

Energy S.p.A. *5a;7;11

Rating: Kaufen
Kursziel: 1,70 €
(zuvor: 2,75 €)

aktueller Kurs: 0,68 €
 28.10.2024 (Frankfurt,
 Schlusskurs)
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: IT0005500712
 WKN: A3DRZU
 Börsenkürzel: ENY IM
 Aktienanzahl³: 61,49
 Marketcap³: 41,81
 EnterpriseValue³: 46,65
³ in Mio. / in Mio. EUR
 Freefloat: 13,6%

Transparenzlevel:
 -

Marktsegment:
 Euronext Growth Milan
 (Italienische Börse)

Rechnungslegung:
 Italienisches Zivilgesetzbuch

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Marcel Goldmann
 goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
 filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 9

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 29.10.2024 (9:49 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 29.10.2024 (11:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2025

Unternehmensprofil

Branche: Cleantech / Energietechnik
 Fokus: Vollintegrierte Energiespeichersysteme für erneuerbare Energien und Netzdienste

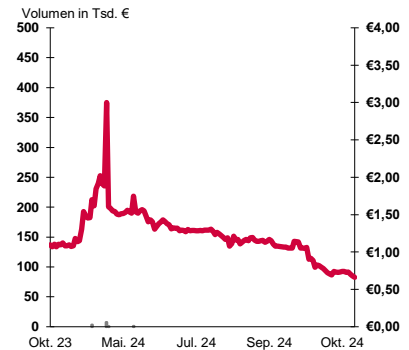
Gründung: 2013

Mitarbeiter des Konzerns: 68 (Stand: Ende Juni 2024)

Firmensitz: Rovereto (Trento, Italien)

Vorstände: Davide Tinazzi (CEO), Andrea Taffurelli (CTO)

Die Energy S.p.A. (Energy) ist eine italienische Technologiegesellschaft, die führend ist bei der Entwicklung und Produktion von BESS-Systemen (Batterie-Energiespeichersystemen) sowie dem Angebot von Cloud- und Engineering-Dienstleistungen. Der in 2013 in Rovereto (Trient) gegründete Technologiekonzern war zuletzt insbesondere im privaten Wohnbereich tätig (kleine BESS), hat jedoch damit begonnen verstärkt im gewerblichen/industriellen Markt, der durch große und besonders große BESS gekennzeichnet ist, Fuß zu fassen. Das Geschäftsmodell der Technologiegesellschaft basiert auf einem B2B-Modell mit den Hauptkundengruppen Distributoren und Value-Added-Resellern (VAR) und hat derzeit noch den Schwerpunkt auf dem Heimatmarkt Italien. Daneben exportiert Energy seine Energietechnikprodukte bereits in über 20 Länder, v.a. in die Regionen Europa und Nordamerika, Tendenz stark steigend. Im Rahmen des durchgeführten IPO's ist Energy seit dem August 2022 im Euronext Growth-Segment in Mailand und anschließend auch an der Börse in Frankfurt notiert. Daneben wird die Energy-Aktie auch an den Regionalbörsen in München und Stuttgart gehandelt.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2023	31.12.2024e	31.12.2025e	31.12.2026e
Umsatzerlöse	63,33	37,96	54,76	65,17
EBITDA	10,12	-7,13	0,08	2,51
EBIT	8,89	-8,52	-1,45	0,78
Konzernergebnis (EAT)	5,61	-9,54	-2,79	-0,75

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,09	-0,16	-0,05	-0,01
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,74	1,23	0,85	0,72
EV/EBITDA	4,61	neg.	583,17	18,59
EV/EBIT	5,25	neg.	neg.	59,81
KGV	7,45	neg.	neg.	neg.
KBV	0,64			

Finanztermine
13.-14. Nov. 2024: 38. MKK-München

**letzter Research von GBC:
Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
18.06.2024: RS / 2,75 / KAUFEN
29.05.2024: RS / 2,75 / KAUFEN
17.04.2024: RS / 2,75 / KAUFEN
14.11.2023: RS / 2,75 / 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“

