

AGRIOS GLOBAL HOLDINGS LTD. *5a,5b,11

Rating: Kaufen
Kursziel: 1,38 CAD
(1,04 USD; 0,94 €)

Aktueller Kurs: 0,35
 03.09.2019 / CSE / 15:36
 Währung: CAD

Stammdaten:

ISIN: CA00856K1003
 WKN: A2N62K
 CSE: AGRO
 OTCQB: AGGHF
 FSE: ØSA - WKN-A2N62K
 Aktienanzahl³: 110,48 Mio.
 Marketcap³: 27,58
 Enterprise Value: 30,76
³ in m / in m CAD /
 voll verwässert

Free float: 63,7%

Primärlisting: Canada CSE

Zweitlisting: Frankfurt

Rechnungslegung:
 IFRS

GJ-Ende: 31.03.

Analysten:

Julien Desrosiers
 desrosiers@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger
 greiffenberger@gbc-ag.de

Datum und Zeitpunkt der
 Fertigstellung der Studie (eng-
 lische Fassung): 05.09.2019
 (17:50); (deutsche Fassung:
 16.09.2019 10:15)
 Datum und Zeitpunkt der
 ersten Weitergabe(englische
 Fassung): 06.09.2019 (10:00) ;
 (deutsche Fassung:
 16.09.2019 10:30)
 Gültigkeit des Kursziels: bis
 max. 31.03.2021

* Katalog möglicher Interes-
 senkonflikte auf Seite 8

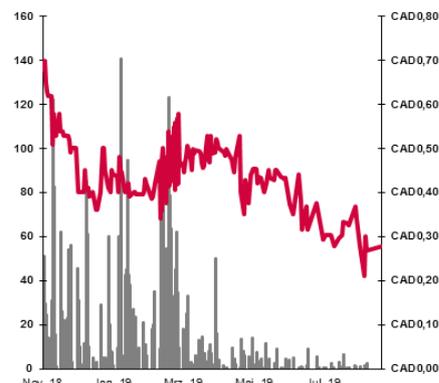
Unternehmensprofil

Branche: Agritech

Fokus: Cannabis

Firmensitz: Vancouver (British Columbia - Canada)

Management: Chris Kennedy (President & CEO, Director),
 Herrick Lau (CFO, Corp. Secretary, Director), Larry Ellison
 (Director, CFO (USA))



Agrios Global Holdings ist ein datenanalytikgetriebenes Unternehmen im Bereich der Agrartechnologie mit einem Fokus auf die neuesten Innovationen im Bereich des Indoor-Growing. Die Technologie des Unternehmens kann für alle Arten von Indoor-Kultivierung genutzt werden.

Das Unternehmen vermietet und verwaltet Immobilien und Geräte für eine ökologisch nachhaltige Indoor-Landwirtschaft. Das Unternehmen bietet Leasing- und Anbaudienstleistungen im Bereich datengesteuerter aeroponischer Anbauanlagen für Cannabisproduzenten an. Des Weiteren bietet Agrios Global Holdings Beratungsleistungen zur Unterstützung aller Aspekte des Aeroponik-Anbaus im Cannabissektor. Es besitzt derzeit eine hochmoderne Anbauanlage im US-Bundesstaat Washington (Washington State), die an einen lizenzierten Tier 3-Cannabisproduzenten und -verarbeiter vermietet ist. Agrios versucht stetig das Portfolio an Mietern/Anbauern zu erweitern und plant weitere Betriebsstätten in weiteren Bundesstaaten.

GuV in Mio. USD \ GJ.-Ende	31.03.2019	31.03.2020e	31.03.2021e	31.03.2022e
Umsatz	4,04	8,40	13,50	21,84
EBITDA	-4,24	0,28	2,49	7,24
EBIT	-4,83	-0,43	1,68	5,86
Jahresüberschuss	-4,87	-0,50	1,53	5,71

Kennzahlen in USD

Gewinn je Aktie	-0,04	0,00	0,01	0,05
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	7,61	3,66	2,28	1,41
EV/EBITDA	-7,26	110,06	12,35	4,25
EV/EBIT	-0,16	-0,01	0,05	0,19
KGV	-5,66	-54,77	18,00	4,83
KBV	1,18			

