

EPTI AB*5a,6a,11

Rating: KAUFEN
Kursziel: 0,85 EUR / 9,16 SEK
bisher 1,13 EUR / 11,61 SEK

aktueller Kurs: 2,26 SEK
05.09.22 10:57 First North S.
(0,23 € 02.09.22 17:35 Xetra)

Währung: **SEK**
1 SEK = 0,0931758 EUR
5. Sept. 2022, 12:33 UTC

Stammdaten:

ISIN: SE0013774668
WKN: A2P4CT
Börsenkürzel: G7H
Aktienanzahl³: 104,01
Marketcap³: 235,07
EnterpriseValue³: 231,72
³ in Mio. / in Mio. SEK

Freefloat: 37,8%

Marktsegment:
Nasdaq First North (Stockholm)
Freiverkehr (Frankfurt)

Rechnungslegung:
K3 (Schwedische Rechnungslegung)

Designated Sponsor:
mwb fairtrade Wertpapierhandelsbank AG

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie:
09.09.2022 (12:30 Uhr)
Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie:
12.09.2022 (10:00 Uhr)
Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2023

* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 9

Unternehmensprofil

Branche: IT & Software

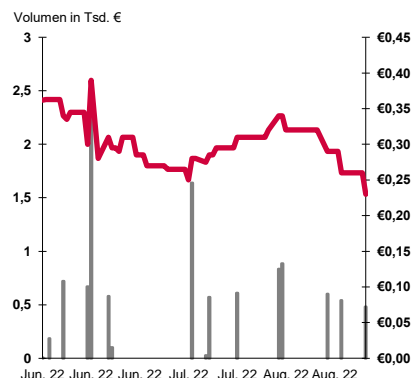
Fokus: Softwareentwicklung und Investitionen in Start-ups und Wachstumsunternehmen im digitalen Sektor

Mitarbeiter mit allen Beteiligungen zum 30.06.2022: 450

Gründung: 2017

Firmensitz: Stockholm, Schweden

Vorstand: Arli Mujkic, Måns Pontén Söderlind, Adam Bäckström



EPTI AB, gegründet 2017 in Stockholm, ist eine Beteiligungs- und Servicegesellschaft in den stark wachsenden Bereichen Gaming, FinTech, Marketplaces, SaaS sowie Digitalisierung/IT-Services. Gemäß dem Leitsatz "We empower innovation - A company builder for founders, by founders" investiert EPTI schwerpunktmäßig in Mehrheitsbeteiligungen mit einem aktiven hands-on Ansatz bzw. gründet und finanziert zusammen mit erfolgreichen Entrepreneuren Joint Ventures in den stark wachsenden Bereichen der Digitalisierung von Unternehmensprozessen und Endverbraucheranwendungen. Die besondere Stärke der EPTI-Gruppe besteht darin, Wachstumsunternehmen state-of-the-art Technologien, IT/SW-Personalressourcen sowie Managementexecution und Marketingservices zur Seite zu stellen, um innovative Unternehmen und zukünftige Gamechanger / Marktführer zu entwickeln. Derzeit umfasst das Beteiligungsportfolio mehr als 25 Gesellschaften in sieben europäischen Ländern.

GuV in Mio. SEK \ GJ.-Ende	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Umsatz	8,97	17,95	86,17
EBITDA	0,70	14,39	-9,61
EBIT	0,60	14,14	-72,16
Jahresüberschuss	-1,17	13,01	-75,54

Kennzahlen

NAV	230,00	688,12	836,18
Mitarbeiter	50	80	225

Kennzahlen

EV/Umsatz	25,84	12,91	2,69
EV/EBITDA	332,86	16,10	-24,10
EV/EBIT	389,13	16,38	-3,21
KGV	-201,68	18,07	-3,11
KBV			1,10

Finanztermine

17.11.2022: Q3-Bericht
05.09.2022: Equity Forum Frankfurt
19.10.2022: Prior Kapitalmarktконференz
15.11.2022: MKK Konferenz
28.11.2022: Eigenkapitalforum
23.02.2023: Geschäftsbericht 2022

