



Researchstudie (Anno)



Umfangreiche PKW-Nachrüstung in Aussicht mit Fördergeldern von VW und Daimler

Kursziel: 1,00 €

Rating: Halten

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 18

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“

Baumot Group AG*5a, 11

Rating: Halten
Kursziel: 1,00 €

aktueller Kurs: 0,82 €
21.10.2020 10:11 / ETR
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A2G8Y89
WKN: A2G8Y8
Börsenkürzel: TINC
Aktienanzahl³: 22,86
Marketcap³: 18,74
EnterpriseValue³: 17,23
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 85,84%

Transparenzlevel:
Freiverkehr

Marktsegment:
Basic Board

Rechnungslegung:
HBG

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
BankM AG, ODDO SEYDLER
BANK AG

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 19

Unternehmensprofil

Branche: Automotive

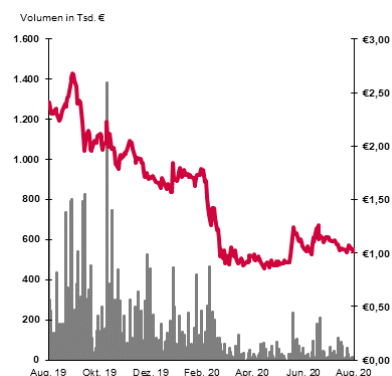
Fokus: Abgasnachbehandlung

Mitarbeiter: 59 stand: 31.12.2019

Gründung: 1995

Firmensitz: Königswinter

Vorstand: Stefan Beinkämper



Die Baumot Group AG ist ein führender Anbieter im Bereich der Abgasnachbehandlung. Diese Produkte und Dienstleistungen setzt Baumot branchenübergreifend in den Geschäftsfeldern OEM (Erstausrüstung), Retrofit (Nachrüstung) und Aftermarket (Ersatzteile) ein. Zu den Branchen zählen insbesondere On-Road (z.B. Pkw, Lkw sowie Busse) und Off-Road (z.B. Baumaschinen, landwirtschaftliche Maschinen oder stationäre Anlagen).

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2019	31.12.2020e	31.12.2021e	31.12.2022e
Umsatz	15,12	6,40	12,00	25,60
EBITDA	0,15	-6,03	-2,61	3,52
EBIT	-0,56	-6,73	-3,31	2,81
Jahresüberschuss	0,13	-7,18	-3,91	1,91

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,01	-0,31	-0,17	0,08
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,14	2,69	1,44	0,67
EV/EBITDA	118,69	-2,86	-6,60	4,90
EV/EBIT	-30,99	-2,56	-5,20	6,13
KGV	143,83	-2,61	-4,79	9,79
KBV	5,77			

