

MBH Corporation plc ^{*5a,11}

Rating: KAUFEN
Kursziel: 1,72 €
(1,55 GBP)

Aktueller Kurs: 0,42
 25.08.2020 / XETRA / 17:35
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: GB00BF1GH114
 WKN: A2JDGJ
 Börsenkürzel: M8H:GR
 Aktienanzahl³: 61,4
 Marktkap³: 25,79
 Enterprise Value³: 22,58
³ in Mio. €/in Mio.
 Streubesitz: 30%

Marktsegment:
 Freiverkehr

Rechnungslegung:
 IFRS

GJ-Ende: 31.12

Designated Sponsor:
 MWB Fairtrade

Analysten:

Cosmin Filker
 filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
 goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 7

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 24.08.20 (10:03 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 26.08.20 (09:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max 31.12.2021

Unternehmensprofil

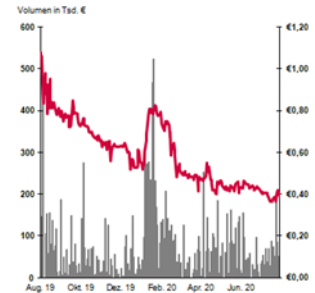
Branche: Holdinggesellschaft

Schwerpunkt: Bildung, Bauwesen, Freizeit, Gesundheit

Gründung: 2016

Firmensitz: London (Vereinigtes Königreich)

Vorstände: Callum Laing CEO, Victor Tan CFO



MBH Corporation PLC (MBH) ist eine Investment-Holding mit Tochtergesellschaften in den Bereichen Bauwesen, Bildung, Freizeit und Gesundheitsfürsorge. Die Gruppe bringt gut etablierte und rentable Kleinunternehmen mit einer Buy-and-Hold-Perspektive zusammen. Die meisten dieser Tochtergesellschaften wurden durch den Aktientausch der Unternehmenseigner gegen neue MBH-Aktien erworben. Vor dem Hintergrund des günstigen Zinsumfelds hat MBH vor kurzem auch mit kreditfinanzierten Akquisitionen begonnen. Ein Beispiel dafür ist der Erwerb von Robinsons Caravans im Jahr 2020, die mit einem nicht börsennotierten Darlehen mit einer Laufzeit von fünf Jahren und einer Schlusszahlung bei Fälligkeit in bar beglichen wurde. Die hervorragenden Finanzzahlen von MBH für 2019 belegen die Managementfähigkeiten und -methoden bei der Auswahl und Unterstützung der Entwicklung verschiedener Unternehmen. Jedes Segment wurde autonom unter einem verantwortlichen Vorstand mit einem strukturierten earn-out-schema geführt. Die Akquisitionspipeline bleibt stark, einschließlich strategischer und taktischer Geschäfte. Die Aktien der MBH sind seit November 2018 sowohl im Quotation Board der Frankfurter Wertpapierbörse ("FSE") als auch an der Düsseldorfer Börse (Prime Market) notiert. Das Management kündigte für das GJ2019 eine Dividende von 0,5 Cent pro Aktie an.

GuV in Mio. GBP/ GJ.-Ende	31.12.2019	31.12.2020e	31.12.2021e	31.12.2022e	31.12.2023e
Umsatz	50,78	55,90	112,44	163,30	213,97
EBITDA	5,23	5,05	12,46	18,62	24,40
EBIT	4,05	4,28	10,95	15,93	20,84
Jahresüberschuss	3,62	3,27	5,95	9,23	12,52

Kennzahlen in GBP

Gewinn je Aktie	0,11	0,05*	0,10*	0,15*	0,20*
Dividende je Aktie	0,00	0,01	0,03	0,03	0,04

* Berechnet auf Grundlage einer Aktienzahl in Höhe von 61,4 Mio. Stück

Schlüsselzahlen

EV/Umsatz	0,46	0,42	0,21	0,14	0,11
EV/EBITDA	4,50	4,66	1,89	1,26	0,96
EV/EBIT	5,81	5,50	2,15	1,48	1,13
KGV	5,98	6,62	3,64	2,35	1,73
KBV	0,50				

