

25.2.2010

Softline AG^{*5, *6, *7}

KAUFEN

Fairer Wert: 2,82 €
(bisher: 2,65 €)

Kurs 22.2.2010, 14:29,
Frankfurt: 2,12 €

Research Update

Marktsegment:
M:Access

Rechnungslegung:
IFRS

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

IR-Kontakt:

Softline AG

Stahlgruberring 32
81829 München

Tel.: 089-451870-0
Fax.: 089-451870-10

E-Mail: investors@softline-
group.com

Web: www.softline.ag

* Katalog möglicher Interessens-
konflikte auf S. 32

Unternehmensprofil:

Branche: Software/ IT
Fokus: Ressource Management,
System Services, Infrastructure Out-
sourcing
Mitarbeiter: 38 (Stand: 30.06.09)

Firmensitz: München, D

Gründung: 1983

Vorstand: Christoph Michel

WKN: A1CSFP

ISIN: DE000A1CSFP1

Börsenkürzel: SFDJ

Anzahl Aktien: 4,30 Mio.

Marktkap.: 9,12 Mio. €

Entity Value: 7,12 Mio. €¹

Streubesitz: 64,27 %

52 W Hoch: 2,60 €

52 W Tief: 0,76 €

Durchs. Tagesvolumen: 4.440 €

¹Berücksichtigt Mittelzufluss aus KE und Kaufpreis
Prometheus



In Mio. €	2007/08	2008/09	2009e**	2010e	2011e
Umsatz	26,40*	19,43*	0,80	16,50	26,50
EBITDA	-2,62	-1,05	-0,52	0,41	1,98
EBIT	-2,84	-1,36	-0,50	0,36	1,85
Jahresüberschuss	-2,73	-1,60	-0,55	0,36	1,70
In Euro					
Gewinn je Aktie	-2,70****	-1,50****	-0,54****	0,09***	0,43***
Dividende je Aktie	-	-	-	-	-
In %					
EBITDA-Marge	neg.	neg.	neg.	2,45	7,47
EBIT-Marge	neg.	neg.	neg.	2,15	6,98
Dividendenrendite	-	-	-	-	-
Kennzahlen					
EV/Sales	0,3	0,4	8,9	0,4	0,3
EV/EBITDA	-	-	-	17,4	3,6
KGV	-	-	-	23,6	4,9

KBV (Basis EK zum 30.06.2009)

* Umsatz inklusive TradeMail Distribution GmbH

**Rumpfgeschäftsjahr (30.6.2009 bis 31.12.2009), Nur die Softline AG im Konsolidierungskreis

***Aktienanzahl nach Kapitalerhöhung bei 4,30 Mio.

****Aktienanzahl nach Kapitalschnitt und vor Kapitalerhöhung bei 1,014 Mio.

Softline AG

Erfolgreiche Kapitalmaßnahme ebnet Weg für strategische Neuausrichtung

Die letzten 15 Monate standen bei der Softline AG ganz im Zeichen der Restrukturierung sowie der Schaffung von Strukturen, um in Zukunft wieder einen profitablen Wachstumskurs zu beschreiten. Dieser Prozess ist mit der Rückführung der Prometheus sowie der Neugründung der Softline Solutions abgeschlossen, so dass nunmehr der Fokus gezielt auf das Voranbringen des operativen Geschäfts gerichtet werden kann. In den Jahren 2010 sowie 2011 ist von einem signifikanten Umsatzwachstum im Konzernverbund auszugehen.