Finanztermine

30. Oktober 2020: Halbjahreszahlen 2020

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

16.12.2019: RS / 3,13 € / Kaufen

30.08.2019: RS / 3,40 € / Kaufen

31.01.2017: RS / Rating ausgesetzt

11.02.2016: RS / 1,57 € / Kaufen

03.11.2015: RS / 1,57 € / Kaufen

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Der Baumot Group AG scheint strategisch der erfolgreiche Turnaround gelungen zu sein. Die Umsatzerlöse konnten im Geschäftsjahr 2019 um 144,3% auf 15,12 Mio. € (VJ: 6,19 Mio. €) gesteigert werden. Damit lag der Umsatz dennoch leicht unter unserer Prognose von 17,12 Mio. €. Hintergrund dieser Entwicklung war ein sehr gutes Geschäft in der EU (außerhalb Deutschlands) und in Israel. Trotz der sehr guten Entwicklung blieben die ausländischen Umsätze leicht unter den Erwartungen.
- Die dynamische Umsatzentwicklung im Jahr 2019 spiegelte sich auch im Ergebnis wider. Das EBITDA drehte mit 0,15 Mio. € (VJ: -6,14 Mio. €) ins Positive. So konnten die Kosten weiter optimiert werden und die Materialaufwandsquote reduzierte sich auf 53,6% (VJ: 67,9%). Die Personalkosten verblieben nahezu konstant und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen konnten leicht reduziert werden. Ein sehr positiver Einmaleffekt wurde in den sonstigen betrieblichen Erträgen verbucht. So beliefen sich die sonstigen betrieblichen Erträge auf 1,97 Mio. € (VJ: 0,54 Mio. €), bedingt durch einen Debt-to-Equity-Swap (0,67 Mio. €) und durch Zuschüsse zu Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen. Ein weiterer Einmaleffekt zeigte sich im Bereich der Ertragssteuern mit 1,17 Mio. € (VJ: -0,31 Mio. €) durch die Auflösung passivierter latenter Steuern. Somit wurde im Geschäftsjahr 2019 in Summe ein Jahresüberschuss in Höhe von 0,13 Mio. € (VJ: -9,20 Mio. €) erzielt.
- Für das laufende Geschäftsjahr 2020 hat das Unternehmen 6,40 Mio. € Umsatz in Aussicht gestellt. Wir erwarten auch Corona-Auswirkungen im Jahr 2021 und haben ein konservatives Szenario prognostiziert. Für das laufende Geschäftsjahr 2020 erwarten wir Umsatzerlöse in Höhe von 6,40 Mio. € und für das Geschäftsjahr 2021 12,00 Mio. €, bzw. 25,60 Mio. € für das Geschäftsjahr 2022. Hintergrund der Umsatzsteigerung sollten steigende Absatzzahlen in Italien, Israel und insbesondere in Großbritannien sein. Zudem gehen wir davon aus, dass die PKW-Nachrüstung ab dem Jahr 2022 erfolgreich in Deutschland anlaufen wird.
- Ergebnisseitig erwarten wir im laufenden Geschäftsjahr 2020 einen starken Rückgang, da im Geschäftsjahr 2019 positive Einmaleffekte, wie z.B. Fördergelder und eine Auflösung latenter Steuern, zu deutlichen Ergebnisverbesserungen geführt haben. Wir gehen davon aus, dass im laufenden Geschäftsjahr 2020 ein EBITDA in Höhe von -6,03 Mio. € erzielt wird und -2,61 Mio. € im Geschäftsjahr 2021, bzw. 3,52 Mio. € im Geschäftsjahr 2022. Mit den steigenden Umsätzen erwarten wir auch Skaleneffekte im Materialaufwand und sukzessive Margenverbesserungen.
- **Das laufende Geschäftsjahr 2020 und unseres Erachtens zum Teil auch das Geschäftsjahr 2021 sollten noch von der Corona-Krise geprägt sein. Wir erwarten deutliche Verbesserungen im Geschäftsjahr 2022. Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir ein Kursziel in Höhe von 1,00 € (bisher: 3,13 €) ermittelt und vergeben das Rating Halten.**

INHALTSVERZEICHNIS

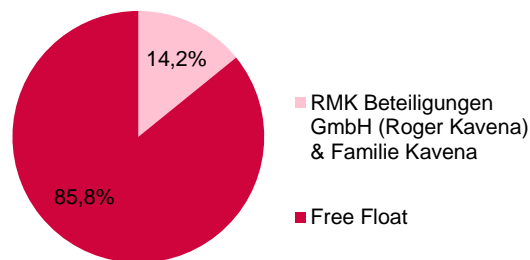
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Unternehmensstruktur zum 31.12.2019	4
Markt- und Marktentwicklung	5
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	7
Geschäftsentwicklung 2019	8
Umsatzentwicklung	8
Ergebnisentwicklung	9
Bilanzielle und finanzielle Situation	10
SWOT-Analyse	11
Prognosen	12
Umsatzprognose	12
Ergebnisprognose	13
Bewertung	16
Modellannahmen	16
Bestimmung der Kapitalkosten	16
Bewertungsergebnis	16
DCF-Modell.....	17
Anhang	18

