

DYNACERT INC. *5a,5b,11

Rating: Kaufen
Kursziel: 2,00 CAD
(1,50 USD; 1,36 EUR)
(bisher: 1,90 CAD; 1,43 USD;
1,30 EUR)

Aktueller Preis: 0,495
02.12.2019 / TSX / 21:59
Währung: CAD

Stammdaten:

ISIN: CA26780A1084
WKN: A1KBAV
TSX.V: DYA
OTCQB: DYFSF
DAX: DMJ
Aktienanzahl³: 311,64
Marketcap³: 154,26
EV: 154,26
³ in m / in m CAD
Free float: 24%

Primärlisting: TSX-Venture

Zweitlisting: Frankfurt

Rechnungslegung: IFRS

Geschäftsjahresende: 31.12.

Analysten:

Julien Desrosiers
desrosiers@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Datum und Zeitpunkt der
Fertigstellung der Studie:
03.12.2019 (13:45 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der
ersten Weitergabe:
09.12.2019 (09:30)

Gültigkeit des Kursziels: bis
max. 31.12.2020

* Katalog möglicher Interes-
senkonflikte auf Seite 44

Unternehmensprofil

Branche: Automobilbranche

Fokus: Nachrüstungstechnologie zur Reduzierung von
Emissionen

Firmensitz: Toronto, Kanada

Management: James Payne (President & CEO); Wayne
Hoffman (Chairman); Robert Maier (COO); Jean-Pierre
Colin (Director and Corporate Secretary)



dynaCERT Inc. produziert und vertreibt eine Technologie zur Reduzierung der Kohlendioxidemissionen für den Einsatz mit Verbrennungsmotoren. Als Teil der wachsenden globalen Wasserstoffwirtschaft erzeugt ihre patentierte Technologie Wasserstoff und Sauerstoff auf Abruf durch ein einzigartiges Elektrolysesystem und liefert diese Gase über den Lufterlass, um die Verbrennung zu verbessern, was zu niedrigeren CO₂-Emissionen und einer höheren Kraftstoffeffizienz führt. Die Technologie ist für den Einsatz mit unterschiedlichen Arten und Größen von Dieselmotoren konzipiert, unter anderem für Straßenfahrzeuge, Kühlanhängern, Geländebau, Energieerzeugung, Bergbau- und Forstmaschinen, Schiffe und Lokomotiven.

GuV in Mio. CAD \ GJ.-Ende	31.12.2018	31.12.2019e	31.12.2020e	31.12.2021e
Umsatzerlöse	0,16	4,62	62,40	223,90
EBITDA	-16,75	-16,56	0,11	36,45
EBIT	-16,75	-16,56	0,11	36,45
Jahresüberschuss	-16,63	-16,68	0,11	36,71

Kennzahlen in Mio. CAD

Gewinn je Aktie	-0,07	-0,05	0,00	0,12
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	976,01	33,50	2,48	0,69
EV/EBITDA	-9,24	-9,34	1374,29	4,24
EV/EBIT	-9,24	-9,34	1374,29	4,24
KGV	-9,28	-9,25	1360,79	4,20
KBV	15,40			

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in CAD / Rating
20.09.2019: RS / 1,90 CAD; 1,30 € / KAUFEN

Finanztermine

11.12.2019 MKK Münchner Kapitalmarkt
Konferenz

** 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“

Veröffentlichung der 9 Monatszahlen. Sehr wichtige europäische Partnerschaft mit MOSOLF gewonnen. Star-Investor und Milliardär Eric Sprott erwirbt rund 9% von dynaCERT; Kursziel auf 2,00 CAD angehoben (bisher: 1,90 CAD), Rating: Kaufen

In den ersten 9 Monaten 2019 wurden Umsatzerlöse in Höhe von 0,21 Mio. CAD (VJ: 0,07 Mio. CAD) erzielt. Das Nettoergebnis belief sich auf -7,32 Mio. CAD (VJ: -6,37 Mio. CAD).