**letzter Research von GBC:

Date: publication/target price in USD/rating

RS: 05.08.2019 / 1,38 CAD / Kaufen

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

Finanztermine

09.11.2019

Züricher Kapitalmarkt Konferenz

10.12.2019

Münchener Kapitalmarkt Konferenz

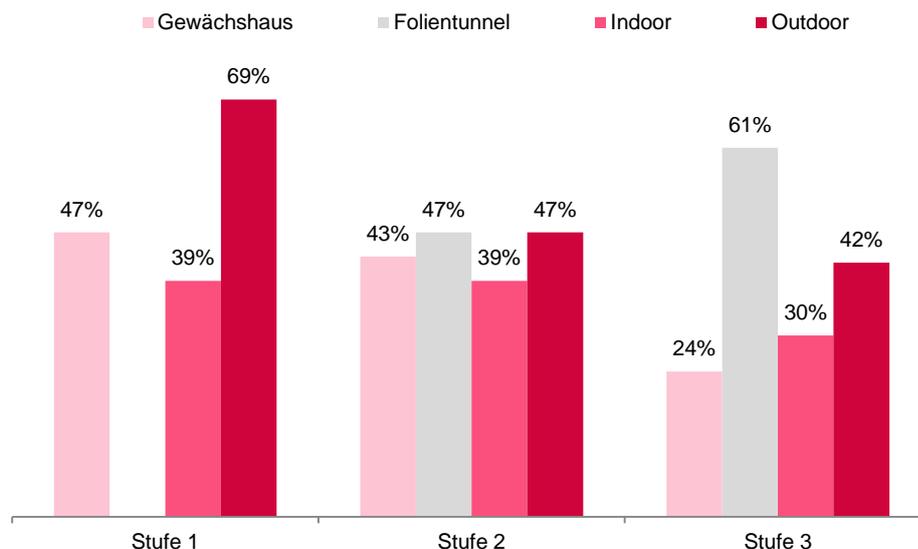
Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

Der Cannabismarkt 2019

Der Cannabismarkt war im letzten Quartal mit einigen Komplikationen konfrontiert. Von Compliance-Problemen der kanadischen Produzenten bis hin zu enttäuschenden finanziellen Ergebnissen der großen Produzenten stand der gesamte Sektor unter enormem Druck.

Der Bundesstaat Washington (USA) entwickelt sich besser als der restliche Markt. Laut den öffentlich verfügbaren Daten waren die monatlichen staatlichen Steuereinnahmen von März bis Juni 2019 beständig. Der Markt hat sich nicht nur stabilisiert, sondern beginnt auch, in bestimmten Staaten wieder an Dynamik zu gewinnen. Seit den niedrigen Preisen vom April 2019 ist der Großhandelspreis (auf Pfund-Basis) im Staat Washington¹ um 46 % gestiegen, wobei die Preise für Premium-Cannabis am stärksten gestiegen sind. Wir glauben, dass der Anstieg darauf zurückzuführen ist, dass kleinere Außenproduzenten auf die Hanfproduktion umgestellt haben, unrentable Betreiber ihr Geschäft aufgegeben haben und es zu einer allgemeinen Veräußerung in der Branche kam. Die Gesamtnutzung der Cannabis-Anbaufläche beträgt im Bundesstaat Washington weniger als 50 %. Es gibt viele Erklärungen für dieses Ergebnis: „Es ist teuer, Cannabis-Anbauflächen zu entwickeln, die Marktpreise für Cannabis sind kontinuierlich gesunken, der Zugang zu Kapitalinvestitionen ist kompliziert und der Übergang zur Rückverfolgbarkeit gestaltet sich schwierig.“²

Nutzung der Cannabis-Anbauflächen im Bundesstaat Washington



Quelle: Washington State Liquor and Cannabis Board, Marijuana business daily

Alle diese Faktoren wirken sich positiv auf Agrios Holdings aus. Angesichts der steigenden Preise für Premium-Cannabisblüten und die Anbautechnologien von Agrios, die eindeutig auf das (margenstarke) nicht transformierte Produktsortiment der Branche abzielen, erwarten wir bis Ende 2019 gute Ergebnisse für das Unternehmen. Während viele Produzenten schließen, scheint das Geschäftsmodell von Agrios, sich auf Ertrag über Quantität zu konzentrieren, eine gute Wahl gewesen zu sein, um auf dem Markt des Staates Washington erfolgreich zu sein.

