,0%	16,3%	17,9%
Tim Schwenke	5,6%	5,8%	5,8%
Mountain Super Angel AG	4,6%	5,7%	5,7%
Sven Rittau	4,4%	5,0%	5,0%
Bulvos Vermögensverwaltung	3,4%	3,4%	3,4%
Daniel Wild	3,4%	3,6%	3,6%
Kevin R. Steele	3,0%	3,9%	3,9%
Freefloat	58,6%	56,5%	54,9%

Quelle: ECAG, GBC

Unternehmensstruktur und wichtigste Beteiligungen



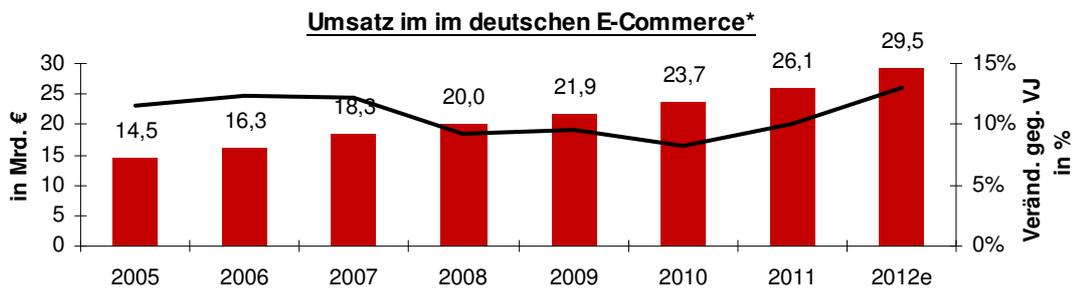
Quelle: ECAG, GBC

Markt und Marktumfeld

E-Commerce mit zweistelligen Wachstumsraten und steigender Bedeutung

Die Konsumstimmung in Deutschland zeigte sich im abgelaufenen Jahr 2011 sehr robust. Durchschnittlich lag der von der GfK ermittelte Stimmungsindikator in 2011 bei 5,6 Punkten und damit auf einem anhaltend hohen Niveau. Im ersten Halbjahr 2012 verbesserte sich das Bild sogar noch einmal, mit einem Anstieg auf 5,9 Punkte im Hoch. Zuletzt notierte der GfK-Konsumklimaindikator im Juni bei 5,7 Punkten.

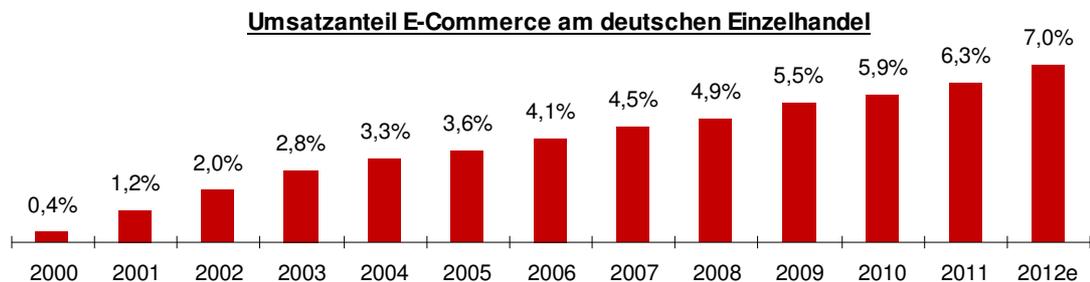
Diese starken Werte werden durch die Einzelhandelszahlen bestätigt. So legten die deutschen Einzelhandelsumsätze in 2011 um 2,6 % zu. Ein vergleichbar starker Zuwachs wurde in den vergangenen zehn Jahren nicht mehr gemessen. Entsprechend optimistisch stellen sich auch die Prognosen des Handelsverband Deutschland (HDE) dar, welcher für 2012 mit einem neuerlichen Wachstum um 1,5 % rechnet.



Quelle: Handelsverband Deutschland (HDE); *inkl. Dienstleistungen, Nutzungsrechte und Informationen

Klar überproportional zum gesamten Einzelhandel wuchs in 2011 der E-Commerce-Markt. Gemäß den Erhebungen des HDE betrug das Marktvolumen des deutschen Online-Handels in 2011 26,1 Mrd. € und lag damit sogar um 10,1 % höher, als dies im Vorjahr der Fall war. Aber auch in den kommenden Jahren werden weiterhin klar zweistellige Wachstumsraten sichtbar sein. Für 2012 geht der Verband davon aus, dass sich das Wachstum noch einmal beschleunigt und mit einem neuerlichen Zuwachs um 13,0 % auf 29,5 Mrd. € ein neuer Höchstwert erreicht wird. Von ähnlichen Zahlen geht auch der Bundesverband des Deutschen Versandhandels (bvh) aus. Dieser geht für den Internethandel mit Waren sogar von einem Wachstum in 2012 in Höhe von 16,5 % aus. Mit einem Zuwachs um 18,0 % im ersten Quartal 2012 sieht sich der Verband in seinen Erwartungen bestätigt.

Entsprechend der stark überproportionalen Wachstumsraten des E-Commerce wächst auch der Anteil des E-Commerce am gesamten deutschen Einzelhandel merklich. Nachdem in 2011 ein Wert von 6,3 % erreicht wurde, wird für 2012 ein nochmaliger Anstieg auf 7,0 % erwartet.



Quelle: Handelsverband Deutschland (HDE)

Ein wesentlicher Wachstumstreiber bereits in 2011, aber auch in den kommenden Jahren, ist der Bereich Mobile Commerce. Inzwischen ist jedes dritte Mobiltelefon ein Smartphone und 31,7 % aller Smartphone-Besitzer benutzen das Gerät auch zum mobilen Einkauf. Dies entspricht einer Nutzerzahl von 9 Mio. Menschen. Insbesondere Schüler und Studenten verzeichnen im Bereich Mobile Commerce die größten Wachstumsraten (bvh/Creditreform Boniversum).