Finanztermine

30.09.2020: Halbjahresbericht 2020

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

29.06.2020: RS / 1,89 € / KAUFEN

03.03.2020: IC / 1,95 € / KAUFEN

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

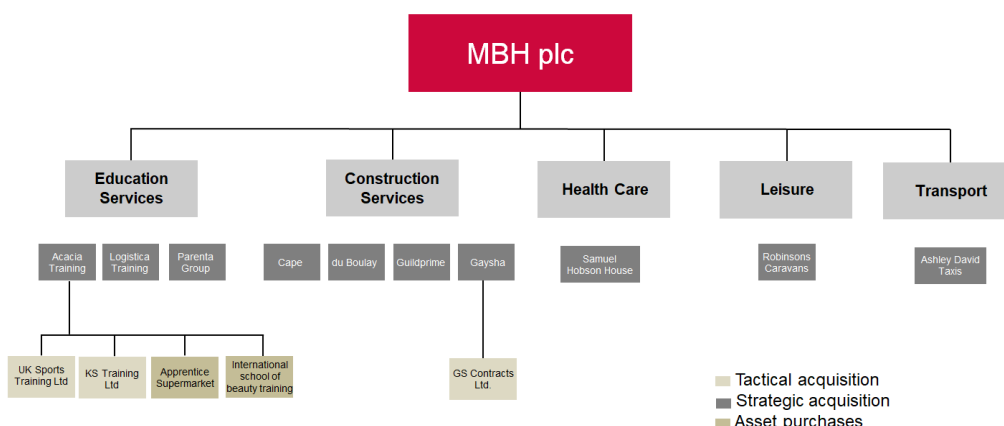
Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

Fünfte Akquisition in 2020 gemeldet, Finanzierung im Rahmen des Anleiheprogramms, Prognosen leicht erhöht, Rating KAUFEN bestätigt

Nachdem die MBH Corporation plc (MBH) im ersten Halbjahr 2020 ihr Beteiligungsportfolio um drei neue Unternehmen (Samuel Hobson House, Robinson Caravans, Logistica Training) erweitern konnte, kamen zuletzt zwei neue Akquisitionen hinzu. Ende Juli 2020 wurde mit dem Erwerb der **GS Contracts (Joinery) Limited** (GS Contracts) die insgesamt 14te Übernahme in der MBH-Historie gemeldet. Ähnlich wie die bereits im MBH-Portfolio enthaltene und in Neuseeland tätige Cape Ltd. ist GS Contracts auf dem Innenausbau von Einzelhandels- und Gastronomieeinrichtungen spezialisiert. Die Gesellschaft bietet dabei Dienstleistungen wie Design Management, Projektmanagement, Einrichtung sowie kundenspezifische Fertigungen an. Im vergangenen Geschäftsjahr (Geschäftsjahresende 31.12.2019) hat GS Contracts Umsatzerlöse in Höhe von 5,3 Mio. GBP erreicht und dürfte unseren Informationen nach ein positives EBIT erwirtschaftet haben.

Bereits im Vorfeld dieser Akquisition hat das MBH-Portfoliounternehmen Gaysha Ltd. mit GS Contracts zusammengearbeitet womit eine vertikale Integration schnell umgesetzt werden kann. Gaysha Ltd., ein Unternehmen, welches Ausbau- und Renovierungsdienstleistungen anbietet, könnte auf die Produktionsanlagen von GS Contracts zurückgreifen und somit die Abhängigkeit von Lieferanten reduzieren.

Als weitere Übernahme wurde am 17.08.2020 der Erwerb von **Ashley David Taxis (ADT)**, einem in Großbritannien ansässigen Taxiunternehmen gemeldet. Mit dieser Akquisition entsteht das neue MBH-Segment „Transport“. Die im Jahr 2002 gegründete ADT besitzt 150 Fahrzeuge und beschäftigt rund 600 Fahrer. Im Zeitraum Mai 2019 – April 2020, der damit teilweise auch die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie enthält, hat ADT Umsatzerlöse in Höhe von 3,9 Mio. GBP und ein EBITDA von 0,8 Mio. GBP erwirtschaftet. Besonders vom Interesse ist für die MBH der technologische Ansatz der ADT. Rund 70 % der Buchungen erfolgen über die selbstentwickelte App und die Flotte ist dabei vollständig Cloud-basiert. Weiteres Geschäftswachstum im stark fragmentierten Taxi-Markt in Großbritannien könnte durch die Bereiche Corporate Driving oder Food Delivery unterstützt werden.



Quelle: MBH plc; GBC AG

Die Kaufpreise für beide Akquisitionen in Höhe von 1,7 Mio. GBP (GS Contracts) bzw. 3,4 Mio. GBP (ADT) werden größtenteils durch die im Juli 2020 erstmals begebene börsennotierte Anleihe beglichen. Bislang hatte die Gesellschaft den Portfolioausbau vornehmlich im Rahmen von Sachkapitalerhöhungen umgesetzt. Aufgrund des derzeit niedrigen Kursniveaus der MBH-Aktie aber auch, um künftig den Verwässerungseffekt zu begrenzen, hat die Gesellschaft ein Anleiheprogramm in einem Volumen von bis zu

50 Mio. € aufgesetzt. Im Rahmen von Unternehmensakquisitionen können Anleihen an die verkaufende Partei ausgegeben werden, was zudem die Finanzierungsflexibilität deutlich erhöht. Die 5jährigen Anleihen sind mit einem halbjährlichen Zinskupon von 5,0 % p.a. ausgestattet. Darüber hinaus hat MBH eine in Euro notierte Anleihe mit einem Kupon von 2,0 % ausgegeben.