1. HY 2024: Schwieriges Umfeld und Marktlage verursachen rückläufige Geschäftsentwicklung; Hoher Auftragsbestand und Strategieprogramm eröffnen positive mittelfristige Perspektiven; bisherige Schätzungen & Kursziel reduziert; Rating „Kaufen“ bestätigt

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2024

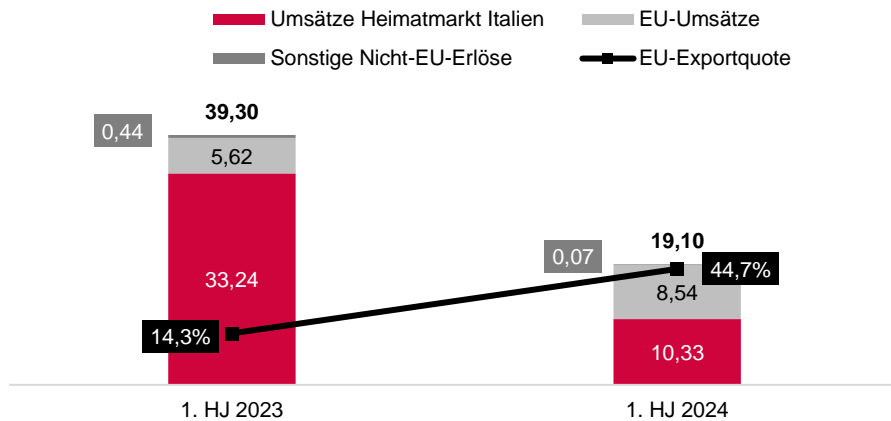
GuV (in Mio. €)	1. HJ 2023	1. HJ 2024
Umsatzerlöse	39,30	19,06
EBITDA	8,55	-3,22
EBIT	8,00	-3,87
Konzernergebnis (EAT)	5,47	-4,23
Auftragsbestand (zum HJ-Ende)	6,60	29,30

Quelle: Energy S.p.A.; GBC AG

Energy S.p.A. (Energy) hat am 27.09.2024 seine Halbjahreszahlen für das aktuelle Geschäftsjahr 2024 veröffentlicht. Hiernach musste der Technologiekonzern bedingt durch eine schwierige Marktlage (Überangebot und sinkende Preise bei Speichersystemen, abgeschwächte Nachfrage etc.) und herausfordernde Rahmenbedingungen (angestiegenes Zinsniveau, schwache EU-Konjunktur etc.) einen Umsatzrückgang um 48,5% auf 19,06 Mio. € (1. HJ 2024: 39,30 Mio. €) hinnehmen.

Im gleichen Zuge sank ebenfalls die Anzahl der abgesetzten bzw. verkauften Energiespeichersysteme auf 2.597 (1. HJ 2023: 7.086) Einheiten, welche eine Gesamtleistung von 9,90 MW (1. HJ 2023: 37,50 MW) beinhalteten.

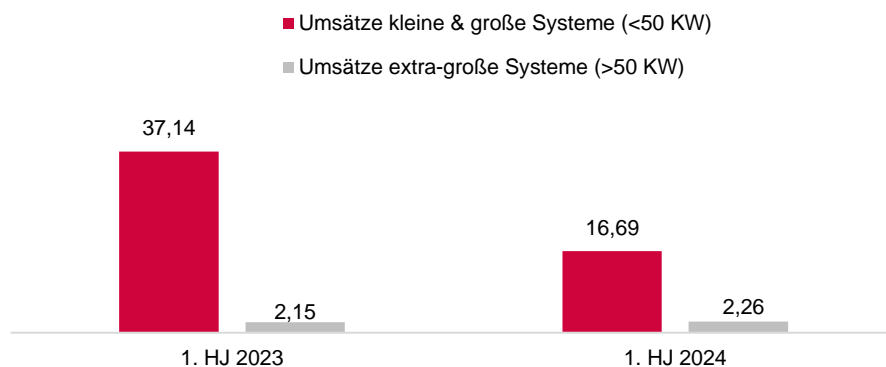
Entwicklung der Konzernumsätze und der geografischen Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: Energy S.p.A.; GBC AG