¹ Seaport Global Investment Banking

² Washington State Liquor and Cannabis Board Year One Canopy Report, März 2019

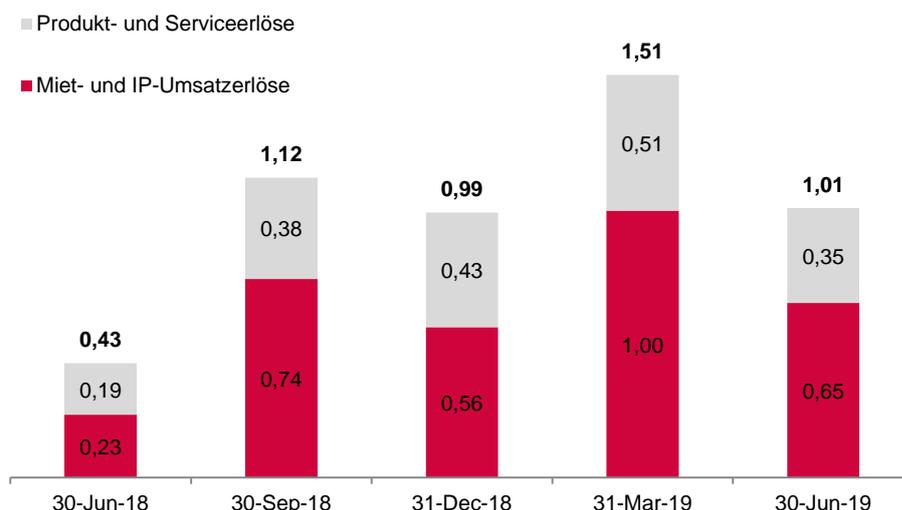
Die Umsätze steigen – die Ergebnisse des 1. Quartals zeigen eine vielversprechende Entwicklung

GUV (in Mio. USD)	30. Juni 2018	30. Juni 2019
Umsatz	0,428	1,007
EBITDA	-0,635	-0,651
EBITDA-Marge	-148,4 %	-119,4 %
EBIT	-0,633	-0,667
EBIT-Marge	-158,7 %	-63,1 %
Nettoertrag	-0,607	-0,728
EPS in USD	-0,01	-0,01

Quellen: Agrios Global Holdings Ltd., GBC AG

Das Unternehmen investiert weiterhin in seine Produktionsstätte in Shelton, die kurz vor dem vollständigen Ausbau steht. Darüber hinaus hat die wachstumsorientierte Ausrichtung des Unternehmens im letzten Quartal zu einer erheblichen Steigerung der Ausgaben geführt. Wir gehen davon aus, dass diese Investitionen in naher Zukunft zu neuen Erträgen führen werden.

Umsatz nach Gebührenstruktur



Quelle: Agrios, GBC

Agrios Holdings hat einen starken Umsatz erzielt, der innerhalb unserer Prognosen lag. Der Umsatz aus Mieteinnahmen und geistigem Eigentum des Unternehmens erreichte 0,652 Mio. USD und der Umsatz aus Produkten und Dienstleistungen lag bei 0,354 Mio. USD. Auch wenn die Gesamtsumme der Umsatzerlöse im zweiten Quartal 2019 niedriger war als im ersten Quartal dieses Jahres, gehen wir davon aus, dass sie mit den Umsatzerlösen aus Q3 und Q4 2018 im Einklang stehen.

Die Forderungen des Unternehmens sind von 4,249 Mio. USD in Q1 auf 5,003 Mio. USD in Q2 2019 gestiegen. Der Anstieg der Forderungen ist der Hauptgrund für niedrigere Umsätze im zweiten Quartal 2019, da ungefähr 0,800 Mio. USD eines Kunden noch ausstehen. Wie bereits in unserem ersten Bericht erläutert prognostizieren wir, dass wir, sobald sich der hohe Betrag an Forderungen reduziert hat, eine größere Stabilität in der Umsatzstruktur des Unternehmens sehen werden und den Umsatz von Quartal zu Quartal genauer vergleichen können.

