



Researchstudie (Update)



**Gute Halbjahreszahlen 2019. Konkretisierung der 2020
Guidance führt zur Prognoseanpassung.**

**Deutliches Upside-Potenzial durch
herstellerfinanzierte PKW-Nachrüstungen.**

Kursziel: 3,13 € (bisher: 3,40 €)

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 9

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

Baumot Group AG ^{*5a,7,11}

Rating: Kaufen
Kursziel: 3,13 €
(bisher: 3,40 €)

aktueller Kurs: 1,71 €
13.12.2019 / ETR / 15:06
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A2G8Y89
WKN: A2G8Y8
Börsenkürzel: TINC
Aktienanzahl³: 22,18
Marketcap³: 37,93
EnterpriseValue³: 37,07
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 85,84%

Transparenzlevel:
Freiverkehr

Marktsegment:
Basic Board

Rechnungslegung:
HBG

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Lang & Schwarz Broker GmbH

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 10

Unternehmensprofil

Branche: Automotive

Fokus: Abgasnachbehandlung

Mitarbeiter: 56 stand: 30.06.2019

Gründung: 1995

Firmensitz: Königswinter

Vorstand: Marcus Hausser, Stefan Beinkampen



Die Baumot Group AG ist ein führender Anbieter im Bereich der Abgasnachbehandlung. Diese Produkte und Dienstleistungen setzt Baumot branchenübergreifend in den Geschäftsfeldern OEM (Erstausrüstung), Retrofit (Nachrüstung) und Aftermarket (Ersatzteile) ein. Zu den Branchen zählen insbesondere On-Road (z.B. Pkw, Lkw sowie Busse) und Off-Road (z.B. Baumaschinen, landwirtschaftliche Maschinen oder stationäre Anlagen).

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2018	31.12.2019e	31.12.2020e	31.12.2021e
Umsatz	6,19	17,12	30,33	48,53
EBITDA	-6,14	0,75	2,09	8,20
EBIT	-8,54	-0,25	1,09	7,00
Jahresüberschuss	-9,20	-0,55	0,99	5,18

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,50	-0,02	0,04	0,23
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	5,99	2,17	1,22	0,76
EV/EBITDA	-6,04	49,43	17,72	4,52
EV/EBIT	-4,34	-148,29	33,95	5,29
KGV	-4,12	-68,96	38,23	7,32
KBV	-15,82			

Finanztermine

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

30.08.2019: RS / 3,40 € / Kaufen

31.01.2017: RS / Rating ausgesetzt

11.02.2016: RS / 1,57 € / Kaufen

03.11.2015: RS / 1,57 € / Kaufen

29.09.2015: RS / 1,70 € / Kaufen

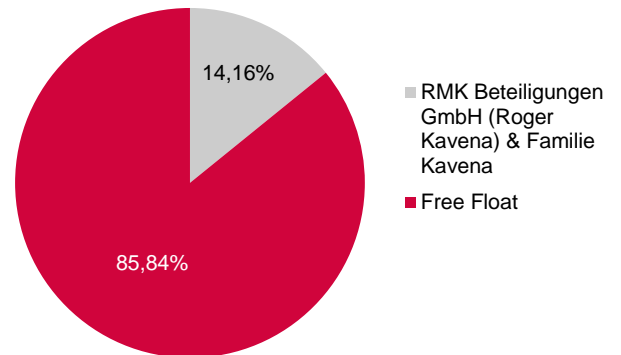
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