Die erwirtschafteten Konzernumsatzerlöse wurden hierbei mit einem Umsatzanteil von rund 54,0% überwiegend auf dem Heimatmarkt Italien erzielt und lagen zum Ende des ersten Halbjahres mit erzielten inländischen Erlösen von 10,33 Mio. € deutlich unterhalb des Vorjahreszeitraums (1. HJ 2023: 33,24 Mio. €). Entgegengesetzt entwickelte sich das Auslands- bzw. EU-Geschäft mit einem deutlichen Umsatzanstieg um 52,0% auf 8,54 Mio. € (1. HJ 2023: 5,62 Mio. €). Entsprechend erhöhte sich der Anteil des EU-Exportgeschäfts an den gesamten Konzernumsatzerlösen sprunghaft auf 44,7% (1. HJ 2023: 14,3%). Damit konnte Energy bereits die ersten "Früchte" der Internationalisierungsbestrebungen, die während des ersten Geschäftshalbjahres nochmals intensiviert wurden, "ernten".

Umsatzerlöse nach Produktkategorien (in Mio. €)



Quelle: Energy S.p.A.; GBC AG

In Bezug auf die Umsatzerlöse nach Produktkategorien konnte Energy im ersten Halbjahr insbesondere bei den extra-großen Speichersystemen (sog. XL-Speichersysteme mit >50KW) moderate Umsatzzuwächse auf 2,26 Mio. € (1. HJ 2023: 2,15 Mio. €) erzielen, wobei der Löwenanteil (GBCe: ca. 90,0%) hiervon auf gewerbliche und industrielle Kunden entfallen sein dürfte. Damit hat Energy spürbar von der Attraktivität dieses wachsenden Gewerbe- und Industriekundenmarktsegments (sog. C&I-Segment) profitiert. Der Umsatzanteil der zeroCO₂-Eigenmarkensysteme wurde laut Unternehmensangaben in dem XL-Speichersystemsegment deutlich auf 43,0% gesteigert.

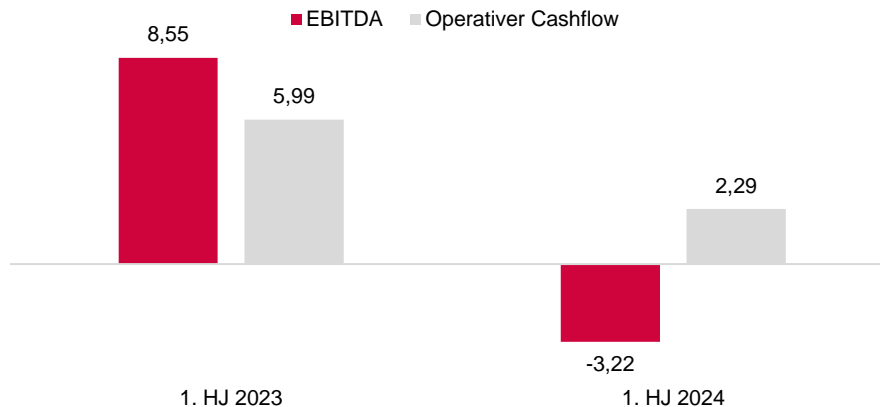
Parallel hierzu konnte der Konzernumsatzanteil der gesamten XL-Speichersysteme im Vergleich zum Vorjahreszeitraum deutlich auf 12,0% (1. HJ 2023: 5,0%) zulegen. Die Umsatzerlöse und der Konzernumsatzanteil der kleinen und großen Speichersysteme gingen stattdessen signifikant auf 16,69 Mio. € (1. HJ 2023: 37,14 Mio. €) bzw. 88,0% (1. HJ 2023: 95,0%) zurück.