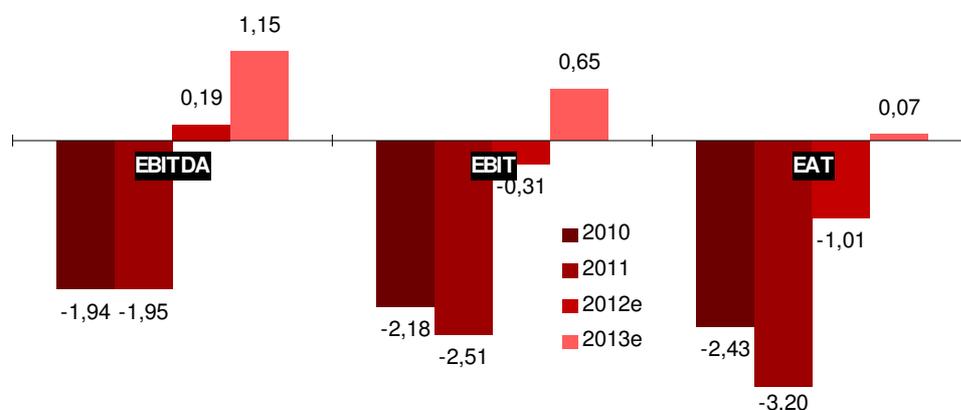
Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2010	in %	GJ 2011	in %	GJ 2012e	in %	GJ 2013e	in %
Umsatzerlöse	19,430	100,0%	26,703	100,0%	38,500	100,0%	46,000	100,0%
sonstige betriebliche Erträge	0,644	3,3%	0,685	2,6%	0,500	1,3%	0,500	1,1%
Gesamtleistung	20,074	103,3%	27,388	102,6%	39,000	101,3%	46,500	101,1%
Materialaufwand und Aufwendungen für bezogene Leistungen	-14,651	-75,4%	-19,554	-73,2%	-26,103	-67,8%	-30,631	-66,6%
Rohertag	5,423	27,9%	7,834	29,3%	12,897	33,5%	15,869	34,5%
sonstiger betrieblicher Aufwand	-7,366	-37,9%	-9,781	-36,6%	-12,705	-33,0%	-14,720	-32,0%
EBITDA	-1,943	-10,0%	-1,947	-7,3%	0,192	0,5%	1,149	2,5%
Abschreibungen	-0,235	-1,2%	-0,567	-2,1%	-0,500	-1,3%	-0,500	-1,1%
EBIT	-2,178	-11,2%	-2,514	-9,4%	-0,308	-0,8%	0,649	1,4%
Beteiligungsergebnis	0,023	0,1%	-0,722	-2,7%	-0,500	-1,3%	-0,250	-0,5%
Zinsergebnis	-0,040	-0,2%	-0,083	-0,3%	-0,100	-0,3%	-0,075	-0,2%
EBT	-2,195	-11,3%	-3,319	-12,4%	-0,908	-2,4%	0,324	0,7%
Ertragssteuern	-0,237	-1,2%	-0,181	-0,7%	-0,300	-0,8%	-0,350	-0,8%
Jahresfehlbetrag	-2,432	-12,5%	-3,500	-13,1%	-1,208	-3,1%	-0,026	-0,1%
Minderheitenanteile	0,113	0,6%	0,299	1,1%	0,200	0,5%	0,100	0,2%
Ergebnis der Eigentümer des Mutterunternehmens	-2,319	-11,9%	-3,201	-12,0%	-1,008	-2,6%	0,074	0,2%

EBITDA	-1,943	-1,947	0,192	1,149
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	-10,0	-7,3	0,5	2,5
EBIT	-2,178	-2,514	-0,308	0,649
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	-11,2	-9,4	-0,8	1,4
Aktienanzahl in Mio. Stück	1,558	1,558	1,558	1,558
Ergebnis je Aktie in €	-1,49	-2,05	-0,65	0,05
Dividende je Aktie in €	0,00	0,00	0,00	0,00

Ergebnisprognosen



Quelle: ECAG, GBC

Geschäftsentwicklung 2011

in Mio. €	GJ 2010	Δ 2010/2011	GJ 2011
Umsatzerlöse	19,43	+37,4 %	26,70
EBITDA (Marge)	-1,94 (-10,0 %)	k.A.	-1,95 (-7,3 %)
EBIT (Marge)	-2,18 (-11,2 %)	k.A.	-2,51 (-9,4 %)
Jahresüberschuss	-2,32	k.A.	-3,20
EPS in €	-1,49	k.A.	-2,05

Quelle: ECAG, GBC

Umsatzentwicklung - Ecommerce Brands wächst überdurchschnittlich zum Markt

In unserer Prognose waren wir für das GJ 2011 von Umsatzerlösen in Höhe von 28,50 Mio. € ausgegangen. Mit einem tatsächlich erreichten Niveau von 26,70 Mio. € wurde diese leicht um 6 % verfehlt. Die Abweichung geht insbesondere auf die getperformance GmbH zurück, bei welcher ein Großkunde die Umsatzerlöse nun direkt mit dem Mediapartner generiert und bei der getperformance GmbH lediglich die Provisionen ins Ergebnis fließen, aber kein Umsatzbeitrag mehr generiert wird. Ohne diese Veränderung hätte die getperformance GmbH steigende Umsatzerlöse ausgewiesen und unsere Umsatzprognose wäre erreicht worden.