UNTERNEHMEN

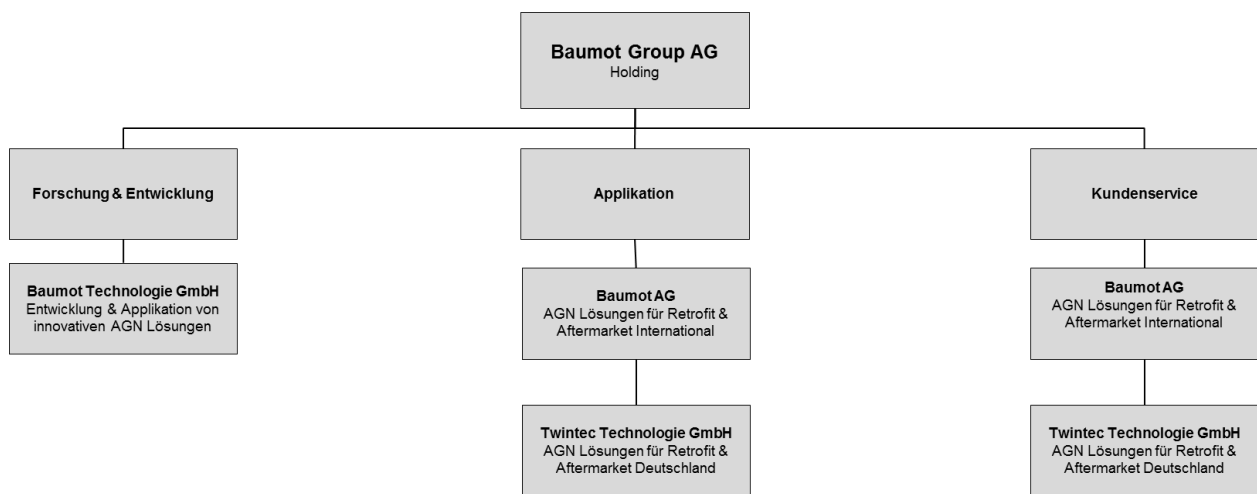
Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	31.12.2018
RMK Beteiligungen GmbH (Roger Kavena) & Familie Kavena	14,16%
Free Float	85,84%

Quelle: Baumot Group AG; GBC AG



Unternehmensstruktur zum 31.12.2018



Quelle: Baumot Group AG

Geschäftsbereiche 2019

Produkte & Dienstleistungen	Forschung & Entwicklung	Applikation	Kundenservice
Geschäftsfelder	OEM • Erstausrüstung	Retrofit • Nachrüstung	Aftermarket • Austauschteile
Branchen	OffRoad • Baumaschinen • Landmaschinen	OnRoad • Pkw • Nutzfahrzeuge z.B. Lkw • Busse, Transporter	Sonstige • Stationäre Anlagen z.B. Kraftwerke

Quelle: Baumot Group AG

Geschäftsentwicklung im 1. Halbjahr 2019

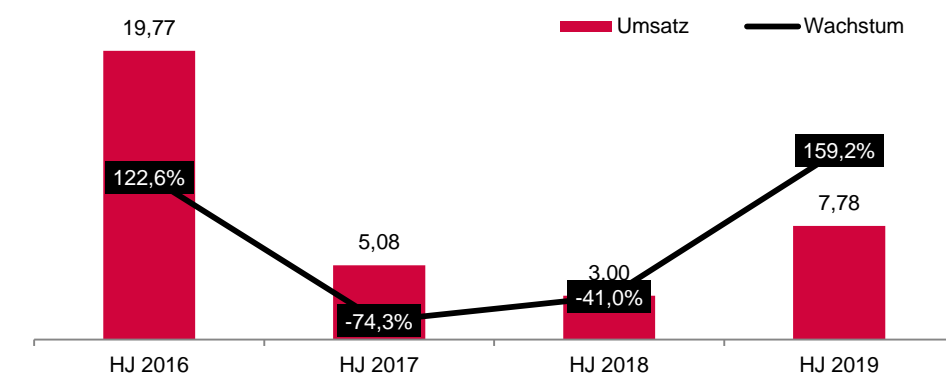
in Mio. €	1. HJ 2016	1. HJ 2017	1. HJ 2018	1. HJ 2019
Umsatzerlöse	19,77	5,08	3,00	7,78
EBITDA	-1,70	-2,67	-2,78	0,50
EBITDA-Marge	-8,6%	-52,5%	-92,5%	6,4%
EBIT	-4,34	-3,66	-3,56	0,02
EBIT-Marge	-22,0%	-72,0%	-118,8%	0,2%
Jahresüberschuss	-4,54	-3,50	-3,66	-0,22
EPS in €	-0,10	-0,13	-0,22	-0,01

Quelle: Baumot, GBC

Umsatzentwicklung

Im ersten Halbjahr 2019 kam es zu deutlichen Umsatzsteigerungen. So konnte der Umsatz zum ersten Halbjahr 2019 um 159,2% auf 7,78 Mio. € (VJ: 3,00 Mio. €) gesteigert werden. Maßgeblich hierfür waren vornehmlich ausländische Märkte, welche rund 90% des Umsatzes ausmachten. Mit der anlaufenden Nachrüstung in Deutschland sollte sich diese Verteilung jedoch wieder zunehmend nach Deutschland verschieben.