UNTERNEHMEN

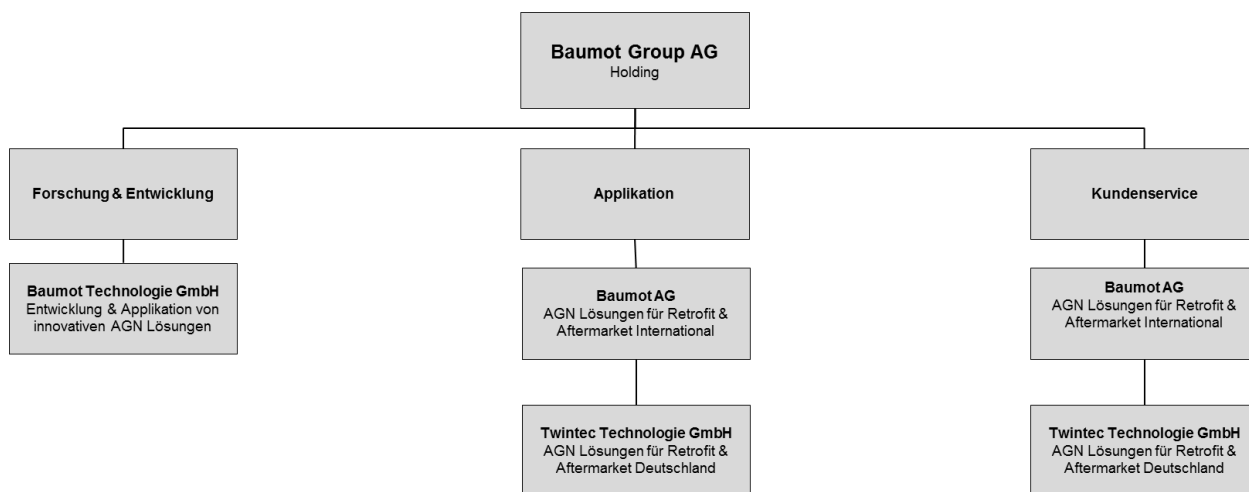
Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	31.12.2019
RMK Beteiligungen GmbH (Roger Kavena) & Familie Kavena	14,2%
Free Float	85,8%

Quelle: Baumot Group AG; GBC AG



Unternehmensstruktur zum 31.12.2019



Quelle: Baumot Group AG

Geschäftsbereiche

Produkte & Dienstleistungen	Forschung & Entwicklung	Applikation	Kundenservice
Geschäftsfelder	OEM • <i>Erstausrüstung</i>	Retrofit • <i>Nachrüstung</i>	Aftermarket • <i>Austauschteile</i>
Branchen	OffRoad • <i>Baumaschinen</i> • <i>Landmaschinen</i>	OnRoad • <i>Pkw</i> • <i>Nutzfahrzeuge z.B. Lkw</i> • <i>Busse, Transporter</i>	Sonstige • <i>Stationäre Anlagen z.B. Kraftwerke</i>

Quelle: Baumot Group AG

Markt- und Marktentwicklung

Nur neuste Dieselaautos der Abgasstandards Euro 6d-TEMP und Euro 6d haben auch auf der Straße niedrige Stickstoffoxid-Emissionen. Ältere Dieselaautos überschreiten hingegen die Euro-Grenzwerte für Stickstoffdioxid auf der Straße deutlich.

Diesel-Pkw sind die Hauptquelle für Stickstoffoxid in den Städten. Laut dem Umweltbundesamt trägt der Verkehrsbereich zu rund 60% zur Stickstoffdioxid (NO₂)-Belastung bei. Daran sind die Diesel-Pkw wesentlich beteiligt: Sie verursachen 65% der direkten NO₂-Emissionen des Straßenverkehrs. Andere Fahrzeuge haben einen wesentlich geringeren Anteil. Busse zum Beispiel machen im Bundesdurchschnitt nur 4% der Emissionen des städtischen Verkehrs aus. Auch Lkw- und Lieferverkehr sind mit zusammen rund 28% deutlich weniger an der Luftbelastung beteiligt als die Diesel-Pkw. Die lokale Industrie ist für etwa 3% der NO₂-Belastung in deutschen Städten verantwortlich. Die privaten Heizungen einer Stadt tragen zu rund 7% zur NO₂-Belastung bei. Um die Hauptquelle von Stickstoffdioxiden zu reduzieren, könnten Diesel-PKW mit der Baumot-Technologie nachgerüstet werden.