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
27.04.2022: RS / 1.13 / Kaufen

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden0

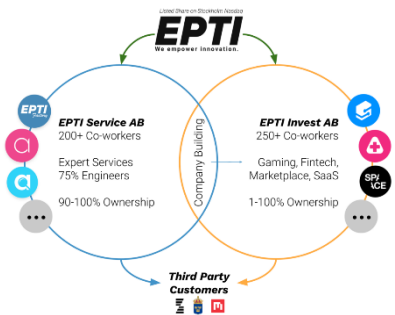
Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

Anpassung des NAV aufgrund der Marktgegebenheiten; Weiterhin ein sehr hohes Upside-Potenzial; Sehr erfolgsversprechende Beteiligung Apotekamo führt eine Finanzierungsrunde durch und steigert die Bewertung deutlich; Kursziel 9,16 SEK / 0,85 €; Rating: Kaufen

in Mio. SEK	1. HJ 2021	1. HJ 2022
NAV	526,12	698,81
Mitarbeiter	153	198
Gesamtleistung	26,12	117,19
Umsatzerlöse	17,21	101,46
EBITDA	-0,66	-11,46
EBITDA-Marge	-3,9%	-11,3%
EBIT	-3,53	-54,24
EBIT-Marge	-20,5%	-53,5%
Periodenüberschuss	-4,65	-62,87
EPS in SEK	-8,20	-0,61

Quelle: EPTI AB, GBC AG

Das Management der EPTI hat die Geschäftsfelder neu strukturiert, um mehr Klarheit zu schaffen. So gibt es jetzt nur noch die zwei Geschäftsbereiche EPTI Services AB und EPTI Invest AB. Die EPTI Services AB umfasst die Beteiligungen des Konzerns, welche die übrigen Portfoliobeteiligungen von EPTI operativ unterstützen. Die EPTI Services bestehen aus der Muttergesellschaft EPTI, aus Axakon, Adhype und EPTI Factory. EPTI Services nimmt auch Entwicklungsaufträge von externen Kunden an, um Cashflow für weitere Investitionen zu generieren. EPTI Service AB verzeichnete auf 12-Monats-Basis einen Umsatz von ca. 17,5 Mio. EUR und ein EBITDA von ca. 2,3 Mio. EUR mit einem Wachstum von ca. 76 % sowohl beim Umsatz als auch beim EBITDA. Dieses Geschäftssegment ist Cashflow-positiv und generiert wiederkehrende Umsätze auf der Grundlage eines starken Kundenstamms wie dem schwedischen Verteidigungsministerium, Klarna, Spotify und weitere. EPTI Services verfügt über mehr als 150 Mitarbeiter, wovon rund 100 reine Entwickler sind. Die EPTI Invest AB ist der Geschäftsbereich in dem EPTI als aktiver Eigentümer in innovative und schnell wachsende Unternehmen in den Bereichen Saas, FinTech, Marketplace und Gaming investiert.



Hierdurch sollte sich der Investment Case nochmals vereinfachen. Es gibt die Beteiligungsunternehmen und die operativen und hochprofitablen EPTI Services. Wir könnten uns vorstellen, dass langfristig auf IFRS umgestellt wird. Dies würde bedeuten, dass Beteiligungen, die veräußert werden sollen, nicht unbedingt konsolidiert werden müssen. Damit würden unprofitable Wachstumsunternehmen nicht das Konzernergebnis belasten.

Net Asset Value (NAV) und Beteiligungsentwicklung im 1. HJ 2022

Zum ersten Halbjahr 2022 reduzierte sich der NAV der 21 Beteiligungen um 16,4% auf 698,81 Mio. SEK (31.12.2021: 836,18 Mio. SEK). Es wurden Investitionen in Höhe von 37,47 Mio. SEK (VJ: 0) getätigt, vornehmlich in Immomer, Adhype und Moblrn. Zudem kam es zu keinen Veräußerungen. Das Portfolio wurde aufgrund der aktuellen Marktentwicklungen vorsorglich um 139,87 Mio. SEK abgewertet, wobei 6 der 21 Beteiligungen von der Wertkorrektur betroffen sind. Die vorsorgliche Abwertung spiegelt den konservativen Wertansatz des Managements wider. Dennoch erwartet das Management weiterhin positive operative Entwicklungen und ein substanzielles Wachstum.