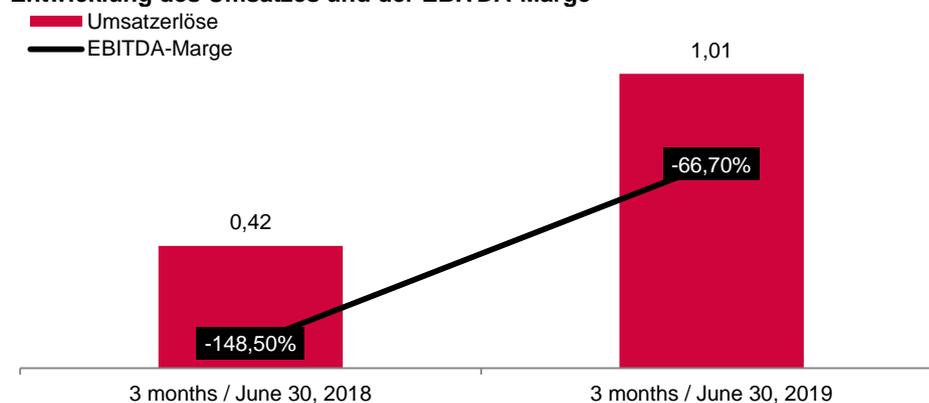
Wie bereits erwähnt gehen wir davon aus, dass der Kunde von Agrios von den positiven Marktentwicklungen in der Branche profitieren wird, um den Verkaufspreis seiner Produkte bei minimalen Mehrkosten zu erhöhen. Dies sollte zu höheren Nettogewinnen

führen, die teilweise zur Begleichung von Rechnungen bei Agrios verwendet werden könnten.

Die Gesamtaufwendungen des Unternehmens sind in diesem Quartal entsprechend unseren Erwartungen gestiegen. Da das Unternehmen Bruttogewinnmargen von 25 % erzielte, konnte es die Nettoverluste auf 0,727 Mio. USD für das zweite Quartal begrenzen, was einen kleinen Anstieg im Vergleich zu 0,654 Mio. USD im zweiten Quartal 2018 darstellt. Die neuen Personaleinstellungskosten, erhöhte Werbebudgets, Gehälter und Beratungshonorare sind der Hauptgrund für diesen Anstieg der Aufwendungen. Es gilt zu beachten, dass die leistungsbedingten Aktienvergütungen gesunken sind.

Die liquiden Mittel des Unternehmens liegen bei etwas über 1 Mio. USD und sind somit stabil gegenüber dem letzten Quartal. Darin enthalten sind die Einnahmen von 0,754 Mio. USD aus Wandelschuldverschreibungen. Da das Unternehmen seine Aufwendungen erhöht, muss es sich in den nächsten Quartalen darauf konzentrieren, den Rohertrag zu steigern.

Entwicklung des Umsatzes und der EBITDA-Marge



Quelle: Agrios, GBC

Agrios liegt im Rahmen unserer Prognosen, was den Gesamtumsatz und das EBITDA für das Geschäftsjahr 2019/2020 betrifft. Wir gehen davon aus, dass der Gesamtumsatz im Laufe des Jahres deutlich steigen wird und bis zum GJ 2019/2020 8,40 Mio. USD erreicht. Da das Unternehmen in diesem Quartal einen massiven Kapitaleinsatz (über 1 Mio. USD) in sein Werk getätigt, neue Mitarbeiter eingestellt und ein Werbebudget von 0,170 Mio. USD eingesetzt hat, gehen wir davon aus, dass diese Investitionen kurzfristig zu einer deutlichen Umsatzsteigerung führen werden. Daher sind wir weiterhin zuversichtlich, dass Agrios Holding unsere Prognosen für das Geschäftsjahr 2019/2020 erreichen wird.

Der Umsatz und die EBITDA-Marge des Unternehmens haben sich im Vergleich zum Vorjahr deutlich verbessert. Einer der Schlüssel zum langfristigen Erfolg des Unternehmens ist, dass die EBITDA-Marge in den nächsten Jahren einen Wert von über 20 % erreicht. Für das zweite Quartal 2018 betrug die EBITDA-Marge -148,50 %, was aufgrund der Entwicklungsphase des Unternehmens zu erwarten war. Nachdem das Unternehmen nun damit begonnen hat, größere Umsätze zu erzielen, sehen wir eine Verbesserung der EBITDA-Marge auf -66,70 %. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen bis zum Geschäftsjahr 2019-2020 positive EBITDA-Margen erzielen wird.