Vor diesem Hintergrund erachten wir die erreichten Umsätze im GJ 2011 als zufriedenstellend, zumal bei den wichtigsten Beteiligungen Pauldirekt und Shirtinator unsere Umsatzprognosen sogar jeweils übertroffen wurden. Insbesondere Pauldirekt konnte mit einem Umsatzzuwachs um 43,8 % eine sehr erfreuliche Entwicklung aufweisen. Hier machten sich die Wachstumsinvestitionen im Nachgang der im Vorjahr erfolgten Kapitalerhöhung bemerkbar.

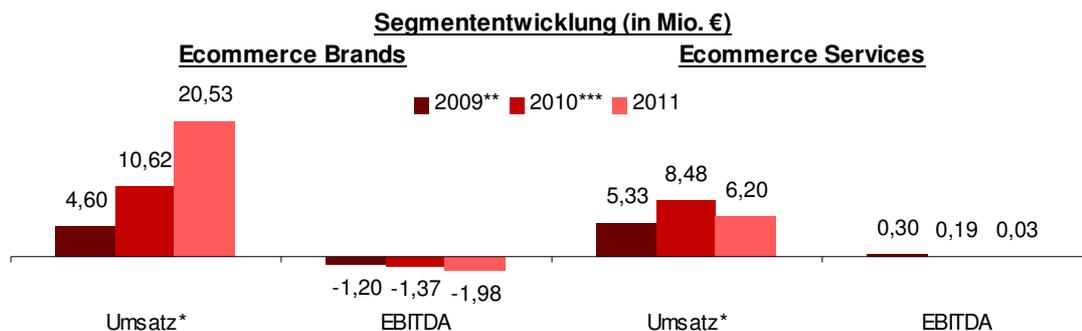
Auf Konzernebene lag das Wachstum bei 37,4 %. Dabei ist jedoch zu beachten, dass die Shirtinator im GJ 2011 erstmalig vollständig einbezogen wurde, da diese zum 30.09.2010 erworben wurde und im Vorjahr nur für drei Monate konsolidiert war. Der anorganische Umsatzbeitrag lag gemäß unseren Schätzungen bei rund 4,5 Mio. €. Bereinigt um diesen Beitrag betrug das organische Wachstum demnach 14,3 % und lag damit gut 4 Prozentpunkte oberhalb des Wachstums des deutschen E-Commerce-Marktes.

Insbesondere am Marktwachstum zu messen ist jedoch das Segment Ecommerce Brands, in welchem das klassische E-Commerce-Geschäft mit Waren und Dienstleistungen betrieben wird. Hier war ein deutlicher Anstieg der Umsatzerlöse um 93,3 % zu verzeichnen, wobei sich die erstmalig ganzjährige Konsolidierung der Shirtinator bemerkbar machte. Aber auch ohne den anorganischen Umsatzbeitrag in Höhe von unserer Einschätzung nach rund 4,5 Mio. €, lag das organische Wachstum bei 51,0 % und damit deutlich oberhalb des Marktwachstums (siehe Seite 3).

Unternehmen (in Mio. €)	Umsatz 2009	Umsatz 2010	Umsatz 2011*	Δ 10/11
Pauldirekt GmbH	4,28	9,04	13,00	+43,8 %
Shirtinator AG (seit Konsolidierung zum 30.09.2010)	0,00	1,46	7,50	+413,7 %
Shirtinator AG (volle Geschäftsjahre)	4,42	6,13	7,50	+22,3 %
Getperformance GmbH	2,33	6,11	5,50	-10,0 %
Getlogics GmbH	0,14	1,41	1,80	+27,7 %
Sonstige Konzernunternehmen + Eliminierung	0,32	1,41	-1,10	
Gesamt	7,07	19,43	26,70	+37,4 %

Quelle: ECAG, GBC; * Schätzungen GBC AG

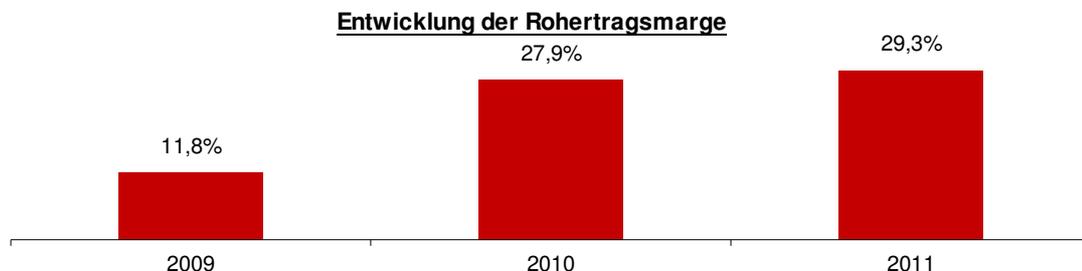
Im Bereich Ecommerce Services machte sich die oben bereits erwähnte veränderte Zusammenarbeit mit einem Großkunden bemerkbar, mit welchem keine Umsatzerlöse mehr generiert, sondern nur noch ergebniswirksame Provisionen erzielt werden. Dies erklärt den Umsatzrückgang im Segment, bei einer gleichzeitig stabilen Ergebnisentwicklung. Beide Unternehmen des Segments Ecommerce Services, die Getperformance GmbH sowie die Getlogics GmbH, arbeiteten auch im Jahr 2011 erneut profitabel und leisteten einen positiven Beitrag zum Konzernergebnis.



Quelle: ECAG, GBC; *Umsatz mit externen Kunden **aus fortgeführten Bereichen ***vor Umstrukturierungskosten

Ergebnisentwicklung - Rohertragsmarge steigt - Investitionen in Wachstum

Mit -1,95 Mio. € lag das EBITDA leicht unterhalb unserer Erwartungen von -1,61 Mio. €. Zurückzuführen ist dies insbesondere auf einen höheren als von uns angenommen Anstieg der Materialaufwendungen und Aufwendungen für bezogene Leistungen. Im Zuge von Skaleneffekten bei den auf Mass Customization und Shopping-Clubs ausgerichteten Geschäftsmodellen waren wir von einer höheren Rohertragsmarge ausgegangen. Dennoch waren mit einer Verbesserung der Rohertragsmarge von 27,9 % auf 29,3 % entsprechende Effekte sichtbar. Dieser Trend sollte sich auch in den kommenden Jahren weiter fortsetzen.