Im ersten Halbjahr 2022 hat EPTI die Beteiligung an **Moblrn** um 42% auf 57% ausgebaut. In der Unternehmensmeldung vom Januar 2022 wurde die Moblrn um 34,73% aufgestockt für einen Kaufpreis von 2,6 Mio. SEK und einem zusätzlichen Kaufpreis von 0,8 Mio. SEK. Weiterhin wurde die Mehrheit an der **Linky Tech AB** erworben. Anschließend schloss Linky Tech AB eine umgekehrte Akquisition mit dem Parktechnologieunternehmens

ApParkingSpot Nordic AB ab. Nach Abschluss der Transaktion soll das Unternehmen in Linky AB umbenannt werden. Darüber hinaus wurden über die EPTI Service AB sämtliche Anteile an der **Adhype AB** erworben. Der Kaufpreis belief sich auf rund 22 Mio. SEK und wurde mit einer Kombination aus Barmitteln und neu ausgegebenen Aktien von EPTI beglichen. Zunächst werden ca. 7 Mio. SEK in bar und ca. 9,5 Mio. SEK in Form von 1.204.055 neu ausgegebenen EPTI-Aktien zu einem Preis von 7,89 SEK pro Aktie gezahlt. Zudem gibt es Earn-Outs in Höhe von 5,5 Mio. SEK, bestehend aus 4 Mio. SEK in bar und 190.114 neu ausgegebenen Aktien der Muttergesellschaft EPTI zu 7,89 SEK pro Aktie, was einem Wert von 1,5 Mio. SEK entspricht. Zuletzt wurden im Mai rund 45% der Anteile an der **Mäklarappen Sverige AB (Immomer)** zu einem Kaufpreis von 12,38 Mio. SEK in Form von neuen Aktien zu einem Preis von 7,89 SEK erworben. Mit Immomer könnte das schwedische Makler-Modell in Deutschland eingeführt werden. Das bedeutet, dass deutlich geringe Provisionen anfallen würden.

Besonders wichtige operative Entwicklungen innerhalb der Beteiligungen waren unter anderem der **Apotekamos**-Erwerb einer Apotheken-Volllizenz für den bosnischen Markt, durch die Übernahme einer lokalen Apotheke. Zudem verlängerte **Actea** mit dem schwedischen Amt für Rüstung und Wehrtechnik einen Auftrag im Wert von 9 Millionen SEK für den Zeitraum 2022-2023. Wie bereits bekannt war, hat das Beteiligungsunternehmen **Par-kamo** Insolvenz angemeldet. In unserem vorangegangenen Research-Bericht wurde es bereits zu einem NAV von 0 aufgeführt.

Geschäftsentwicklung im 1. Halbjahr 2022

Im ersten Halbjahr 2022 stieg der Konzernumsatz um 489,6% auf 101,46 Mio. SEK (VJ: 17,21 Mio. SEK) an. Mit den aktivierten Eigenleistungen und den geringen sonstigen betrieblichen Erträgen erhöhte sich die Gesamtleistung um 348,7% auf 117,19 Mio. SEK (VJ: 26,12 Mio. SEK).