Umsatzentwicklung (in Mio. €) und Umsatzwachstum in (in %)



Quelle: Baumot, GBC

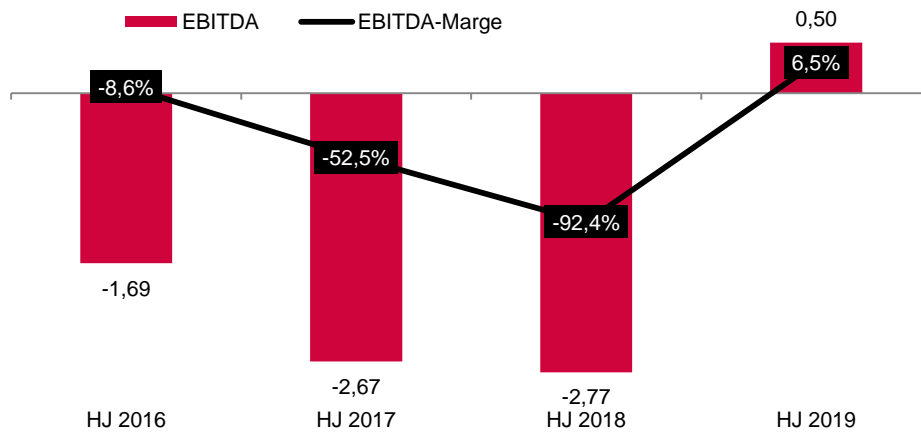
Die Baumot Group AG (Baumot) konnte sich sehr stark im italienischen Markt platzieren und geht hier auch in Zukunft von weiteren stabilen Umsätzen aus. Weiterhin konnte die Marktpräsenz im Nahen und Mittleren Osten, insbesondere in Israel, weiter ausgebaut werden. Dies erfolgt ohne eigene Infrastruktur über lokale Partner, um die geopolitischen Risiken für das Unternehmen gering zu halten. Geographisch steuerte Großbritannien über die Nachrüstung von Stadtbussen ebenfalls umfangreiche Umsatzerlöse bei. Zudem wurden weiterhin Landmaschinen in Osteuropa mit Abgasnachbehandlungssystemen beliefert.

Ergebnisentwicklung

Neben den deutlichen Umsatzsteigerungen konnte auch eine hohe Kostendisziplin demonstriert werden. Die Personalkosten als auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen verblieben auf Vorjahresniveau, während die Abschreibungen auf 0,48 Mio. € (0,79 Mio. €) sanken.

Zudem konnten signifikante Verbesserungen der Materialaufwandsquote erzielt werden. Der Materialaufwand stieg unterproportional zum Umsatz auf 3,13 Mio. € (VJ: 1,47 Mio. €) an, wodurch sich die Rohertragsmarge von 40,9% (1. HJ 2018) auf 58,4% (1. HJ 2019) verbesserte. Hintergrund dieser Entwicklung waren umfangreiche Prozessverbesserungen und Nachverhandlungen im Einkauf.

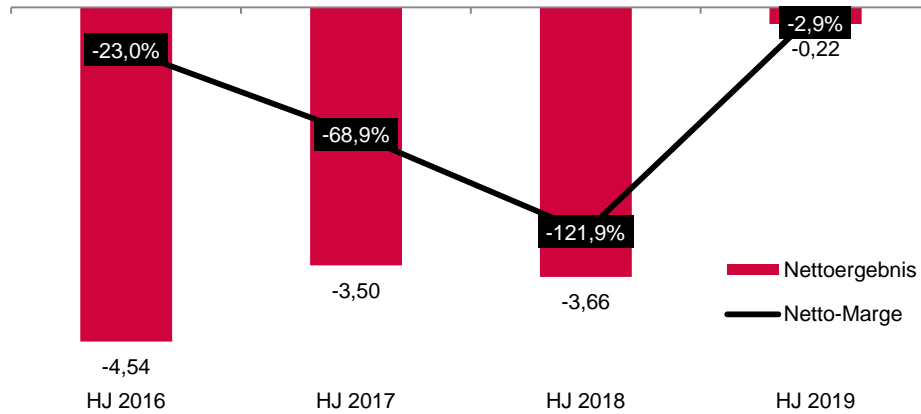
Entwicklung des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: Baumot, GBC

Dies führte zu einer starken Ergebnisverbesserung und das EBITDA fiel erstmals seit 4 Jahren positiv aus. So konnte ein EBITDA in Höhe von 0,50 Mio. € (VJ: -2,77 Mio. €) erzielt werden. Durch diese gute operative Entwicklung wurde nahezu ein positives Nettoergebnis von -0,22 Mio. € erzielt (VJ: -3,66 Mio. €). Es zeichnet sich ab, dass ein erfolgreicher Turnaround gelungen ist und weitere Verbesserungen im Zuge der anlaufenden PKW-Nachrüstung nochmals möglich sein sollten.