Quelle: ECAG, GBC

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sind hingegen geringer ausgefallen, als von uns angenommen. Trotz der Konsolidierungseffekte im Zuge der Akquisition der Shirtinator AG, was insbesondere zu einem deutlichen Anstieg der Personalaufwendungen geführt hat sowie den verstärkten Wachstumsinvestitionen in Werbung und Marketing, lagen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen mit 9,78 Mio. € rund 7,6 % unterhalb unserer Erwartungen.

Die beiden Effekte aus Materialaufwand/Aufwendungen für bezogene Leistungen und sonstigen betrieblichen Aufwendungen wogen sich insgesamt jedoch auf, so dass das EBITDA in Höhe des Vorjahresniveaus lag.

Bei den Abschreibungen war eine deutliche Steigerung von 0,24 Mio. € auf 0,57 Mio. € sichtbar. Hier fielen insbesondere Abschreibungen auf Websites und Domains ins Gewicht, welche im Zuge der Akquisition der ECA Media & Ventures GmbH (ehemals Tiburon Partners AG) im Jahr 2010 erworben wurden. Zudem wurden im Jahr 2011 Investitionen in das Sachanlagevermögen in Höhe von 0,70 Mio. € getätigt, welche vor allem die Getlogics sowie Shirtinator betrafen. Auch dies trug zum Anstieg der Abschreibungen bei.

Das Beteiligungsergebnis verschlechterte sich gegenüber dem Vorjahr deutlich von 0,02 Mio. € auf -0,72 Mio. €. Im Vorjahr sorgten dabei Aufdeckungen von stillen Reserven für einen einmaligen positiven Effekt, der im GJ 2011 entfiel. Dennoch lag das reine Beteiligungsergebnis der at-equity bilanzierten Unternehmen (z.B. pearfection, 52weine, mybestbrands) mit -0,57 Mio. € leicht unterhalb des Vorjahres (2010: -0,41 Mio. €), was auf erfolgte Wachstumsinvestitionen zurückzuführen sein dürfte.

Die Steuerbelastung in Höhe von 0,18 Mio. € ist ausschließlich auf die beiden profitabel arbeitenden Unternehmen Getlogics und Shirtinator zurückzuführen. Auf Grund des niedrigeren Beteiligungsergebnisses verblieb im GJ 2011 unterm Strich ein Jahresfehlbetrag in Höhe von -3,20 Mio. €, nach -2,32 Mio. € im Vorjahr.

Bilanzielle und finanzielle Situation

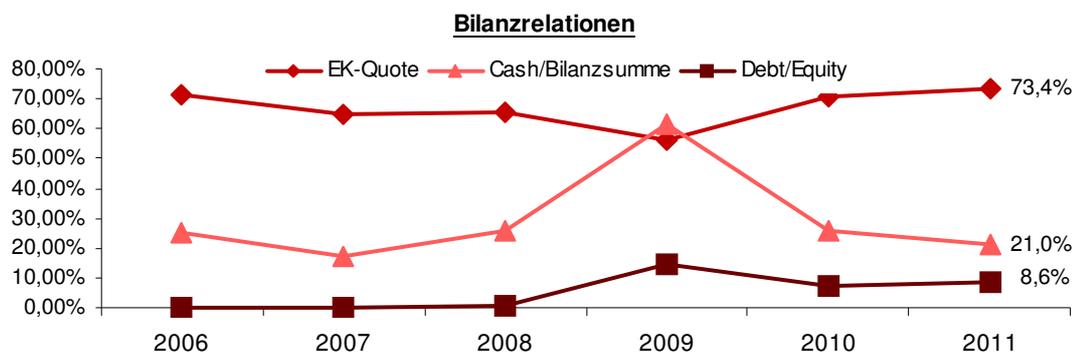
in Mio. €	GJ 2009	GJ 2010	GJ 2011
Eigenkapital	9,03	18,42	18,93
EK-Quote	56,5 %	70,9 %	73,4 %
Finanzverbindlichkeiten	1,34	1,37	1,62
Liquide Mittel	9,79	6,72	5,42
Nettofinanzmittel	8,45	5,35	3,80
Operatives Anlagevermögen	1,81	14,04	14,33
Working Capital	-2,20	-2,98	-1,64

Quelle: ECAG, Berechnungen GBC

Die bilanzielle Situation der ECAG stellt sich zum Ende des GJ 2011 weiterhin gut dar. Während die Eigenkapitalquote mit 73,4 % gegenüber dem Vorjahr nochmals gestiegen ist, belaufen sich die Finanzverbindlichkeiten lediglich auf 1,62 Mio. €. Der leichte Anstieg ist mit der Finanzierung von Investitionen in Sachanlagevermögen, hauptsächlich bei den Beteiligungen Getlogics und Shirtinator, zu begründen.

Zudem verfügt die ECAG über eine ausreichend hohe Ausstattung an liquiden Mitteln. Diese beliefen sich zum Ende des GJ 2011, inklusive ausgereichten Darlehen an assoziierte Unternehmen, auf 5,42 Mio. €. Der Anteil an Kassen- und Bankbeständen betrug dabei 4,87 Mio. €. Somit errechnet sich ein Verhältnis der liquiden Mittel zur Bilanzsumme in Höhe von 21,0 %, was dem Unternehmen ausreichend Spielraum für zukünftige Wachstumsinvestitionen und Akquisitionen verleiht.