Nach dem Abschluss der erfolgreichen Kapitalerhöhung hat sich die insgesamt ausstehende Aktienanzahl auf nunmehr 4,30 Mio. Aktien erhöht. In unserem Initial Coverage vom 27.1.2010 sind wir nach Abschluss der Kapitalerhöhung von einer Aktienanzahl von 4,01 Mio. ausgegangen. Der Gesellschaft flossen durch die Kapitalmaßnahme liquide Mittel in Höhe von rund 6,1 Mio. € zu. Damit verfügt die Gesellschaft auch nach dem vollständigen Kauf der Prometheus GmbH sowie der Rückführung eines Gesellschafterdarlehens über ausreichend liquide Mittel und gesunde Bilanzstrukturen. Die jungen Aktien werden unter der Wertpapierkennnummer A1CSFP an der Börse München gehandelt. Die Handelbarkeit der jungen Aktien sollte nach unserer Einschätzung höher sein als die der alten Aktien mit der Wertpapierkennnummer A1CSBR. Eine Zusammenlegung mit den alten Aktien ist für die kommende Hauptversammlung geplant.

Kauf von 100 % an der Prometheus GmbH erfolgt - Schätzungen für 2010 und 2011 bestätigt

Ein Großteil der zufließenden liquiden Mittel aus der Kapitalerhöhung soll in die Rückführung der Prometheus in den Konzern sowie in den Ausbau des Vertriebs für die Softline Solutions investiert werden. Der Kauf von 100 % der Anteile an der Prometheus GmbH erfolgte bereits kurz nach Durchführung der Kapitalerhöhung. Die Erstkonsolidierung beginnt zum 1.1.2010. Der Kaufpreis für Prometheus schätzen wir auf rund 2 Mio. €. Zudem plant die Gesellschaft bis Mitte des Jahres bei der Softline Solutions eine Vertriebsmannschaft aufgebaut zu haben. Die Softline Solutions ist mit dem aktuellen Produktportfolio, insbesondere im Bereich Managed Workplace, frühzeitig am rasant wachsenden Markt für „Infrastruktur Outsourcing“ positioniert und verfügt auch mit dem Zugriff auf das Netzwerk der Prometheus über die Kapazitäten den notwendigen flächendeckenden Service und Support anzubieten.

Des Weiteren wird ein Teil des Mittelzuflusses für die Finanzierung eines zu erwartenden erhöhten Working Capital Bedarfs bei Prometheus benötigt werden. Aufgrund der laufenden Großprojekte sowie der gut gefüllten Angebotspipeline ist im kommenden Geschäftsjahr 2010 von einem signifikanten Umsatzwachstum auszugehen. Dies kann temporär mit einem Anstieg des Net Working Capitals einhergehen, da die von Prometheus im Rahmen größerer IT-Projekte eingesetzten Freelancer vorfinanziert werden müssen.

Für das Geschäftsjahr 2010 gehen wir bei der Softline AG von einem signifikanten Umsatzwachstum auf dann 16,50 Mio. € aus. Dabei wird die Tochtergesellschaft Prometheus mit einem erwarteten Umsatzvolumen von mehr als 12 Mio. € einen maßgeblichen Beitrag leisten. Der hohe Auftragsbestand bei Prometheus zum Jahresende sorgt hierbei für eine gute Planbarkeit der Umsatzerlöse im kommenden Geschäftsjahr 2010. Bei dem neu gegründeten Tochterunternehmen Softline Solutions rechnen wir in 2010 bereits mit einem Umsatz von knapp 2 Mio. € sowie einem leichten operativen Verlust aufgrund der Anlaufkosten. In den Folgejahren sehen wir die Softline Solutions als den wesentlichen Wachstumstreiber für die Gruppe an. Die Gesellschaft bietet umfangreiche Dienstleistungen rund um die rasant wachsenden Bereiche Infrastruktur Outsourcing und Managed Workplace an. Des Weiteren erwarten wir einen deutlichen Anstieg der wiederkehrenden Erlöse für 2010 sowie 2011 infolge eines erfreulichen Verlaufs des Outsourcing-Geschäfts.