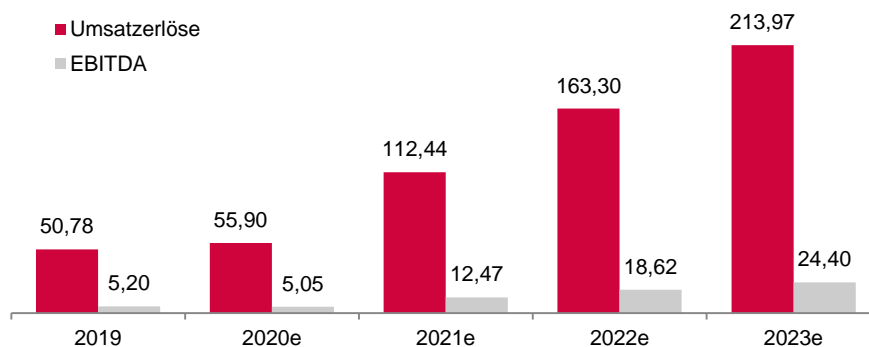
Prognosen und Bewertung

GuV (in Mio. GBP)	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatz	50,78	55,90	112,44	163,30	213,97
EBITDA	5,23	5,05	12,47	18,62	24,40
EBITDA-Marge	10,3%	9,0%	11,1%	11,4%	11,4%
Jahresüberschuss	3,62	3,27	5,95	9,23	12,52

Quelle: GBC AG

Mit dem Erwerb der beiden Gesellschaften erhöhen sich die Pro-Forma-Umsätze zum 31.12.2019 auf jährlich 85,4 Mio. GBP. Das MBH-Management hat mit der Meldung zur Listing-Aufnahme der Unternehmensanleihe nochmals die Planungen bekräftigt, auf Gesamtjahresebene rund 10 Akquisitionen vorzunehmen. Angesichts der bislang in 2020 erfolgten fünf Unternehmenserwerbe, erscheint dieses Ziel als realistisch. In unseren bisherigen Prognosen (siehe Studie vom 29.06.2020) hatten wir für das Gesamtjahr 2020 insgesamt fünf Erwerbe unterstellt, was mit dem Erwerb von Ashley David Taxis nun erreicht wurde. Demzufolge erhöhen wir die Anzahl der für 2020 prognostizierten Übernahmen auf insgesamt acht und gehen daher von weiteren drei Akquisitionen aus. Durchschnittlich hat in 2020 jede Akquisition zu einer Erhöhung des Pro-Forma-Umsatzes um 6,04 Mio. GBP geführt, begleitet von jeweils positiven Ergebnisbeiträgen. Konservativ gehen wir jedoch davon aus, dass die weiteren drei Unternehmenserwerbe zu einer Steigerung des Pro-Forma-Umsatzes von durchschnittlich 3,8 Mio. GBP p.a. führen dürften. Wir passen unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen folgendermaßen an:

Umsatz- und Ergebnisprognosen (in Mio. GBP)



Quelle: GBC AG

Für die kommenden Unternehmenserwerbe haben wir zudem vornehmlich eine Finanzierung im Rahmen des Anleiheprogramms unterstellt, was einen Anstieg des Fremdkapitals mit dazugehörigen höheren Finanzaufwendungen zur Folge hat. Auf der anderen Seite wird dies zu einem deutlich niedrigeren Verwässerungseffekt führen. In unserem DCF-Bewertungsmodell haben wir zudem eine leichte Veränderung bei den Fremdkapitalkosten vorgenommen, was den WACC leicht gemindert hat. Da die Anzahl der ausstehenden Aktien deutlich auf 61,4 Mio. angestiegen ist (bisher: 49,2 Mio.) unterliegt das Ergebnis des DCF-Modells einem Verwässerungseffekt. Zwar erhöht sich der von uns errechnete faire Unternehmenswert auf 95,11 Mio. GBP (bisher: 83,65 Mio. GBP), der faire Wert je Aktie liegt aufgrund der höheren Aktienzahl bei 1,55 GBP (bisher: 1,70 GBP).

Bewertung

Modell-Annahmen

Die MPH Corporation plc wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2020 bis 2022 in Phase 1, erfolgt von 2023 bis 2027 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 7,5 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 12,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 20,0 % 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 %. Die Zahlen wurden in GBP (EUR/GBP 0,90€) berechnet.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der MPH Corporation plc 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 gemäß den Empfehlungen des Ausschusses 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 % (bisher: 1,00 %). Dieser Wert stellt die aktuell von uns verwendete Untergrenze dar.**

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 1,86 (bisher: 1,86).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,21 % (bisher: 11,21 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 75 % (bisher: 75 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,35 % (bisher: 9,63 %). In der WACC-Reduktion ist eine Minderung der FK-Kosten auf den Wert der ausgegebenen Unternehmensanleihe in Höhe von 5,0 % (bisher: 6,5 %).