Der operative Cashflow fiel im GJ 2011 mit -3,85 Mio. € noch deutlich negativ aus, was vor allem im Zusammenhang mit dem negativen Ergebnis zu sehen ist. Der Bestand an liquiden Mitteln konnte trotz der hohen Wachstumsinvestitionen im vergangenen Jahr sowie der Investitionen in Sachanlagen hoch gehalten werden, da Einzahlungen aus Kapitalerhöhungen bei konsolidierten Tochtergesellschaften in Höhe von 4,00 Mio. € erfolgten. Namentlich wurden in 2011 Kapitalerhöhungen bei den Beteiligungen Pauldirekt, Pearlfection und 52weine durchgeführt.



Quelle: ECAG, Berechnungen GBC

Die größte Position der Aktivseite stellt unverändert der Geschäfts- und Firmenwert (Goodwill) dar. Mit 10,74 Mio. € macht dieser rund 40,2 % der Bilanzsumme aus. Die Verteilung des Goodwills entfällt dabei mit rund 6,9 Mio. € auf die ECA Media & Ventures GmbH (ECAMV; ehemals Tiburon Partners AG) sowie mit rund 3,6 Mio. € auf die Shirtinator AG. Während Shirtinator gute Wachstumsraten aufweist und profitabel arbeitet, hat sich auch der der ECAG zuzurechnende Ergebnisanteil der ECAMV im abgelaufenen GJ 2011 merklich von -0,30 auf -0,11 Mio. € verbessert. Die Gefahr einer Goodwill-Korrektur halten wir vor diesem Hintergrund derzeit für nicht überdurchschnittlich hoch.

Die Beteiligungsansätze der at-equity (20-50 % Beteiligungsquote) und als Unternehmensbeteiligung (< 20 % Beteiligungsquote) bilanzierten Unternehmen haben sich in Summe nur unwesentlich verändert und lagen zum 31.12.2011 bei insgesamt 2,39 Mio. € (2010: 2,42 Mio. €).

SWOT - ANALYSE Ecommerce Alliance AG

Stärken

- Sehr solide bilanzielle Relationen mit hohem Eigenkapitalanteil sowie Cashquote bei gleichzeitig niedriger Verschuldung
- Management mit hoher Expertise im Bereich Internet-Media und E-Commerce
- Abdeckung der gesamten Online-Wertschöpfungskette im eigenen Beteiligungsportfolio erlaubt die Nutzung von Synergieeffekten
- Starke Wachstumsraten der wesentlichen Beteiligungsunternehmen

Schwächen

- Der bilanzierte Goodwill macht 40,2 % der Bilanzsumme aus. Ein Wertberichtigungsbedarf besteht aus unserer Sicht derzeit auf Grund der guten Entwicklung der entsprechenden Beteiligungen nicht.
- Die größte Beteiligung Pauldirekt arbeitet derzeit auf Grund der Wachstumsinvestitionen noch nicht profitabel und wird voraussichtlich auch im GJ 2012 noch Verluste schreiben
- Die Umsatzerlöse der ECAG werden derzeit noch zu ca. 90 % von den vier Beteiligungsunternehmen Pauldirekt, Shirtinator, Getperformance und Getlogics erwirtschaftet

Chancen

- Der Bereich E-Commerce unterliegt weitaus höheren Wachstumsraten als das klassische Einzelhandelsgeschäft.
- In den kommenden Jahren plant die ECAG die internationale Präsenz ihrer Portfoliounternehmen auszubauen. Dies birgt nicht nur zusätzliches Umsatzpotenzial sondern auch potenzielle wechselseitige Synergieeffekte.
- Die Marktdurchdringung von Smartphones und Tablets befindet sich erst in einer sehr frühen Phase, weisen aber einen klar steigenden Trend auf. Zusätzliche Wachstumsimpulse im Bereich Mobile Commerce sind daher in den kommenden Jahren wahrscheinlich.
- Die Bewertungsniveaus für Unternehmen aus dem Bereich Online Media und E-Commerce sind derzeit sowohl bei börsennotierten als auch unnotierten Unternehmen vergleichsweise hoch. Vor diesem Hintergrund könnte die ECAG die Möglichkeit erhalten ein oder mehrere Beteiligungsunternehmen zu einem überdurchschnittlichen Preis zu veräußern.

Risiken

- Ein allgemeiner Rückfall der Konjunktur in eine Rezession könnte die Konsumstimmung deutlich eintrüben und auch das Wachstum des Konsums über Onlinemedien bremsen.
- Die derzeit hohen Bewertungsniveaus für Unternehmen aus dem Bereich Online Media und E-Commerce könnten sich im Zuge einer Wachstumsverlangsamung insgesamt relativieren und so Exits nur zu unattraktiven Konditionen zulassen.
- Auf Grund der hohen Wachstumsraten drängt eine Vielzahl von Wettbewerbsunternehmen auf den Markt. Hierdurch könnten Marktanteile verloren gehen bzw. das Wachstum gebremst werden.

Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012e alt	GJ 2012e neu	GJ 2013e
Umsatzerlöse	26,70	42,75	38,50	46,00
EBITDA (Marge)	-1,95 (neg.)	0,29 (0,7 %)	0,19 (0,5 %)	1,15 (2,5 %)
EBIT (Marge)	-2,51 (neg.)	-0,21 (neg.)	-0,31 (neg.)	0,65 (1,4 %)
Jahresüberschuss	-3,20	-0,84	-1,01	0,07
EPS	-2,05	-0,54	-0,65	0,05

Quelle: Berechnung GBC AG

Umsatzprognosen - Hohe Wachstumsdynamik auch für 2012 zu erwarten

Der größte Treiber für das Wachstum der ECAG wird unserer Einschätzung nach im GJ 2012 nach wie vor die Beteiligung Pauldirekt sein. Nach einem Wachstum um 43,8 % im GJ 2011 erwarten wir nun eine nochmals erhöhte Dynamik in Höhe von 53,8 %. Dies entspricht einem absoluten Umsatzziel für 2012 von 20,00 Mio. €. Unterstützend für diese Entwicklung sollte nicht nur die erhaltene Wachstumsfinanzierung im August vergangenen Jahres wirken, mit welcher die Bekanntheit der Marke Pauldirekt durch gezielte Werbemaßnahmen erhöht wurde, auch die jüngste Beteiligung der GMPVC German Media Pool GmbH (GMPVC) an Pauldirekt sollte zu einer weiteren Dynamisierung der Umsatzerlöse beitragen.