Das EBITDA reduzierte sich jedoch auf -11,46 Mio. SEK (VJ: -0,66 Mio. SEK) aufgrund der Talnox Group AB-Übernahme. Diese Beteiligung trägt einen hohen Umsatzanteil bei, hat aber vergleichsweise geringere Margen. In Summe erhöhten sich die Betriebskosten auf 128,65 Mio. SEK (VJ: 26,78 Mio. SEK). Durch die Abschreibungen und Wertberichtigungen aus der Reverse-Akquisition reduzierte sich das EBIT auf -54,24 Mio. SEK (VJ: -3,53 Mio. SEK). Auch wurden Abschreibungen auf Beteiligungen in Höhe -6,20 Mio. SEK (VJ: 0) getätigt. Hierdurch belief sich das Netto-Ergebnis schlussendlich auf -62,87 Mio. SEK (VJ: -3,55 Mio. SEK) und lag damit deutlich unter dem Vorjahreswert.

Das zweite Quartal, isoliert betrachtet, zeigt mit einem positiven EBITDA ein bereits wieder deutlich positiver Bild. So stieg im zweiten Quartal die Gesamtleistung auf 349,8% auf 54,60 Mio. SEK (VJ: 12,14 Mio. SEK) und das EBITDA erhöhte sich auf 0,55 Mio. SEK (VJ: -2,77 Mio. SEK). Die Ergebnisverbesserung geht einerseits zurück auf die nicht mehr notwendige Konsolidierung der Beteiligungen Bruger, Workamo, Apotekamo und D1. Diese Beteiligungen sind stark am wachsen, benötigen aber auch hohe Marketing-Budgets. Andererseits konnte die EPTI Services deutliche Ergebnisverbesserungen erzielen.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.12.2021

in Mio. SEK	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Eigenkapital	30,11	179,83	235,21	186,78
EK-Quote (in%)	59,9%	77,7%	67,1%	55,2%
Operatives Anlagevermögen	29,21	49,36	71,94	55,57
Working Capital	2,48	4,62	22,64	34,26
Net debt	-5,46	-11,07	-19,15	31,06
Cashflow - operativ	10,84	6,06	24,49	-21,53
Cashflow - Investition	-19,92	-26,05	-71,45	-39,98
Cashflow - Finanzierung	17,41	17,82	89,31	24,84

Quelle: EPTI AB; GBC AG

Zum 30.06.2022 belief sich das Eigenkapital auf 186,78 Mio. SEK (31.12.2021: 235,21 Mio. SEK), was einer Eigenkapitalquote von 55,2% (31.12.2021: 67,1%) entspricht. Der Rückgang des Eigenkapitals ist vornehmlich auf das negative Netto-Ergebnis und die Abschreibungen zurückzuführen.

Der operative Cashflow ist noch belastet von den Wachstumsunternehmen Bruger, Workamo, Apotekamo and D1. Wir gehen davon aus, dass der operative Cashflow deutlich positiv ausfällt mit der Entkonsolidierung der genannten Unternehmen.

Warrants	Anzahl in Mio.	Verfallsdatum	Ausübungspreis
Mitarbeiter und Berater	0,38	30.06.2023	18,00 SEK
Verwaltungsrat	0,20	30.06.2023	18,00 SEK

Quelle: EPTI AB; GBC AG

EPTI hat für Mitarbeiter und Berater 0,38 Mio. Warrants ausstehend und für den Verwaltungsrat 0,20 Mio. Stück. Die Warrants haben den 30.06.2023 als Verfallsdatum und einen Ausübungspreis von 18 SEK.

Wir haben die Warrants gemäß Black Scholes bewertet. Wir unterstellen einen aktuellen Kurs von 2,30 SEK, eine risikolose Rendite von 1,25% und eine erwartete Volatilität von 100%. Der Wert der Warrants liegt unseres Erachtens bei 0,012 Mio. SEK bzw. 0,011 Mio. €.

ENTWICKLUNG & BEWERTUNG

Das Unternehmen steht weiterhin sehr gut da und hat vorsorglich Bewertungsanpassungen vorgenommen. So wurde auch der „Estimated Value“-Ansatz eingeführt, um deutliche Überbewertungen zu vermeiden. Gegenläufig hierzu wurde der EBITDA-Multiple-Ansatz von 12x auf 12,5x erhöht. Wir gehen dennoch davon aus, dass die 12,5x-Bewertung deutlich unter dem marktüblichen Bewertungsansatz liegt.