Softline AG

Das Zinsergebnis haben wir aufgrund des höher als erwarteten Mittelzuflusses um 0,02 Mio. € für die Geschäftsjahre 2010 und 2011 leicht nach oben angepasst. Den Gewinn je Aktie für 2010 und 2011 sehen wir unverändert bei 0,09 € respektive 0,40 €

Als ein weiteres wesentliches Asset der Gesellschaft sehen wir die vorhandenen steuerlich nutzbaren Verlustvorträge von mehr als 30 Mio. € an. Dadurch wird sich die Steuerquote auf Konzernebene in den kommenden Jahren auf einem sehr moderaten Niveau bewegen. Darüber hinaus besteht zusätzlich die Möglichkeit, im Rahmen einer anorganischen Wachstumsstrategie die Verlustvorträge verstärkt zu nutzen.

Gründer und früherer Vorstandsvorsitzender von PC-Ware neuer strategischer Investor

Wir sehen in der Aktie der Softline AG eine interessante Investmentchance, um an den bevorstehenden Wachstumsraten der Marktsegmente Infrastruktur Outsourcing sowie Ressource Management zu partizipieren. Mit Dr. Knut Löschke, Gründer und früherer Vorstandsvorsitzender der PC-Ware AG, hat sich ein wichtiger strategischer Aktionär mit rund 12 % im Rahmen der Kapitalerhöhung an der Softline AG beteiligt. Wir gehen davon aus, dass sich Dr. Löschke für einen Posten im Aufsichtsrat der Softline AG zur Verfügung stellen wird.

Positiv erachten wir zudem auch die Tatsache, dass das Management die Kapitalmaßnahme in einem angemessenen Umfang mitgetragen hat und somit ihr Vertrauen in die zukünftige Unternehmensstrategie zum Ausdruck bringen. Der Zufluss an liquiden Mittel aus der Kapitalmaßnahme von rund 6,1 Mio. € führt zu einer deutlichen Verbesserung der Bilanz sowie einer Stärkung der Eigenkapitalausstattung der Gesellschaft.

Anhand unseres DCF-Modells haben wir für die Aktie der Softline AG einen neuen fairen Wert in Höhe von 2,82 € (bisher 2,65 €) ermittelt. Das leicht erhöhte Kursziel erklärt sich durch den reduzierten WACC von jetzt 11,3 % (bisher: 11,5 %) infolge des gefallen risikolosen Zinssatzes. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs bei 1,95 € errechnet sich somit ein Potential für die Aktie von über 44 %. Wir vergeben daher für die Aktie von Softline weiterhin das Rating Kaufen.

- Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	7,5%	ewige EBITA - Marge	5,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	22,0%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	15,9%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio.	estimate		consistency							final Endwert
	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e		
Umsatz (US)	16,50	26,50	27,30	28,11	28,96	29,83	30,72	31,64		
US Veränderung	1550,0%	60,6%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%	
US zu operativen Anlagevermögen	55,00	37,86	22,75	19,85	17,33	15,13	13,20	11,53		
EBITDA	0,41	1,98	2,04	2,10	2,16	2,23	2,29	2,36		
EBITDA-Marge	2,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%		
EBITA	0,36	1,85	1,88	1,84	1,85	1,86	1,86	1,85		
EBITA-Marge	2,2%	7,0%	6,9%	6,5%	6,4%	6,2%	6,1%	5,9%	5,9%	
Steuern auf EBITA	0,00	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15		
zu EBITA	0,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	29,8%	
EBI (NOPLAT)	0,36	1,70	1,73	1,69	1,70	1,71	1,71	1,70		
Kapitalrendite	15,9%	51,6%	35,4%	30,6%	29,0%	27,3%	25,6%	23,7%	17,1%	
Working Capital (WC)	3,00	4,20	4,33	4,46	4,59	4,73	4,87	5,02		
WC zu Umsatz	18,2%	15,8%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%		
Investitionen in WC	-0,85	-1,20	-0,13	-0,13	-0,13	-0,14	-0,14	-0,15		
Operatives Anlagevermögen (OAV)	0,30	0,70	1,20	1,42	1,67	1,97	2,33	2,75		
AFA auf OAV	-0,05	-0,13	-0,15	-0,26	-0,31	-0,37	-0,43	-0,51		
AFA zu OAV	16,7%	18,6%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%		
Investitionen in OAV	-0,27	-0,53	-0,65	-0,48	-0,57	-0,67	-0,79	-0,93		
Investiertes Kapital	3,30	4,90	5,53	5,87	6,26	6,70	7,20	7,76		
EBITDA	0,41	1,98	2,04	2,10	2,16	2,23	2,29	2,36		
Steuern auf EBITA	0,00	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15		
Investitionen gesamt	-3,12	-1,73	-0,78	-0,61	-0,70	-0,81	-0,93	-1,08		
Investitionen in OAV	-0,27	-0,53	-0,65	-0,48	-0,57	-0,67	-0,79	-0,93		
Investitionen in WC	-0,85	-1,20	-0,13	-0,13	-0,13	-0,14	-0,14	-0,15		
Investitionen in Goodwill	-2,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
Freie Cashflows	-2,71	0,10	1,11	1,34	1,31	1,27	1,22	1,14	12,63	
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	10,73	11,84								
Barwert expliziter FCFs	4,75	5,18								
Barwert des Continuing Value	5,98	6,66								
Nettoschulden (Net debt)	-1,39	-1,51								
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00								
Wert des Eigenkapitals	12,12	13,35								
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00								
Wert des Aktienkapitals	12,12	13,35								
Ausstehende Aktien in Mio.	4,300	4,300								
Fairer Wert der Aktie in	2,82	3,10								

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	11,3%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	7,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	13,0%
WACC	11,3%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in

Kapitalrendite	WACC									
	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%	12,8%	13,3%	
9,1%	2,37	2,28	2,21	2,14	2,08	2,03	1,98	1,94	1,90	
11,1%	2,64	2,53	2,43	2,34	2,26	2,20	2,14	2,08	2,04	
13,1%	2,91	2,77	2,65	2,54	2,45	2,37	2,29	2,23	2,17	
15,1%	3,17	3,01	2,87	2,74	2,63	2,54	2,45	2,37	2,30	
17,1%	3,44	3,25	3,09	2,94	2,82	2,71	2,61	2,52	2,44	
19,1%	3,71	3,49	3,31	3,15	3,00	2,88	2,76	2,66	2,57	
21,1%	3,98	3,74	3,53	3,35	3,19	3,05	2,92	2,81	2,71	
23,1%	4,24	3,98	3,75	3,55	3,37	3,22	3,08	2,95	2,84	
25,1%	4,51	4,22	3,97	3,75	3,56	3,39	3,23	3,10	2,97	

Softline AG

Rückblick zur ordentlichen Hauptversammlung der Softline AG am 11. Dezember 2009 in München Bericht vom Dezember 2009!

Am 11.12.2009 fand die ordentliche Hauptversammlung der Softline AG in München statt. Insgesamt waren rund 32,36 % der stimmberechtigten Aktionäre in München präsent. Die zehn Beschlussvorschläge auf der Tagesordnung wurden jeweils von mehr als 99 % der anwesenden Aktionäre befürwortet. Dabei wurde durch keinen der anwesenden Aktionäre Widerspruch gegen die Beschlüsse zu Protokoll gegeben. Die Genehmigung aller Tagespunkte durch die Aktionäre war ein bedeutender Schritt für die Neuausrichtung der Softline AG und schafft die Voraussetzung für die Rekapitalisierung der Gesellschaft sowie den Einstieg neuer Investoren.