Partnerschaft mit MOSOLF

Die Gesellschaft konnte mit **MOSOLF** einen weiteren strategischen Partner gewinnen. MOSOLF gehört zu den führenden Systemdienstleistern der Automobilindustrie in Europa. Zum Leistungsspektrum gehören Logistik-, Technik- und Servicelösungen, die mithilfe eines europaweiten Standort-Netzwerks sowie einer multimodalen Verkehrsträgerflotte realisiert werden. MOSOLF verfügt über 38 Technik- und Logistikzentren, 1.000 Fahrzeugspezialtransporter und erzielte 417 Mio. € Umsatz im Jahr 2018.

MOSOLF hat bereits 1.000 dynaCERT HydraGEN™ Einheiten für das Jahr 2020 bestellt und will darüberhinaus als Händler den Markt in Europa bedienen. MOSOLF plant mit seinen Tochterunternehmen in Zentraleuropa Händler und Installateur von HydraGEN Produkten zu werden. Im Rahmen der Zusammenarbeit wurden auch Verhandlungen zu einem Joint-Venture aufgenommen, in dem MOSOLF und dynaCERT gemeinsam die HydraGEN-Technologie für den europäischen Pkw-Markt weiterentwickeln, finanzieren und zertifizieren werden. Wir sehen in der Zusammenarbeit ein umfangreiches Marktpotenzial. Hierdurch könnten der europäische Roll-out noch dynamischer voranschreiten.

Sobald die MOSOLF Gruppe die HydraGEN-Technologie in den eigenen Fahrzeugen verbaut hat und effizientere Verbrauchswerte erzielt als der Wettbewerb, sollte sich der Marktrollout in Europa signifikant beschleunigen.

Die enge Zusammenarbeit zwischen dynaCERT und MOSOLF wird auch deutlich durch den Beitritt von Dr. Jörg MOSOLF (CEO von MOSOLF) in das Advisory Board von dynaCERT. Zudem ist Dr. Jörg MOSOLF gut in der deutschen Logistikbranche vernetzt, unter anderem wurde er zum Präsidenten des Deutschen Verkehrsforums (DVF) gewählt. Hierüber könnten weitere wichtige Kontakte für dynaCERT geschlossen werden.

MOSOLF Fahrzeugspezialtransporter



Quelle: MOSOLF

Weiterhin wurde die dynaCERT Technologie gemäß einer formalen Risikobewertung durch die TES (Total Equipment Services Inc.) freigegeben, was die Anwendung im Untertagebau in Kanada ermöglicht. Hier konnte dynaCERT erneut zeigen, dass die Technologie auch unter strengen Auflagen hohen Sicherheitsstandards genügt, was den adressierbaren Markt für dynaCERT vergrößert.

Darüberhinaus bekam das Unternehmen am 3. September 2019 ein **weiteres US-Patent** erteilt (Nr. 10.400.687 – „Management System and Method for Regulating the On-Demand Electrolytic Production of Hydrogen and Oxygen Gas for Injection in a

Combustion Engine“). Das Patent bezieht sich auf das Smart ECU System, welches durch die Regulierung der Gasmenge die Schadstoffemissionen reduzieren kann und gleichzeitig die Leistung des Verbrennungsmotors verbessern kann. Das Patent sehen wir als wichtigen Schritt an, um den Markt für dynaCERT in der Wachstumsphase möglichst lange vor weiterem Wettbewerb zu schützen.

Starinvestor und Milliardär Eric Sprott steigt ein

Zudem zählt nun **Eric Sprott** zu den maßgeblichen Eigentümern von dynaCERT. Der Milliardär Eric Sprott ist einer der bekanntesten kanadischen Rohstoffinvestoren und sollte durch sein Engagement dynaCERT verstärkt in die öffentliche Wahrnehmung gerückt haben.

Eric Sprott zeichnete Aktien im Gesamtbruttoerlöswert von 14,00 Mio. CAD. Es wurden 28 Mio. Aktien ausgeben zum Preis von 0,50 CAD. Zudem erhält der Investor pro Aktie einen halben Warrant. Der Ausübepreis der Warrants liegt bei 0,65 CAD und kann ab dem 26.11.2021 ausgeübt werden. Die Warrants sind noch an bestimmte weitere Bedingungen geknüpft, sofern der Aktienkurs längere Zeit über 0,80 CAD liegen sollte.

Durch diese Transaktion hält Eric Sprott nun etwa 9,12% des unverwässerten Unternehmens bzw. 12,85% bei Ausübung seiner Warrants.