Zum 30.06.2022 wurde ein NAV in Höhe von 698,81 Mio. SEK veröffentlicht. Die Bewertung der Segmente wurde bis auf die Services und die Investable Assets offengelegt. Wir schätzen, dass sich der Wert der Investable Assets zum 30.06.2022 auf 30 Mio. SEK und das Services-Segment auf 351,61 Mio. SEK beläuft. Nach Abschluss der Periode wurde noch eine Finanzierung von Apotekamo realisiert, was zu einem NAV von rund 726 Mio. SEK führt.

in Mio. SEK	NAV 31.12.2021	NAV 30.06.2022	NAV post 30.06.2022
Gaming	91,02	84,87	
FinTech	51,95	24,73	
Marketplace	78,37	73,76	
SaaS	190,86	133,84	
Services	365,66	*351,61	
Investable assets	58,33	*30,00	
Total	836,18	698,81	726

Quelle: EPTI, *GBC

EPTI Services

Für EPTI Services (vormals EPTI Core) hatten wir im initialen Research im Rahmen einer Peer-Group-Analyse einen EBITDA-Bewertungsfaktor von 20x ermittelt. Das Unternehmen hatte ursprünglich die EPTI Services im eigenen Portfolio mit 12x bewertet. Zum 30.06.2022 hat EPTI die Bewertung auf 12,5x erhöht. EPTI Services ist nicht explizit ausgewiesen, sollte aber unseres Erachtens bei 351,61 Mio. SEK liegen. Entsprechend sollte sich das EBITDA auf 28,13 Mio. SEK belaufen. Bei einem Bewertungsfaktor von 20x auf das EBITDA haben wir gemäß GBC-Bewertungsansatz einen Wert in Höhe von 562,58 Mio. SEK ermittelt. Damit liegen unseres Erachtens stille Reserven in Höhe von 210,97 Mio. SEK für die EPTI Services vor.

	EBITDA Multiple	NAV
EPTI Services aktuelle Bewertung	12,5x	351,61 Mio. SEK
GBC-Bewertungsansatz	20x	562,58 Mio. SEK
<i>Stille Reserven</i>		<i>210,97 Mio. SEK</i>

Apotekamo Transaktion

Darüber hinaus führte Apotekamo nach dem Berichtszeitraum eine Kapitalerhöhung mit einer Post-Money-Bewertung von rund 174 Mio. SEK (16,21 Mio. €) durch. EPTI ist weiterhin mit rund 42% an Apotekamo beteiligt, was einem NAV von 73 Mio. SEK entspricht. Die Kapitalerhöhung belief sich auf 26,5 Mio. SEK, wovon 5 Mio. SEK von EPTI kamen. Weiterhin beteiligten sich das Investorennetzwerk Angelgate und der ehemalige bosnische Fußballprofi und heutige Sportdirektor des FC Bayern München Hasan Salihamidžić. In Summe konnte so der NAV von Apotekamo im EPTI-Portfolio von rund 46 Mio. SEK um 27 Mio. SEK auf 73 Mio. SEK (6,80 Mio. €) gesteigert werden.

Somit wurde unsere Ersteinschätzung im Research Report vom 28.04.2022 bestätigt. Wir hatten zum damaligen Zeitpunkt im Rahmen einer Peer-Group-Analyse einen gewichteten Wert aus Umsatz- und EBITDA-Multiple in Höhe von 49,20 Mio. € ermittelt und aufgrund des jungen Unternehmensalters einen Sicherheitsabschlag von 70% vorgenommen.