GMPVC ist ein Media-for-Equity-Investor, der Pauldirekt den Zugang zu Medialeistungen verschafft und im Gegenzug Unternehmensanteile erhält. Explizit wird eine zehnmonatige TV-Werbekampagne auf den Nachrichtensender N24 geschaltet werden, die einen Gegenwert in Höhe eines niedrigen siebenstelligen Betrages hat. Während über die genaue Ausgestaltung der Vereinbarung stillschweigen vereinbart wurde, gehen wir davon aus, dass sich der Anteil den GMPVC erhält - vor dem Hintergrund des Bewertungsansatzes von 19 Mio. € zur Kapitalerhöhung im August 2011 - auf einen sehr niedrigen einstelligen Prozentbereich beläuft.

Mit der TV-Werbekampagne sollen die Nutzerzahlen im Jahresverlauf merklich angehoben werden. Das Ziel, bis zum Ende des Jahres 2012 2,0 Mio. Nutzer zu zählen, wird dadurch wahrscheinlicher. Insbesondere für das Weihnachtsgeschäft 2012 sollten aus der Media-Kooperation wesentliche Impulse zu erwarten sein.

Unternehmen (in Mio. €)	Umsatz 2010	Umsatz 2011	Umsatz 2012e	Δ 11/12	Umsatz 2013e	Δ 12/13
Pauldirekt GmbH	9,04	13,00	20,00	53,8%	25,00	25,0 %
Shirtinator AG	1,46*	7,50	9,50	26,7%	10,50	10,5 %
Getperformance GmbH	6,11	5,50	5,50	0,0%	6,00	9,1 %
Getlogics GmbH	1,41	1,80	2,00	11,1%	2,50	25,0 %
Sonst. Konzernunternehmen + Eliminierung	1,41	-1,10	1,50		2,00	
Gesamt	19,43	26,70	38,50	44,2%	46,00	19,5 %

Quelle: Berechnung GBC, *seit Konsolidierung zum 30.09.2010

Erneut gut sollte sich auch Shirtinator entwickeln. Das Unternehmen konnte bereits in 2011 ein organisches Wachstum in Höhe von rund 22,3 % aufweisen. Mit 26,7 % erwarten wir für das GJ 2012 noch einmal eine leicht höhere Dynamik. Hintergrund dieser Erwartung ist die Forcierung der Internationalisierung des Unternehmens, welche weitere Umsatzpotenziale eröffnen sollte. Zudem sollten sich mit zunehmender Konzernzugehörigkeit auch die Steuerung der Mediamaßnahmen immer besser dosieren lassen, mit dem Effekt einer gezielteren Kundenansprache und Adressierung der Zielgruppe.

Im Segment Ecommerce Services wird sich zudem die Gründung der Mailcommerce GmbH zum 01.03.2012 positiv auswirken. Das Unternehmen dient der Ergänzung und Verlängerung des Serviceangebotes im Segment und ist spezialisiert auf E-Mail-Marketing. Mit dem Start des Unternehmens zeigt sich das Management der ECAG sehr zufrieden, wenn-

gleich nicht davon auszugehen ist, dass das junge Unternehmen im laufenden GJ 2012 bereits wesentliche Umsatzbeiträge generiert.

Insgesamt gehen wir davon aus, dass sich die Umsatzerlöse im GJ 2012 auf 38,5 Mio. € belaufen werden. Dies entspricht einer Steigerung gegenüber 2011 in Höhe von 44,2 %, wobei der maßgebliche Wachstumsschub einmal mehr von Pauldirekt ausgehen sollte. Gegenüber unserer bisherigen Schätzung haben wir die erwarteten Umsatzerlöse leicht um 10 % reduziert (bisher: 42,75 Mio. €).

Die Aufstockung von bestehenden Beteiligungen, was zu einer Vollkonsolidierung dieser führen könnte bzw. die Übernahme einer neuen Mehrheitsbeteiligung haben wir in unseren Prognosen derzeit nicht berücksichtigt. Da es jedoch erklärtes Ziel des Managements ist durch Zukäufe das Wachstumstempo voranzutreiben, schließen wir auch ein anorganisches Wachstum im GJ 2012 nicht aus. Gegebenenfalls werden wir unsere Schätzungen zu gegebener Zeit anpassen.