Prognosen

GUV (in Mio. USD)	GJ 2018/19	GJ 2019/20e	GJ 2020/21e	GJ 2021/22e
Umsatz	4,04	8,40	13,50	21,84
EBITDA	-4,24	0,28	2,49	7,24
EBITDA-Marge	Neg.	3,3 %	18,5 %	33,2 %
EBIT	-4,83	-0,43	1,68	5,86
EBIT-Marge	Neg.	Neg.	12,4 %	26,8 %
Nettoertrag	-4,87	-0,50	1,53	5,71
EPS in USD	-0,04	0,00	0,01	0,05

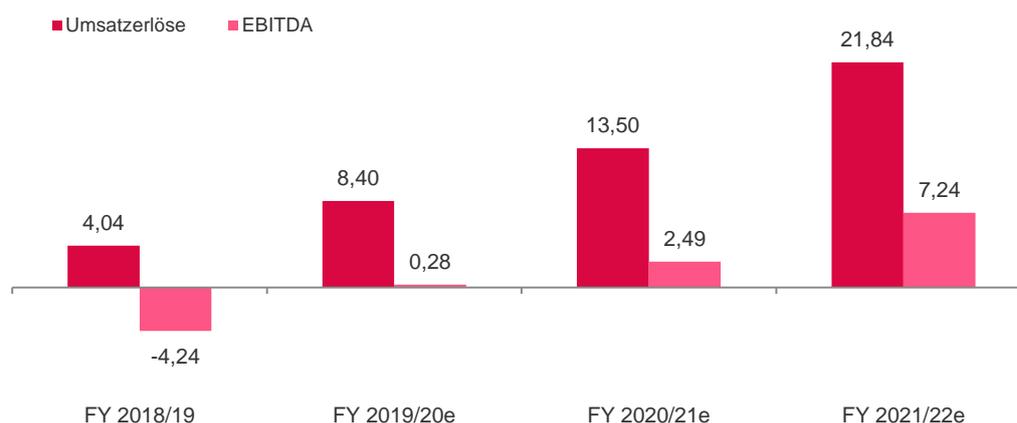
Quelle: GBC AG

Agrios ist ein Unternehmen in der Startphase. Seine Hauptstrategie besteht derzeit darin, sich auf den Ausbau seiner Ertragsströme zu konzentrieren. Das Unternehmen hat das Potenzial, seine Erträge in den nächsten Jahren durch die Gewinnung zusätzlicher Kunden und die Erschließung neuer Umsatzbereiche mit geringem zusätzlichen Investitionsaufwand entscheidend zu steigern.

Durch den Einsatz seiner datengesteuerten Technologie will Agrios es den Produzenten ermöglichen, ihren Ertrag an hochwertigen Endprodukten zu maximieren und damit ihre Margen zu erhöhen. Die Umsätze des Unternehmens sind vom Erfolg der Produzenten abhängig, da höhere Produktions- und Margenergebnisse dazu führen werden, dass Agrios seinen Kundenstamm vergrößert. Darüber hinaus stärkt das Unternehmen mit der Verbesserung seiner Technologie das Vertrauen in die Wirtschaftlichkeit seiner wachsenden Lösungsdienstleistungen und -ausrüstungen.

Darüber hinaus freuen wir uns, dass das Unternehmen weiterhin massiv in seine Anlage investiert, die kurz vor der Fertigstellung steht, und wir glauben, dass es dem Unternehmen helfen wird, sein Betriebskapital auf die Akquisition/den Bau einer neuen Anlage und die Fortführung seines Wachstums zu konzentrieren.

Entwicklung des Umsatzes und des EBITDA



Quelle: GBC AG

Die Anwendung der neuen Rechnungslegungsstandards IFRS 9, IFRS 15 und IFRS 16 zum 1. April 2019 hatte unerhebliche Auswirkungen auf die Finanzdaten von Agrios.

Wir bestätigen unser Kursziel von 1,38 CAD und unsere KAUF-Empfehlung.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die Agrios Global Holdings Ltd. wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019/20, 2020/21 und 2021/22 in Phase 1, erfolgt von 2022/23 bis 2026/27 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 25,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 35,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 12,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Agrios Global Holdings Ltd. 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 und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 %.**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,93. Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,6 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 95 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 11,2 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 11,24 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2020/21 entspricht als Kursziel 1,38 CAD (1,04 USD; 0,94 €). Dieses Kursziel ist bis zum 31.03.2021 gültig, sofern keine vorherige Aktualisierung erfolgt.