Damit lag unsere NAV-Bewertung von Apotekamo bei 14,76 Mio. € bzw. 152,19 Mio. SEK. Aufgrund der erfolgreichen Finanzierungsrunde und des gesteigerten Netzwerkeffekts durch die neuen Investoren sowie den Expansionsplänen reduzieren wir den Sicherheitsabschlag auf 60%. Damit bewerten wir Apotekamo aktuell mit 19,68 Mio. € bzw. 211,21 Mio. SEK. Ein Anteil von 42% entspricht damit 8,27 Mio. € bzw. 88,71 Mio. SEK. Zur letzten Finanzierungsrunde lag der Wert bei 16,21 Mio. € (174 Mio. SEK), was stillen Reserven von 3,47 Mio. € entspricht. Bei einer Beteiligungshöhe von 42% liegen die stillen Reserven damit bei 1,46 Mio. € bzw. etwa 15,71 Mio. SEK.

	NAV
GBC Bewertung aus dem Mittelwert des Umsatz- und EBITDA-Multiples 2025e	49,20 Mio. €
Bewertung nach 60% Sicherheitsabschlag	19,68 Mio. €
K3 NAV Bewertung 30.06.2022	16,21 Mio. €
Stille Reserven	3,47 Mio. €
42 % Beteiligungshöhe	1,46 Mio. €

Ausblick M&A

Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen auch in der zweiten Jahreshälfte aktiv Transaktionen durchführen wird. Wir könnten uns vorstellen, dass es zu Erweiterungen im Bereich Service kommt, um den operativen Cashflow zu steigern und möglicherweise auch ein bis drei Exits durchgeführt werden.

Warrants

Wir haben die Warrants gemäß Black Scholes zu einem aktuellen Kurs von 2,30 SEK bewertet, einer risikolosen Rendite von 1,25% und einer erwarteten Volatilität von 100%. Der Wert der Warrants liegt unseres Erachtens bei 0,012 Mio. SEK bzw. 0,011 Mio. €. Unter der hypothetischen Annahme, dass das Unternehmen die Warrants zu einem fairen Marktpreis zurückerwirbt, liegt ein Bewertungsabschlag in Höhe der Warrants-Bewertung vor.

Warrants	Anzahl in Mio.	Verfallsdatum	Ausübungspreis
Mitarbeiter und Berater	0,38	30.06.2023	18,00 SEK
Verwaltungsrat	0,20	30.06.2023	18,00 SEK

Quelle: EPTI AB; GBC AG

Gesamtbewertung

Gemäß unserer Neubewertung von EPTI Services und Apotekamo sowie der Warrants haben wir eine positive Bewertungsdiskrepanz (stille Reserven) in Höhe von 226,67 Mio. SEK ermittelt. Durch die Bewertungsdiskrepanz zusätzlich zum NAV in Höhe von 726 Mio. SEK, der nach dem 30.06.2022 ermittelt wurde, ergibt sich in Summe ein **NAV gemäß GBC-Ansatz in Höhe von 952,67 Mio. SEK.**

Bewertung in Mio. SEK	K3 Bewertung	GBC Bewertung	Stille Reserven
EPTI Services	351,61	562,58	210,97
Apotekamo	73	88,71	15,71
Warrants	-	-0,012	-0,012
Zwischensumme			226,67

EPTI NAV	726	952,67	
Bewertung		K3 NAV	GBC Bewertung
NAV post 30.06.2022		726	952,67
NAV pro Aktie (SEK)		6,98	9,16
NAV pro Aktie (EUR)		0,65	0,85

Dies entspricht einem NAV je Aktie in Höhe von 9,16 SEK bzw. 0,85 €.

(1 SEK = 0,0931758 EUR 5. Sept. 2022, 12:33 UTC)

Beim aktuellen Kurs von 0,23 € (Xetra, 02.09.22 17:38) bedeutet dies ein signifikantes Upside-Potenzial von 269,6% und daher vergeben wir das Rating KAUFEN.

Auch bei einer reinen Betrachtung des NAV auf K3-Basis in Höhe von 726 Mio. SEK würde sich ein NAV je Aktie von 6,98 SEK ergeben bzw. 0,65 € je Aktie, was auch hier ein enormes Upside-Potenzial auf den aktuellen Kurs in Höhe von 182,6% darstellt.

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,6a,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 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, E-Mail: 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:

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

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chef-Analyst

§ 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