Entwicklung des Nettoergebnisses (in Mio. €) und der Netto-Marge (in %)



Quelle: Baumot, GBC

Prognosen

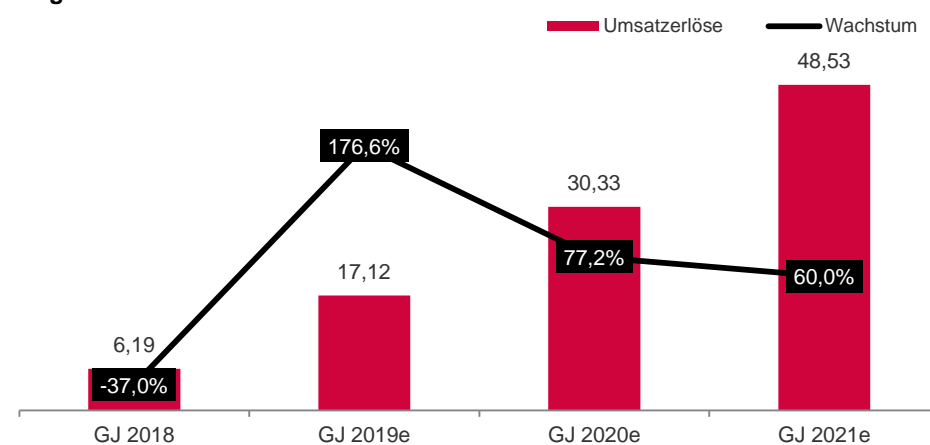
GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019e (bisher)	GJ 2019e (angepasst)	GJ 2020e (bisher)	GJ 2020e (angepasst)	GJ 2021e (bisher)	GJ 2021e (angepasst)
Umsatzerlöse	6,19	21,67	17,12	30,33	30,33	48,53	48,53
EBITDA	-6,14	0,75	0,75	3,29	2,09	8,26	8,20
EBITDA-Marge	-99,2%	3,4%	4,4%	10,8%	6,9%	17,0%	16,9%
EBIT	-8,54	-0,25	-0,25	2,29	1,09	7,06	7,00
EBIT-Marge	-138,0%	-1,2%	-1,5%	7,5%	3,6%	14,5%	14,4%
Jahresüberschuss	-9,20	-0,55	-0,55	2,29	0,99	5,29	5,18
EPS in €	-0,50	-0,02	-0,02	0,12	0,04	0,24	0,23

Quelle: GBC AG

Im Rahmen des Halbjahresberichts wurde die Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2019 bestätigt und eine Guidance für 2020 ausgegeben. Das Unternehmen rechnet für das laufende Geschäftsjahr 2019 mit Umsatzerlösen in der Größenordnung von 22 Mio. € und einem EBITDA von 1,1 Mio. €. In der 2019er Guidance sind noch nicht die Umsätze aus der PKW-Nachrüstung in Deutschland enthalten, da sich diese nahezu vollständig den Jahren 2020 bis 2022 niederschlagen werden. Im Halbjahresbericht wurde nun auch die Guidance für 2020 konkretisiert und das Unternehmen rechnet mit Umsatzerlösen zwischen 25 bis 40 Mio. € und einer EBITDA-Marge im mittleren einstelligen Prozentbereich.

Im Rahmen der konkretisierten Guidance für 2020 und der erzielten Halbjahresergebnisse in 2019 haben wir unsere Prognose angepasst.