Prognose bestätigt

In Mio. CAD	31/12/2018	31/12/2019e	31/12/2020e	31/12/2021e
Umsatz	0,16	4,62	62,40	223,90
EBITDA	-16,75	-16,56	0,11	36,45
EBIT	-16,75	-16,56	0,11	36,45
Nettoertrag	-16,63	-16,68	0,11	36,71

Quelle: GBC AG

Unsere Umsatzschätzung basiert auf der Annahme, dass die dynaCERT-Technologie ähnlich schnell vom Markt angenommen wird wie vormals aerodynamische Seitenschwellerprodukte. Für unsere Bewertung haben wir nach sieben Jahren eine Marktdurchdringungsquote von 50% angenommen, was unserer Meinung nach ein konservatives Szenario ist. Da dynaCERT durch Patente geschützt ist und eine sehr hohe Eintrittsbarriere hat - nicht nur durch die Forschung und Entwicklung, sondern auch durch die notwendige Zertifizierung - erwarten wir, dass es für andere Unternehmen kurz- und mittelfristig äußerst schwierig ist gleichwertige Produkte anzubieten.

Wir gehen davon aus, dass dynaCERT in den kommenden Jahren erhebliche Umsatzsteigerungen erzielt. Bis Ende 2019 wird das Unternehmen voraussichtlich 740 Einheiten mit einem Gesamtumsatz von 4,62 Mio. CAD bei einer Rohertragsmarge von 30% generieren.

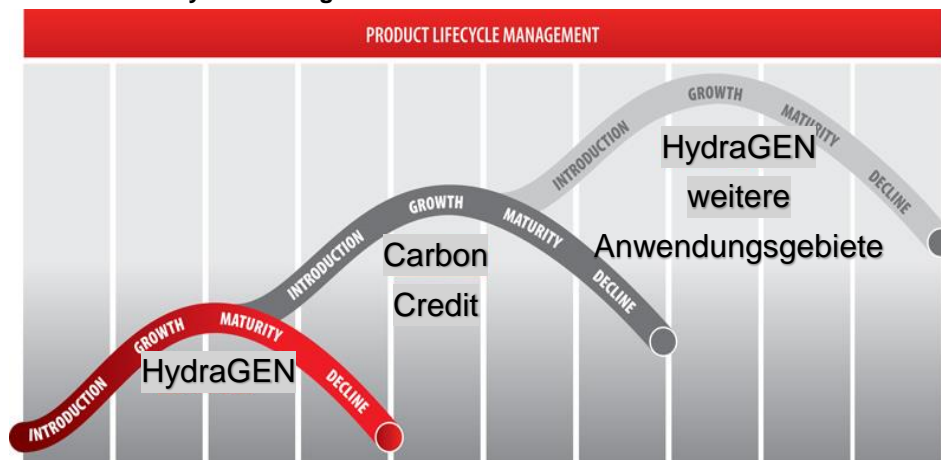
Die Umsatzprognose für das laufende Jahr 2019 wird jedoch noch nicht ausreichen, um Gewinne zu erzielen und der Verlust wird unseres Erachtens auf 16,67 Mio. CAD belaufen. Hintergrund dieser Investitionsphase sind umfangreiche Forschung und Entwicklungstätigkeiten sowie behördliche Genehmigung für den Emissionshandel, was wesentlich für die dritte Phase der Produktentwicklung sein wird. Die Aufwendungen für Forschung und Entwicklung liegen bei etwa 5 Millionen CAD pro Jahr. Wir gehen davon aus, dass dieser Wert im Zuge der Vermarktungserfolge auch sukzessive ansteigen wird. Darüber hinaus baut das Unternehmen aktuell ein globales Vertriebsnetzwerk auf, was mit entsprechenden Kosten verbunden ist. Mit der Finalisierung eines soliden Vertriebsnetzes sollte auch die entsprechenden Ausgaben zurückgehen.