Auf Ebene der Konzernumsatzerlöse nach Kundengruppen bestätigte sich zum Ende des ersten Halbjahres die traditionell starke Dominanz des VAR-Vertriebskanals (Value-Added-Reseller) mit einem erzielten Segmentumsatz bzw. Umsatzanteil von 7,11 Mio. € (1. HJ 2023: 13,97 Mio. €) bzw. 38,0% (1. HJ 2023: 36,0%). Die Vertriebskanäle Spezialdistributoren (PV-Spezialisten) und allgemeine Distributoren kamen auf Erlöse von 5,48 Mio. € (1. HJ 2023: 10,85 Mio. €) bzw. 5,24 Mio. € (1. HJ 2023: 11,91 Mio. €). Parallel hierzu verzeichneten beide Arten von Distributoren nahezu gleiche Umsatzanteile von 29,0% (1. HJ 2023: 28,0%) bzw. 28,0% (1. HJ 2023: 30,0%).

In Bezug auf die Auftragslage hat der Technologiekonzern zum Ende des ersten Halbjahres 2024 einen Rekordauftragsbestand in Höhe von 29,30 Mio. € erzielt, der damit um ein Vielfaches gegenüber dem Vorjahreszeitraum (1. HJ 2023: 6,60 Mio. €) lag. Dieser dynamische Anstieg resultierte v.a. aus dem im Mai erhaltenen Großauftrag (Gesamtvolumen: ca. 25,7 Mio. €, plus Option um weitere 3,0 Mio. €) von ASFINAG, Österreichs Autobahnkonzessionsgesellschaft, der die Lieferung von XL-Stromspeichersystemen samt damit verbundener Services umfasste.

Parallel zur rückläufigen Umsatzentwicklung hat Energy einen EBITDA-Rückgang auf -3,22 Mio. € (1. HJ 2023: 8,55 Mio. €) verzeichnet. Diese Entwicklung steht primär mit dem gesunkenen Preisniveau und Absatzvolumen sowie mit dem starkem Lagerabbau in Verbindung. Daneben haben sich verstärkte Werbeaktionen und angefallene Rückstellungen bezüglich des Vorratsvermögens (negativer Ergebniseffekt: 1,03 Mio. €) deutlich negativ auf die Profitabilitätslage ausgewirkt.

Operative Ergebnisentwicklung und Cashflow-Entwicklung (in Mio. €)



Quelle: Energy S.p.A.; GBC AG

Trotz eines negativen operativen Ergebnisses konnte das Unternehmen jedoch aufgrund von günstigen Working Capital-Veränderungseffekten einen deutlich positiven operativen Cashflow in Höhe von 2,29 Mio. € (1. HJ 2023: 5,99 Mio. €) erzielen.

Unter weiterer Berücksichtigung von Abschreibungs-, Finanzierungs- und Steuereffekten, ergab sich ein Konzernergebnis von -4,23 Mio. €, welches ebenfalls wesentlich unterhalb des Vorjahresniveaus (1. HJ 2023: 5,47 Mio. €) lag.

Prognosen und Bewertungen

GuV in Mio. €	GJ 2023	GJ 2024e (Neu)	GJ 2024e (Alt)	GJ 2025e (Neu)	GJ 2025e (Alt)	GJ 2026 (Neu)	GJ 2026e (Alt)
Umsatzerlöse	63,33	37,96	65,45	54,76	72,51	65,17	83,46
EBITDA	10,12	-7,13	9,47	0,08	12,01	2,51	14,70
EBIT	8,89	-8,52	8,08	-1,45	10,48	0,78	12,97
Konzernergebnis (EAT)	5,61	-9,54	4,72	-2,79	6,47	-0,75	8,25

Quelle: Energy S.p.A.; GBC AG

Angesichts des aktuell herausfordernden Marktumfelds und Marktbedingungen im BESS-Sektor hat Energy im Rahmen der Veröffentlichung seiner Halbjahreszahlen bekannt gegeben, dass das bisher verfolgte Strategieprogramm (Erhöhung Exportgeschäft, Ausbau Commercial & Industrial-Business, Stärkung der Vertriebskanäle etc.) verstärkt umgesetzt wird.