Prognose der Umsatzerlöse und der Umsatzwachstumsrate



Quelle: GBC AG

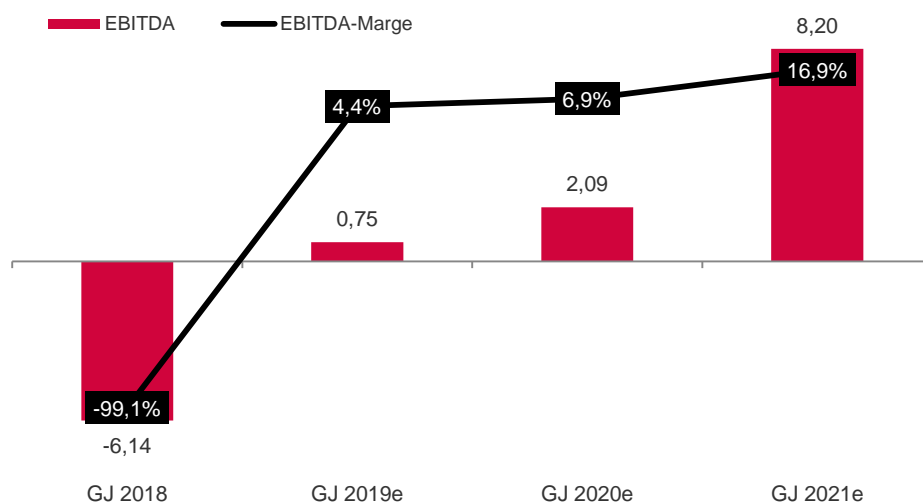
Sollte sich das zweite Halbjahr 2019 ähnlich wie das erste entwickeln, so sollten die Umsatzerlöse mit etwa 15,5 Mio. € deutlich unter der Guidance von 22 Mio. € liegen, jedoch das EBITDA mit 1 Mio. € etwa der 1,1 Mio. € Guidance entsprechen. Das Erreichen der ausgegebenen **Guidance für 2019** ist unseres Erachtens noch abhängig von der weiteren politischen Entwicklung in Großbritannien mit einem möglichen Brexit sowie der möglichen Regierungsbildung in Israel. Israel gilt aktuell als wichtiger Absatzmarkt, jedoch sind die bürokratischen Prozesse ohne bestehende Regierung in der Regel deutlicher langsamer. Hier sollte das Unternehmen indirekt von der Vergabe von Fördergeldern abhängig sein. Die Regierungsbildung ist hier zuletzt gescheitert. Wir gehen davon aus, dass die Erreichung der ausgegebenen Guidance für 2019 durchaus möglich ist, insbesondere auf der Ergebnisebene, jedoch könnten politische Unwegsamkeiten zu einer Umsatz- und Ergebnisverschiebung in das Jahr 2020 führen. Vor dem Hintergrund der politischen Abhängigkeitsfaktoren erwarten wir nun Umsatzerlöse in Höhe von 17,12 Mio. € (bisher: 21,67 Mio. €) und bestätigen unsere Ergebnisprognose mit einem EBITDA in Höhe von 0,75 Mio. €. Wir gehen davon aus, dass durch die deutlich verbesserte

Roh-Marge auch bei einem geringeren Umsatzniveau die ausgegebene Ergebnis-guidance erreicht werden kann.

Die konkretisierte **Guidance 2020** liegt mit der mittleren einstelligen EBITDA-Marge deutlich unter unserer ursprünglichen Prognose von einer EBITDA-Marge in Höhe von 10,8%. Ursprünglich hatten wir 30,33 Mio. € Umsatzerlöse und ein EBITDA in Höhe von 3,29 Mio. € (10,8% EBITDA-Marge) im Geschäftsjahr 2020 erwartet. Den Grund für die einstellige EBITDA-Marge sieht das Management in höheren Anlaufkosten im Zuge der PKW-Nachrüstung. Dieser Effekt sollte jedoch im Jahr 2021 überkompensiert werden und wir erwarten eine Steigerung der EBITDA-Marge auf 16,9% bzw. 8,20 Mio. € EBITDA im Jahr 2021.

Baumot hat die ABE (allgemeine Betriebserlaubnis) für die Nachrüstung mit Abgasnachbehandlungssystemen für bereits über 60 VW-Fahrzeuge und zahlreiche Daimler Modelle erhalten. Weitere Modelle und Hersteller sollen folgen. Zudem wurden deutschlandweit bereits zahlreiche Kooperationen mit Autohäusern und Werkstätten geschlossen, welche nun einen umfangreichen Roll-out ermöglichen sollten. Allein mit den VW-Genehmigungen rechnet das Unternehmen mit einem realisierbaren Umsatzpotenzial von etwa 170 Mio. € bis 2022. Hinzu kommen noch die weiteren Modelle des Daimler-Konzerns.