Das Unternehmen verfügt über ein Produktionswerk in Kanada, in dem mehr als 12.000 Einheiten pro Monat produziert werden können. Dies entspricht einer Jahresproduktion von 144.000 Einheiten, sofern das Werk voll ausgelastet ist. Bei einem durchschnittlichen Verkaufspreis von über 6.000 CAD könnte das Werk bei voller Kapazität einen Jahresumsatz von rund 850 Millionen CAD erwirtschaften. Wir prognostizieren, dass das Unternehmen in den nächsten drei Jahren Montagewerke als Joint Venture mit lokalen Niederlassungen in Europa, Mexiko und Asien eröffnen wird. Da es sich bei diesen Standorten nur um Montagewerke und externe Partner für die Produktinstallation handeln wird, sollte das Unternehmen nur vergleichsweise geringe Investitionen benötigen, um das von uns prognostizierte Umsatzwachstum zu erreichen.

Da das Unternehmen bereits viele der wichtigsten Mitarbeiterpositionen besetzt hat, die für die Wachstumsphase benötigt werden, ist nicht zu erwarten, dass der Personalaufwand proportional zum Umsatz steigen wird. dynaCERT könnte im Erfolgsfall innerhalb der nächsten 3 Jahre die Gewinnzone erreichen und die Nettomargen sollten in den darauffolgenden Jahren deutlich steigen.

Wir sind außerdem der Meinung, dass, sobald die Adoptionsrate für HydraGENTM die 30%-Marke überschritten hat, eine weitere wichtige Einkommensquelle hinzukommt: Emissionszertifikate. Mit seinem zweiten separaten Produkt in der Endphase dürfte dynaCERT in der Lage sein, das Emissionszertifikatsprogramm innerhalb weniger Quartale einzuführen und zusätzliche Einnahmen zu generieren.

Produktlebenszyklus-Management



Quelle: IMS Marketing, GBC

Wie bereits erwähnt, existiert derzeit kein bekannter Wettbewerber auf dem Markt, welcher Kraftstoffeinsparungen ermöglichen und gleichzeitig Emissionszertifikate erzeugen könnte. Dieses System zur Aufteilung der Einnahmen aus Emissionszertifikaten könnte innerhalb weniger Jahre die Einnahmen aus dem Verkauf von HydraGEN-Geräten übersteigen. Das System wird auch den Verkauf von HydraGEN und dessen Abhängigkeit vom Ölpreis befreien, was eine schnelle Amortisation ermöglicht. Dieses Geschäft könnte in Zukunft auf einen jährlichen Umsatz in Höhe von 500 bis 1 Milliarde CAD kommen (abhängig vom CO₂-Preis). Wir haben in unserem DCF-Modell diese potenzielle Einnahmequelle aus dem Emissionszertifikatehandel aber noch nicht berücksichtigt.

Das Unternehmen hat erfolgreich eine Reihe von Produkten entwickelt, die als eigenständiges Ökosystem für die Transportindustrie fungieren können, darunter Emissionsreduzierung, Kraftstoffeffizienz und eine Flottenmanagementlösung. Darüber hinaus profitiert der Kunde zukünftig durch das Emissionszertifikatsprogramm von einer stabilen Einnahmequelle. Jedes Produkt allein ist einzigartig.

Unseres Erachtens ist dynaCERT zum aktuellen Zeitpunkt deutlich unterbewertet und wir haben ein neues Kursziel in Höhe von 2,00 CAD (bisher 1,90 CAD) ermittelt und dieses leicht erhöht. Vor dem Hintergrund des hohen Upsidepotenzials vergeben wir das Rating Kaufen.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die dynaCERT Inc. wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019, 2020 und 2021 in Phase 1, erfolgt von 2022 bis 2026 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 25,0 %. Als Ziel EBIT-DA-Marge haben wir konservativ 18,6 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 15,0 % 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 dynaCERT Inc. 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 fortan 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 2,13.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 12,72 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 12,72%.

Wir haben die ausstehenden Optionen und Warrants nach Black Scholes bewertet und bewerten diese als Verbindlichkeit mit einem Wert von 17,31 Mio. CAD. Dafür haben wir bei der Aktienzahl den unverwässerten Wert von 311,64 Mio. angenommen.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 12,7% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2020 entspricht als Kursziel 2,00 CAD (1,50 USD; 1,36 €).