Damit will der Technologiekonzern weiterhin mit seinem Leistungsangebot an den Chancen der voranschreitenden Energiewende mit dem Fokus auf dem Heimatmarkt Italien und der EU (EU-Ziel: Klimaneutralität bis 2050) wirtschaftlich partizipieren. Gerade im BESS-Segment sieht Energy einen positiven langfristigen Trend, der durch mehrere Faktoren angetrieben wird. Diese beinhalten u.a. verstärkt schwankende Energiepreise, höhere Risiken von Energieblackouts und Netzstabilität, Hochlauf der E-Mobilität sowie zunehmende politische Anreize bezüglich umwelt- und klimapolitischer Maßnahmen für die Energiewende. Die hieraus resultierende vielschichtige Nachfrage nach „grünen“ energietechnischen Lösungen adressiert Energy mit einem breiten Produkt- und Serviceangebot rund um innovative Energiespeichersysteme (inkl. Cloud-Services).

Vor dem Hintergrund der unter unseren Erwartungen liegenden Halbjahresperformance, haben wir unsere bisherigen Schätzungen für das aktuelle Geschäftsjahr und die Folgejahre nach unten angepasst. Für das aktuelle Geschäftsjahr 2024 rechnen wir nun mit Umsatzerlösen in Höhe von 37,96 Mio. € (zuvor: 65,45 Mio. €) und einem EBITDA von -7,13 Mio. € (zuvor: 9,47 Mio. €).

Im darauffolgenden Geschäftsjahr 2025 sollte insbesondere der aktuell bestehende hohe Auftragsbestand von 29,30 Mio. € einen entscheidenden Faktor für die Geschäftsentwicklung darstellen, da der überwiegende Anteil dieses Auftragsbestands (GBCe: rund 20,0 Mio. €) in diesem Geschäftsjahr anfallen soll. Parallel hierzu sollten auch verstärkte positive Effekte aus den forcierten strategischen Maßnahmen (Ankurbelung Exporte, verstärkte Vermarktung von C&I-Kundenlösungen etc.) das Wachstum und die Ertragslage in diesem Geschäftsjahr zusätzlich voranbringen können. Entsprechend kalkulieren wir für diese Geschäftsperiode mit Umsatzerlösen von 54,76 Mio. € (zuvor: 72,51 Mio. €) und einem EBITDA von 0,08 Mio. € (12,01 Mio. €).

In Bezug auf das Folgejahr 2026 gehen wir davon aus, dass die Fortführung der Internationalisierungsstrategie (EU-Exporte) und der Ausbau des margenstarken Business (XL-Speichersysteme für Gewerbe- und Industriekunden) noch stärker zum Tragen kommt und folglich zu einem Umsatzzuwachs auf 65,17 Mio. € (zuvor: 83,46 Mio. €) und einem EBITDA-Anstieg auf 2,51 Mio. € (zuvor: 14,70 Mio. €) führen wird.

Basierend auf unseren reduzierten Umsatz- und Ergebnisschätzungen für das laufende Geschäftsjahr und die Folgejahre, haben wir unser bisheriges Kursziel auf 1,70 € (zuvor: 2,75 €) je Aktie gesenkt. Entgegengesetzt wirkte der eingesetzte Roll-Over-Effekt (Kursziel bezogen auf das GJ 2026, statt zuvor GJ 2025), der einer noch stärkeren Kurszielsenkung entgegenstand. In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus, vergeben wir damit weiterhin das Rating „Kaufen“ und sehen ein deutliches Kurspotenzial für die Energy-Aktie.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die Energy S.p.A. wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2024 bis 2026 in Phase 1 und für die Jahre 2027 bis 2031 in Phase 2. Die Steuerquote haben wir in Phase 2 mit 30,0% berücksichtigt und für die Phase 1 aufgrund der erwarteten Vorsteuerverluste eine Minderbesteuerung bzw. Steuererstattungen prognostiziert.