Bewertungsergebnis

Angesichts der WACC-Reduktion, der leicht erhöhten Prognosen für die kommenden Geschäftsjahre sowie des so genannten Roll-Over-Effektes erhöht sich der faire Unternehmenswert der MBH Corporation plc auf 95,11 Mio. GBP (bisher: 83,65 Mio. GBP). Auf Basis der höheren ausstehenden Aktienzahl in Höhe von 61,4 Mio. (bisher: 49,2 Mio.) reduziert sich jedoch der faire Wert je Aktie auf 1,55 GBP (bisher: 1,70 GBP) bzw. auf 1,72 € (bisher: 1,86 €).

DCF-Modell

MBH Corporation plc - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	7,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	12,0%	ewige EBITA - Marge	12,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	2,4%	effektive Steuerquote im Endwert	20,0%
Working Capital zu Umsatz	7,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate				consistency				final Endwert
	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 14e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	
in Mio. GBP									
msatz (US)	55,90	112,44	163,30	213,97	230,02	247,27	265,82	285,76	
US Veränderung	10,1%	101,1%	45,2%	31,0%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,82	1,58	1,48	1,44	1,44	1,44	1,44	1,44	
EBITDA	5,05	12,46	18,62	24,40	27,60	29,67	31,90	34,29	
EBITDA-Marge	9,0%	11,1%	11,4%	11,4%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	
EBITA	4,28	10,95	15,93	20,84	24,04	25,84	27,78	29,86	
EBITA-Marge	7,7%	9,7%	9,8%	9,7%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	12,0%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,68	-2,91	-4,44	-5,94	-4,81	-5,17	-5,56	-5,97	
EBI (NOPLAT)	3,60	8,04	11,49	14,90	19,23	20,67	22,23	23,89	20,0%
Kapitalrendite	35,6%	23,2%	14,6%	12,3%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	12,8%
Working Capital (WC)	3,91	7,87	11,43	14,98	16,10	17,31	18,61	20,00	
WC zu Umsatz	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	
Investitionen in WC	1,84	-3,96	-3,56	-3,55	-1,12	-1,21	-1,30	-1,40	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	30,76	70,97	109,99	148,14	159,25	171,20	184,04	197,84	
AFA auf OAV	-0,77	-1,51	-2,69	-3,56	-3,56	-3,83	-4,12	-4,43	
AFA zu OAV	2,5%	2,1%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	
Investitionen in OAV	-27,17	-41,71	-41,71	-41,71	-14,67	-15,77	-16,96	-18,23	
Investiertes Kapital	34,67	78,84	121,42	163,12	175,35	188,51	202,64	217,84	
EBITDA	5,05	12,46	18,62	24,40	27,60	29,67	31,90	34,29	
Steuern auf EBITA	-0,68	-2,91	-4,44	-5,94	-4,81	-5,17	-5,56	-5,97	
Investitionen gesamt	-25,33	-45,67	-45,27	-45,26	-15,80	-16,98	-18,25	-19,62	
Investitionen in OAV	-27,17	-41,71	-41,71	-41,71	-14,67	-15,77	-16,96	-18,23	
Investitionen in WC	1,84	-3,96	-3,56	-3,55	-1,12	-1,21	-1,30	-1,40	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-20,96	-36,12	-31,10	-26,80	7,00	7,52	8,09	8,69	321,49

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	158,08
Barwert expliziter FCFs	-29,98
Barwert des Continuing Value	188,06
Nettoschulden (Net debt)	62,97
Wert des Eigenkapitals	95,11
Fremde Gewinnanteile	0,00
Wert des Aktienkapitals	95,11
Ausstehende Aktien in Mio.	61,40
Fairer Wert der Aktie in GBP	1,55
Fairer Wert der Aktie in EUR	1,72

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,86
Eigenkapitalkosten	11,2%
Zielgewichtung	75,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung	25,0%
Taxshield	25,0%

WACC **9,3%**

Kapitalrendite	WACC				
	8,7%	9,0%	9,3%	9,6%	9,9%
12,3%	1,77	1,58	1,41	1,25	1,10
12,6%	1,85	1,66	1,48	1,31	1,16
12,8%	1,93	1,73	1,55	1,38	1,23
13,1%	2,01	1,81	1,62	1,45	1,29
13,3%	2,09	1,88	1,69	1,51	1,35

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: (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 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, Karin Jägg, Email: jaegg@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:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

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