Wechselkurs US Dollar zu CAD: 1 USD = 1,3201 CAD (01 Aug, 18:20 UTC)

Wechselkurs US Dollar zu Euro: 1 USD = 0,9039 EUR (01 Aug, 18:20 UTC)

DCF-Modell

Agrios Global Holdings Ltd, - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	25,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	35,0%	ewiges EBITA – Marge	32,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,0%	effektive Steuerquote im Endwert	12,0%
Working Capital zu Umsatz	25,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	
in m USD	8,40	13,50	21,84	27,30	34,13	42,66	53,32	66,65	
Umsatz (US)									
US Veränderung	107,7%	60,7%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,37	0,31	0,49	0,59	0,71	0,86	1,05	1,27	
EBITDA	0,28	2,49	7,24	9,56	11,94	14,93	18,66	23,33	
EBITDA-Marge	3,3%	18,5%	33,2%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	
EBITA	-0,43	1,68	5,86	8,21	10,55	13,49	17,18	21,80	
EBITA-Marge	-5,1%	12,4%	26,8%	30,1%	30,9%	31,6%	32,2%	32,7%	32,7%
Steuern auf EBITA	0,05	-0,20	-0,70	-0,98	-1,27	-1,62	-2,06	-2,62	
zu EBITA	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
EBI (NOPLAT)	-0,38	1,48	5,15	7,22	9,28	11,87	15,12	19,18	
Kapitalrendite	-1,5%	5,7%	10,6%	14,3%	17,4%	21,0%	25,1%	29,8%	28,3%
Working Capital (WC)	3,00	4,50	1,00	6,83	8,53	10,66	13,33	16,66	
WC zu Umsatz	35,7%	33,3%	25,2%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
Investitionen in WC	-0,85	-1,50	-1,00	-1,33	-1,71	-2,13	-2,67	-3,33	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	23,00	44,00	45,00	46,50	48,00	49,50	51,00	52,50	
AFA auf OAV	-0,71	-0,81	-1,38	-1,35	-1,40	-1,44	-1,49	-1,53	
AFA zu OAV	3,1%	1,9%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Investitionen in OAV	-1,00	-21,81	-2,38	-2,85	-2,90	-2,94	-2,99	-3,03	
Investiertes Kapital	26,00	48,50	50,50	53,33	56,53	60,16	64,33	69,16	
EBITDA	0,28	2,49	7,24	9,56	11,94	14,93	18,66	23,33	
Steuern auf EBITA	0,05	-0,20	-0,70	-0,98	-1,27	-1,62	-2,06	-2,62	
Investitionen gesamt	-1,85	-23,31	-3,38	-4,18	-4,60	-5,07	-5,65	-6,36	
Investitionen in OAV	-1,00	-21,81	-2,38	-2,85	-2,90	-2,94	-2,99	-3,03	
Investitionen in WC	-0,85	-1,50	-1,00	-1,33	-1,71	-2,13	-2,67	-3,33	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Nicht zahlungswirksame Posten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-1,52	-21,02	3,15	4,40	6,08	8,24	10,95	14,35	197,33

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	102,03	134,50
Barwert expliziter FCFs	8,26	30,21
Barwert des Continuing Value	93,77	104,28
Nettoverschuldung (Net debt)	-1,68	19,31
Wert des Eigenkapitals	103,72	115,18
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	103,72	115,18
Ausstehende Aktien (voll verwässert)	110,48	110,48
Fairer Wert der Aktie in USD	0,94	1,04
Fairer Wert der Aktie in CAD	1,24	1,38
Fairer Wert der Aktie in EUR	0,85	0,94

Kapitalkostenermittlung:

Risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,93
Eigenkapitalkosten	11,6%
Zielgewichtung	95,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Target weight	5,0%
Taxshield	25,0%
WACC	11,2%

Kapitalrendite	WACC in CAD				
	10,2%	10,7%	11,2%	11,7%	12,2%
27,3%	1,55	1,43	1,33	1,24	1,15
27,8%	1,58	1,46	1,35	1,26	1,18
28,3%	1,61	1,48	1,38	1,28	1,20
28,8%	1,63	1,51	1,40	1,30	1,22
29,3%	1,66	1,54	1,42	1,32	1,24

Kapitalrendite	WACC in USD				
	10,2%	10,7%	11,2%	11,7%	12,2%
27,3%	1,17	1,09	1,01	0,94	0,87
27,8%	1,20	1,10	1,02	0,95	0,89
28,3%	1,22	1,12	1,04	0,97	0,91
28,8%	1,24	1,14	1,06	0,99	0,92
29,3%	1,26	1,16	1,08	1,00	0,94

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,5b,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, Kristina Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Julien Desrosiers, Finanzanalyst

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

Sonstige an der Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, 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



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de