Ergebnisprognosen - Break-even auf EBITDA-Ebene für 2012 angestrebt

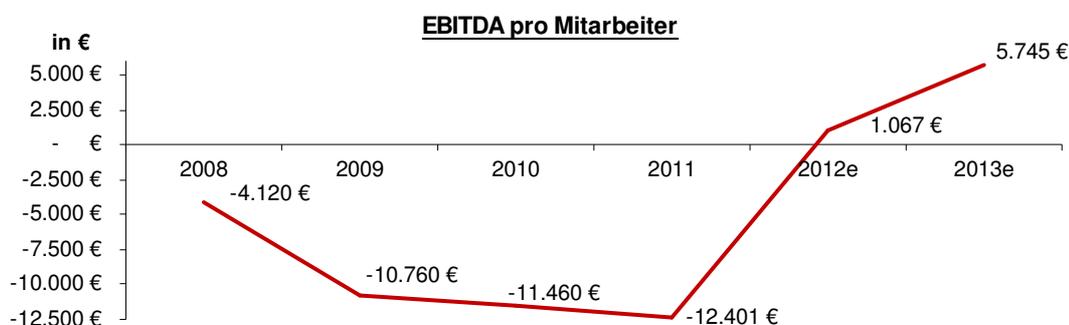
Auf Grund der etwas schwächer als zunächst von uns erwarteten Entwicklung der Rohertragsmarge im GJ 2011 haben wir auch die Erwartungen für das GJ 2012 leicht nach unten korrigiert. Dennoch gehen wir davon aus, dass sich im Zuge der nochmals deutlichen organischen Umsatzsteigerungen verstärkt Skaleneffekte einstellen werden, so dass von höheren Zuwächsen bei der Rohertragsmarge auszugehen ist, als es 2011 der Fall war.

Die Medialeistungen an Pauldirekt werden durch die Konstellation der Media-for-Equity-Vereinbarung keine Belastungen für die Gewinn- und Verlustrechnung nach sich ziehen. Das bedeutet, dass sich zusätzliches Wachstum direkt positiv auf die Ergebnisse auswirken wird. Dennoch gehen wir nicht davon aus, dass Pauldirekt in 2012 bereits den Break-even erreichen wird. Der wesentliche Grund dafür sind die Wachstumsinvestitionen in Form von Werbung und Personalaufbau, welche bereits im 1. HJ 2012 getätigt wurden.

Auch für Shirtinator gehen wir in 2012 von einer weiteren Verbesserung des Ergebnisses aus. Nachdem der Gewinn der vollkonsolidierten Beteiligung in 2011 bei 0,10 Mio. € lag, ist in 2012 mit einem nochmalig deutlichen Anstieg zu rechnen.

Diese beiden Effekte sowie die weiterhin klar positiven Ergebnisbeiträge des Segments Ecommerce Services, sollten im GJ 2012 dazu führen, dass auf Konzernebene ein ausgeglichenes EBITDA erzielt werden kann. Die gleichlautenden Erwartungen des Managements halten wir entsprechend für realistisch. Nachdem wir bislang von einem Wert von 0,29 Mio. € ausgegangen waren, haben wir diesen nunmehr im Zuge der Adjustierung der Umsatz- und Kostenschätzungen auf 0,19 Mio. € leicht reduziert.

Insbesondere in den Folgejahren sollten sich jedoch dann die Skaleneffekte noch stärker bemerkbar machen und zu deutlichen Ergebnissteigerungen führen, was sich auch in einer gesteigerten Effizienz niederschlagen sollte.



Quelle: Berechnung GBC

Während auf der Ebene des Periodenergebnisses im GJ 2012 noch nicht mit einem positiven Wert zu rechnen ist, erwarten wir für das GJ 2013 im Zuge einer weiteren EBITDA-Steigerung auf 2,5 % vom Umsatz einen leicht positiven Wert. Mittelfristig halten wir an einer EBITDA-Erwartung von 5,0 % fest.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die Ecommerce Alliance AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2012 und 2013 in Phase 1, erfolgt von 2014 bis 2019 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir eine jährliche Steigerung beim Umsatz von 10,0 %. Als Ziel EBIT-DA-Marge haben wir 5,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % 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 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Ecommerce Alliance 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 2,00 % (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 1,29.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,07 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,07 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,07 % errechnet. Gleichzeitig haben wir einen Roll-over vorgenommen und das Kursziel auf das Jahr 2013 prolongiert. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2013 entspricht als **Kursziel 17,50 €**. Das bisherige Kursziel von 18,00 € haben wir entsprechend leicht nach unten adjustiert.

Ecommerce Alliance AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	27,0%	ewige EBITA - Marge	20,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	10,0%	effektive Steuerquote im Endwert	25,0%
Working Capital zu Umsatz	25,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	
Umsatz (US)	38,50	46,00	50,60	55,66	61,23	67,35	74,08	81,49	
<i>US Veränderung</i>	44,2%	19,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	2,69	3,29	3,33	3,54	3,76	3,98	4,21	4,44	
EBITDA	0,19	1,15	2,53	2,78	3,06	3,37	3,70	4,07	
<i>EBITDA-Marge</i>	0,5%	2,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
EBITA	-0,31	0,65	2,03	2,24	2,50	2,79	3,10	3,45	
<i>EBITA-Marge</i>	-0,8%	1,4%	4,0%	4,0%	4,1%	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%
Steuern auf EBITA	-0,10	-0,70	-0,61	-0,67	-0,75	-0,84	-0,93	-1,03	
<i>zu EBITA</i>	-33,0%	108,2%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-0,41	-0,05	1,42	1,57	1,75	1,95	2,17	2,41	
Kapitalrendite	-3,2%	-0,4%	12,1%	12,4%	13,5%	14,8%	16,0%	17,4%	17,2%
Working Capital (WC)	-2,13	-2,30	-2,53	-2,78	-3,06	-3,37	-3,70	-4,07	
<i>WC zu Umsatz</i>	-5,5%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	
<i>Investitionen in WC</i>	0,49	0,18	0,23	0,25	0,28	0,31	0,34	0,37	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	14,29	14,00	15,19	15,71	16,28	16,91	17,60	18,36	
<i>AFA auf OAV</i>	-0,50	-0,50	-0,50	-0,54	-0,56	-0,58	-0,60	-0,63	
<i>AFA zu OAV</i>	3,5%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,46	-0,21	-1,69	-1,06	-1,13	-1,21	-1,29	-1,39	
Investiertes Kapital	12,17	11,70	12,66	12,93	13,22	13,54	13,90	14,29	
EBITDA	0,19	1,15	2,53	2,78	3,06	3,37	3,70	4,07	
Steuern auf EBITA	-0,10	-0,70	-0,61	-0,67	-0,75	-0,84	-0,93	-1,03	
Investitionen gesamt	0,03	-0,03	-1,46	-0,81	-0,85	-0,90	-0,96	-1,02	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,46	-0,21	-1,69	-1,06	-1,13	-1,21	-1,29	-1,39	
<i>Investitionen in WC</i>	0,49	0,18	0,23	0,25	0,28	0,31	0,34	0,37	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,12	0,41	0,46	1,30	1,46	1,63	1,82	2,02	30,66
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	22,73	24,38							
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	6,03	6,17							
<i>Barwert des Continuing Value</i>	16,69	18,21							
Nettoschulden (Net debt)	-6,59	-6,92							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	29,31	31,30							
Fremde Gewinnanteile	-3,78	-4,03							
Wert des Aktienkapitals	25,54	27,27							
Ausstehende Aktien in Mio.	1,558	1,558							
Fairer Wert der Aktie in EUR	16,39	17,50							