CAD to USD Conversion: 1 CAD = 0,751701 USD (03.12.2019 - 10:37 UTC)

CAD to EUR Conversion: 1 CAD = 0,67892 EUR (03.12.2019 - 10:37 UTC)

DCF-Modell

DynaCERT - 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	18,6%	ewige EBITA - Marge	18,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	8,5%	effektive Steuerquote im Endwert	15,0%
Working Capital zu Umsatz	10,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. CAD	estimate			consistency					final
	FY 19e	FY 20e	FY 21e	FY 22e	FY 23e	FY 14e	FY 25e	FY 26e	Terminal value
Umsatz (US)	2,62	62,40	223,90	279,87	349,84	437,30	546,62	683,28	
US Veränderung	-264,5%	2283,9%	258,8%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,69	7,80	14,93	14,93	14,93	14,93	14,93	14,93	
EBITDA	-16,56	0,11	36,45	52,14	65,17	81,47	101,84	127,29	
EBITDA-Marge	-632,6%	0,2%	16,3%	18,6%	18,6%	18,6%	18,6%	18,6%	
EBITA	-16,56	0,11	36,45	50,86	63,58	79,48	99,35	124,18	
EBITA-Marge	-632,6%	0,2%	16,3%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	-5,47	-7,63	-9,54	-11,92	-14,90	-18,63	
zu EBITA	0,0%	0,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
EBI (NOPLAT)	-16,56	0,11	30,98	43,24	54,04	67,55	84,44	105,55	
Kapitalrendite	-1,61	0,01	1,31	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	94,4%
Working Capital (WC)	9,00	15,60	22,39	27,99	34,98	43,73	54,66	68,33	
WC zu Umsatz	343,8%	25,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Investitionen in WC	-1,91	-6,60	-6,79	-5,60	-7,00	-8,75	-10,93	-13,67	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	3,80	8,00	15,00	18,75	23,44	29,30	36,62	45,78	
AFA auf OAV	0,00	0,00	0,00	-1,28	-1,59	-1,99	-2,49	-3,11	
AFA zu OAV	0,0%	0,0%	0,0%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Investitionen in OAV	-0,61	-4,20	-7,00	-5,03	-6,28	-7,85	-9,81	-12,27	
Investiertes Kapital	12,80	23,60	37,39	46,74	58,42	73,03	91,28	114,10	
EBITDA	-16,56	0,11	36,45	52,14	65,17	81,47	101,84	127,29	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	-5,47	-7,63	-9,54	-11,92	-14,90	-18,63	
Investitionen gesamt	-2,53	-10,80	-13,79	-10,62	-13,28	-16,60	-20,75	-25,93	
Investitionen in OAV	-0,61	-4,20	-7,00	-5,03	-6,28	-7,85	-9,81	-12,27	
Investitionen in WC	-1,91	-6,60	-6,79	-5,60	-7,00	-8,75	-10,93	-13,67	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-19,09	-10,69	17,19	33,89	42,36	52,95	66,19	82,73	983,51

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	576,64	660,65
Barwert expliziter FCFs	151,13	181,04
Barwert des Continuing Value	425,51	479,61
Nettoschulden (Net debt)	27,75	38,44
Wert des Eigenkapitals	548,89	622,21
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	548,89	622,21
Ausstehende Aktien in Mio.	311,64	311,64
Fairer Wert der Aktie in CAD	1,76	2,00
Fairer Wert der Aktie in USD	1,32	1,50
Fairer Wert der Aktie in EUR	1,20	1,36

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	2,13
Eigenkapitalkosten	12,7%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	1,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	-649,2%
WACC	12,7%

Kapitalrendite	WACC CAD				
	12,1%	12,4%	12,7%	13,0%	13,3%
93,9%	2,13	2,06	1,99	1,92	1,86
94,1%	2,14	2,06	1,99	1,93	1,87
94,4%	2,14	2,07	2,00	1,93	1,87
94,6%	2,15	2,07	2,00	1,93	1,87
94,9%	2,15	2,08	2,00	1,94	1,88

Kapitalrendite	WACC EUR				
	12,1%	12,4%	12,7%	13,0%	13,3%
93,9%	1,45	1,40	1,35	1,31	1,26
94,1%	1,45	1,40	1,35	1,31	1,27
94,4%	1,45	1,40	1,36	1,31	1,27
94,6%	1,46	1,41	1,36	1,31	1,27
94,9%	1,46	1,41	1,36	1,32	1,27

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