Im Rahmen der Tagesordnung auf der Hauptversammlung wurde neben der Entlastung des Vorstands sowie des Aufsichtsrats auch über die Herabsetzung des Grundkapitals (**Kapitalschnitt**) von 1:10 positiv abgestimmt. Dadurch hat sich die ausstehende Aktienanzahl von 10.141.360 auf nun 1.014.136 reduziert. Für die Durchführung des Kapitalschnitts war eine drei Viertel Mehrheit der anwesenden Aktionäre notwendig. Der Kapitalschnitt erfolgte vor dem Hintergrund der bilanziellen Verlustdeckung. Ferner war der Kapitalschnitt erforderlich, da bei Kapitalerhöhungen der Betrag von einem Euro nicht unterschritten werden darf. Im Vorfeld der Hauptversammlung und des Kapitalschnitts notierte die Aktie der Softline AG bei lediglich rund 0,20 €, so dass eine Kapitalerhöhung nur schwer durchführbar gewesen wäre. Dank des Kapitalschnitts sollte der Aktienkurs nun in der Region von 2 Euro notieren, so dass der Durchführung von Kapitalmaßnahmen nichts mehr im Wege stehen sollte.

Des Weiteren wurde auf der Hauptversammlung beschlossen, den Hauptsitz der Gesellschaft von Offenburg nach München zu verlegen, da sich hier der Sitz der Tochtergesellschaft Prometheus befindet. Darüber hinaus wurde der Beschluss gefasst, das Geschäftsjahr auf ein Kalenderjahr umzustellen. So wird es sich für den Zeitraum vom 1. Juli 2009 bis zum 31. Dezember 2009 um ein Rumpfgeschäftsjahr handeln. Das kommende Geschäftsjahr 2010 startet mit dann Wirkung zum 1. Januar 2010 und endet schließlich am 31. Dezember 2010. Die nun verabschiedeten Tagesordnungspunkte anlässlich der ordentlichen Hauptversammlung waren bedeutsam für die weitere Zukunft des Unternehmens, denn Sie ebneten den Weg für die Kapitalmaßnahmen der Softline AG. Die Kapitalmaßnahmen sind dabei eine zwingende Voraussetzung für die Umsetzung der Strategie, dass sich Softline AG als ein führender Anbieter in den Bereichen **Life Cycle Management** und **Infrastruktur Outsourcing** etabliert.

Die genauen Details zur anstehenden Kapitalerhöhung werden aller Voraussicht nach im Januar 2010 veröffentlicht werden. Im Rahmen der Kapitalerhöhung wird den Aktionären ein Bezugsrecht eingeräumt, so dass ein Verwässerungseffekt ausgeschlossen werden kann. Die von den Aktionären nicht gezeichneten Aktien aus der Kapitalerhöhung sollen anschließend im Rahmen einer Privatplatzierung bei institutionellen Investoren platziert werden. Insgesamt verfügt die Gesellschaft über ein genehmigtes Kapital von rund 5 Mio. Aktien, welches nach unserer Einschätzung durch die beiden Kapitalmaßnahmen nicht vollständig in Anspruch genommen wird.

Nach unserer Meinung war es wichtig, dass sich die nun anstehenden Kapitalmaßnahmen realisieren lassen und nicht aufgrund des Widerspruchs von Aktionären auf der Hauptversammlung zeitlich verschieben werden. Im Falle einer erfolgreichen Platzierung der jungen Aktien bei Bestandsaktionären sowie bei neuen Investoren wird zu einer deutlichen Verbesserung der Eigenkapitalausstattung führen. Dies verschafft der Gesellschaft die notwendigen finanziellen Freiräume, die Neuausrichtung entsprechend voranzutreiben. Insofern bestätigen wir unsere positive Einschätzung für die Aktie der Softline AG, welche Sie in unserer Initial Coverage Studie vom 17.1.2010 nachlesen können.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5), (6), (7)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

(1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.

(2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.

(3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.

(4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.

(5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.

(6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.

(7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.

(8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.

(9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.**

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Philipp Leipold, Finanzanalyst

Cosmin Filker, Finanzanalyst

§ 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