Prognose der Entwicklung des EBITDA und der EBITDA-Marge



Quelle: GBC AG

Durch unsere Prognose-Anpassung haben wir auf Basis unseres DCF-Modells ein Kursziel in Höhe von 3,13 € (bisher: 3,40 €) ermittelt und vergeben weiterhin das Rating Kaufen.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die Baumot Group AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019, 2020 und 2021 in Phase 1, erfolgt von 2022 bis 2026 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,5 %. Als Ziel EBIT-DA-Marge haben wir 17,0 % 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 Baumot Group 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.

Der risikolose Zinssatz wird fortan gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet.

Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 %.

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 1,37.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,54% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,54%.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,54% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2020 entspricht als Kursziel 3,13 € (bisher: 3,40 €).

DCF-Modell

Baumot Group AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	17,0%	ewige EBITA - Marge	16,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	10,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	14,3%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 14e	GJ 25e	GJ 26e	
Umsatz (US)	17,12	30,33	48,53	49,75	50,99	52,26	53,57	54,91	
US Veränderung	176,6%	77,2%	60,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	5,71	9,19	9,90	9,90	9,90	9,90	9,90	9,90	
EBITDA	0,75	2,09	8,20	8,46	8,67	8,89	9,11	9,33	
EBITDA-Marge	4,4%	6,9%	16,9%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	
EBITA	-0,25	1,09	7,00	7,97	8,17	8,37	8,58	8,79	
EBITA-Marge	-1,5%	3,6%	14,4%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,14 -57,1%	0,00 0,0%	-2,10 30,0%	-2,39 30,0%	-2,45 30,0%	-2,51 30,0%	-2,57 30,0%	-2,64 30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-0,39	1,09	4,90	5,58	5,72	5,86	6,01	6,16	
Kapitalrendite	39,9%	10919,8%	92,5%	56,3%	47,1%	47,1%	47,1%	47,1%	46,9%
Working Capital (WC)	-2,99	2,00	5,00	7,11	7,29	7,47	7,65	7,85	
WC zu Umsatz	-17,5%	6,6%	10,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	
Investitionen in WC	-0,80	-4,99	-3,00	-2,11	-0,18	-0,18	-0,19	-0,19	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	3,00	3,30	4,90	5,02	5,15	5,28	5,41	5,54	
AFA auf OAV	-1,00	-1,00	-1,20	-0,49	-0,50	-0,51	-0,53	-0,54	
AFA zu OAV	33,3%	30,3%	24,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Investitionen in OAV	-1,19	-1,30	-2,80	-0,61	-0,63	-0,64	-0,66	-0,68	
Investiertes Kapital	0,01	5,30	9,90	12,13	12,43	12,75	13,06	13,39	
EBITDA	0,75	2,09	8,20	8,46	8,67	8,89	9,11	9,33	
Steuern auf EBITA	-0,14	0,00	-2,10	-2,39	-2,45	-2,51	-2,57	-2,64	
Investitionen gesamt	-1,99	-6,29	-5,80	-2,72	-0,81	-0,83	-0,85	-0,87	
Investitionen in OAV	-1,19	-1,30	-2,80	-0,61	-0,63	-0,64	-0,66	-0,68	
Investitionen in WC	-0,80	-4,99	-3,00	-2,11	-0,18	-0,18	-0,19	-0,19	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-1,39	-4,20	0,30	3,35	5,41	5,55	5,69	5,83	91,87

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	65,11	74,87
Barwert expliziter FCFs	13,35	18,69
Barwert des Continuing Value	51,76	56,18
Nettoschulden (Net debt)	1,24	5,54
Wert des Eigenkapitals	63,87	69,33
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	63,87	69,33
Ausstehende Aktien in Mio.	22,18	22,18
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,88	3,13

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,37
Eigenkapitalkosten	8,5%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	1,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	24,9%
WACC	8,5%

Kapitalrendite	WACC				
	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%
36,9%	3,05	2,78	2,56	2,37	2,21
41,9%	3,40	3,10	2,84	2,63	2,44
46,9%	3,75	3,41	3,13	2,88	2,67
51,9%	4,11	3,73	3,41	3,14	2,90
56,9%	4,46	4,04	3,69	3,39	3,14

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§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 anderen 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-ag.de/de/Disclaimer>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 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 Wertes 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, Aktienrückkäufe, 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/de/Offenlegung>

§ 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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR 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: (5a,7,11)

§ 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 analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (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) a) 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 oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) 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 oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person 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.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.
- (11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)
- (12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@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), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellvertr. Chefanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 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