Die Steuerquote haben wir mit 30,0% in Phase 1 und in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt und eine nachhaltige Steuerquote von 30,0% unterstellt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0%.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Energy S.p.A. 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 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. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 2,50% (zuvor: 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 1,52 (zuvor: 1,52).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 12,37% (zuvor: 12,37%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90,0% (zuvor: 90,0%) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 11,58% (zuvor: 11,58%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 11,58% (zuvor: 11,58%) errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2025 entspricht als Kursziel 1,70 € (zuvor: 2,75 €).

DCF-Modell

Energy S.p.A - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	15,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	7,1%-17,3%	ewige EBITA - Marge	19,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	8,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	40,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 2031e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	37,96	54,76	65,17	74,95	86,19	99,12	113,98	131,08	
US Veränderung	-40,1%	44,3%	19,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,33	2,94	3,37	3,76	4,24	4,81	5,50	6,34	
EBITDA	-7,13	0,08	2,51	5,36	8,83	12,93	17,61	22,74	
EBITDA-Marge	-18,8%	0,2%	3,8%	7,1%	10,2%	13,0%	15,4%	17,3%	
EBITA	-8,52	-1,45	0,78	3,81	7,24	11,31	15,96	21,08	
EBITA-Marge	-22,4%	-2,6%	1,2%	5,1%	8,4%	11,4%	14,0%	16,1%	19,5%
Steuern auf EBITA	0,28	0,06	-0,06	-1,14	-2,17	-3,39	-4,79	-6,33	
zu EBITA	3,2%	4,5%	8,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-8,24	-1,38	0,72	2,67	5,07	7,91	11,17	14,76	
Kapitalrendite	-11,8%	-2,2%	1,3%	5,1%	10,2%	14,4%	18,5%	22,3%	25,0%
Working Capital (WC)	45,55	38,33	32,59	29,98	34,47	39,65	45,59	52,43	
WC zu Umsatz	120,0%	70,0%	50,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	
Investitionen in WC	12,47	7,22	5,75	2,61	-4,50	-5,17	-5,95	-6,84	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	16,28	18,60	19,32	19,92	20,35	20,62	20,72	20,66	
AFA auf OAV	-1,39	-1,53	-1,73	-1,55	-1,59	-1,63	-1,65	-1,66	
AFA zu OAV	8,5%	8,2%	9,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
Investitionen in OAV	-5,60	-3,85	-2,45	-2,15	-2,02	-1,90	-1,75	-1,60	
Investiertes Kapital	61,83	56,93	51,90	49,90	54,82	60,27	66,31	73,09	
EBITDA	-7,13	0,08	2,51	5,36	8,83	12,93	17,61	22,74	
Steuern auf EBITA	0,28	0,06	-0,06	-1,14	-2,17	-3,39	-4,79	-6,33	
Investitionen gesamt	6,87	3,37	3,30	0,46	-6,52	-7,07	-7,70	-8,44	
Investitionen in OAV	-5,60	-3,85	-2,45	-2,15	-2,02	-1,90	-1,75	-1,60	
Investitionen in WC	12,47	7,22	5,75	2,61	-4,50	-5,17	-5,95	-6,84	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,03	3,52	5,74	4,67	0,14	2,47	5,12	7,98	175,64

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	100,58	108,71
Barwert expliziter FCFs	19,01	17,69
Barwert des Continuing Value	81,57	91,02
Nettoschulden (Net debt)	6,15	4,10
Wert des Eigenkapitals	94,44	104,61
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	94,44	104,61
Ausstehende Aktien in Mio.	61,49	61,49
Fairer Wert der Aktie in EUR	1,54	1,70

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,5%
Marktrisikoprämie	6,5%
Beta	1,52
Eigenkapitalkosten	12,4%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	6,0%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	25,0%
WACC	11,6%

Kapitalrendite	WACC				
	11,0%	11,3%	11,6%	11,9%	12,2%
24,5%	1,82	1,74	1,67	1,60	1,54
24,8%	1,83	1,76	1,69	1,62	1,56
25,0%	1,85	1,77	1,70	1,63	1,57
25,3%	1,87	1,79	1,72	1,65	1,58
25,5%	1,89	1,81	1,73	1,66	1,60

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:

<https://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<https://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:

<https://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, 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:

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvertr. 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