Kapitalkostenermittlung :

<i>risikolose Rendite</i>	2,0%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,29
Eigenkapitalkosten	9,1%
<i>Zielgewichtung</i>	100,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
<i>Zielgewichtung</i>	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	9,1%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	8,1%	8,6%	9,1%	9,6%	10,1%
13,2%	16,40	15,33	14,42	13,63	12,95
15,2%	18,30	17,04	15,96	15,03	14,23
17,2%	20,20	18,74	17,50	16,43	15,50
19,2%	22,09	20,44	19,04	17,83	16,78
21,2%	23,99	22,15	20,58	19,23	18,06

Fazit

Starkes Wachstum in 2011 - Fortsetzung des Trends erwartet - Positives EBITDA in 2012 angestrebt - Kursziel leicht auf 17,50 € gesenkt - Rating bleibt KAUFEN

Das abgelaufene GJ 2011 war für die Ecommerce Alliance AG (ECAG) von einem starken Wachstum geprägt. Im Zuge der organischen Expansion der Kernbeteiligungen Pauldirekt und Shirtinator konnte das Unternehmen die Umsatzerlöse um 37,4 % auf 26,70 Mio. € ausweiten. Dabei ist zu beachten, dass die Shirtinator in 2011 erstmalig ganzjährig konsolidiert wurde und daher einen anorganischen Wachstumsbeitrag in Höhe von rund 4,5 Mio. € beisteuerte. Das organische Wachstum lag entsprechend bei 14,3 %.

Dabei legte das Segment Ecommerce Brands, in welchem das E-Commerce-Geschäft mit Waren und Dienstleistungen betrieben wird, organisch um 51,0 % zu. Ein leichter Rückgang hingegen wurde im Segment Ecommerce Services erzielt, was jedoch darauf zurückzuführen ist, dass ein Großkunde der Getperformance die Umsätze nunmehr direkt mit dem Mediapartner erzielt und die ECAG nur noch die Provisionsleistungen erhält. Ein Ergebnismnachteil entsteht also aus dieser Veränderung nicht.

Das EBITDA fiel trotz der verbesserten Umsatzerlöse in Höhe des Vorjahresniveaus mit -1,95 Mio. € noch negativ aus. Hintergrund dieser Entwicklung sind neben der erstmalig ganzjährigen Konsolidierung der Shirtinator AG auch die verstärkten Wachstumsinvestitionen in Personal und Werbung. Diese sollten sich bereits im laufenden GJ 2012 bemerkbar machen und zu einer deutlichen Ergebnisverbesserung führen.

Im GJ 2012 erwarten wir, dass sich das Wachstum der ECAG nochmals leicht beschleunigt und gehen von einer Steigerung der Umsatzerlöse um 44,2 % auf 38,5 Mio. € aus. Wesentlicher Wachstumstreiber sollte hierbei weiterhin die Pauldirekt sein. An dem Unternehmen hat sich jüngst die GMPVC German Media Pool GmbH beteiligt, was Pauldirekt eine zehnmontatige TV-Werbekampagne auf dem Nachrichtensender N24 im Gegenwert eines niedrigen einstelligen Millionenbetrages sichert. Dies sollte die Nutzerzahlen von derzeit 1,3 Mio. bis zum Ende des Jahres merklich erhöhen.

Ergebnisseitig geht das Management davon aus, dass im laufenden GJ 2012 das Erreichen der Break-even-Schwelle auf EBITDA-Basis möglich ist. Angesichts eines erwartungsgemäß merklich verringerten negativen Ergebnisbeitrages von Pauldirekt, einer weiteren Ergebnissteigerung bei Shirtinator und ein nach wie vor positiver Ergebnisbeitrag des Segments Ecommerce Services, halten wir diese Zielsetzung für realistisch.

Wenngleich wir unsere Schätzungen für das GJ 2012 umsatz- und ergebnisseitig leicht gesenkt haben, behalten wir unsere grundsätzliche Einschätzung zur ECAG bei. Wir erwarten deutlich zweistellige Wachstumsraten für die kommenden zwei Jahre, bei gleichzeitigem Erreichen der Gewinnschwelle bereits in 2012. Zudem halten wir einen positiven Jahresüberschuss im GJ 2013 für möglich. Mittelfristig erwarten wir unverändert eine EBITDA-Marge in Höhe von 5 %.

Angesichts der leicht reduzierten Schätzungen für das GJ 2012 haben wir auch unser Kursziel adjustiert. Nach einem Kursziel von bislang 18,00 €, haben wir nun einen neuen fairen Wert von 17,50 € ermittelt. Damit errechnet sich für die Aktien der ECAG ein attraktives Aufwärtspotenzial in Höhe von über 70 %. Das Rating KAUFEN behalten wir vor diesem Hintergrund unverändert bei.

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:

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