Die Mitgliedsstaaten der EU haben sich im Jahr 1999 darauf geeinigt, dass ab dem Jahr 2010 ein NO₂-Jahresmittelwert von 40 Mikrogramm pro Kubikmeter (µg/m³) überall eingehalten werden soll. Grundlage war eine entsprechende Empfehlung der Weltgesundheitsorganisation. Man ging damals davon aus, dass dieser Wert bei einem gleichbleibenden Verkehrsaufkommen in den Innenstädten und mit einer verbesserten Abgasreinigung innerhalb von 10 Jahren einhaltbar wäre. Nicht erwartet hatte man die höhere Zahl von Dieselfahrzeugen. Dennoch wäre der Luftgrenzwert an den meisten Orten einzuhalten gewesen, wenn die Realemissionen der älteren Diesel-Pkw nicht die Emissionen auf dem Rollenprüfstand deutlich überschritten hätten.

Zudem stoßen junge Diesel-Pkw der Abgasnormen Euro 5 und 6a/b/c auf der Straße kaum weniger Stickstoffoxide aus als Fahrzeuge, die schon 10 Jahre oder noch älter sind. Ein Grund liegt darin, dass zur Senkung des Kraftstoffverbrauchs die Temperaturen beim Verbrennungsprozess gesteigert wurden und damit grundsätzlich mehr Stickstoffoxide direkt vom Motor gebildet werden. Damit haben anschließende Abgasnachbehandlungssysteme höhere Minderungsraten zu erbringen, um real niedrige Stickstoffoxidemissionen (NO_x-Emissionen) zu erreichen. Heutige Euro-5- und Euro-6-Diesel-Pkw haben daher bei unzureichender Auslegung der Abgasreinigung sehr hohe Stickstoffoxidemissionen. Das zeigt, dass vor Einführung von Euro 6d-TEMP und Euro 6d die Hersteller die durchaus vorhandenen technischen Potenziale zur Minderung der Stickstoffoxidemissionen unterschiedlich stark nutzten. Teilweise findet bei diesen Fahrzeugen bei bestimmten Situationen im realen Fahrbetrieb (z.B. bei niedrigen Ansauglufttemperaturen) kaum eine aktive Stickstoffoxidminderung statt. Bei Vorhandensein einer selektiven katalytischen Reduktion (SCR) kam es bei diesen Fahrzeugen teilweise zu einer nicht vollständigen Ausnutzung der möglichen Minderung der Stickstoffoxide, da beispielsweise dem Katalysator nicht ausreichend Harnstoff zudosiert wird. Erst modernste Diesel-Pkw der Normen Euro 6d-TEMP bzw. Euro 6d zeigen auch im Betrieb auf der Straße ein niedriges Emissionsniveau.

Im Durchschnitt führt dies zu deutlich höheren durchschnittlichen Stickstoffoxidemissionen im realen Fahrbetrieb auf der Straße im Vergleich zu auf dem Rollenprüfstand gemessenen Werten bei der Überprüfung der Abgasgrenzwerte: Gemäß dem Handbuch für Emissionsfaktoren des Straßenverkehrs hat ein Euro-4-Diesel-Pkw heute auf der Straße durchschnittlich mit 1.087 Milligramm pro Kilometer (mg/km) rund viermal höhere NO_x-Emissionen im Vergleich zum Grenzwert (Euro-4-Grenzwert: 250 mg NO_x/km). Bei Euro-5-Diesel-Pkw ist es schon fünfmal höher (real: 968 mg NO_x/km, Grenzwert: 180 mg NO_x/km). Bei Euro-6-Diesel-Pkw (6a/b/c) liegen die realen NO_x-Emissionen sogar

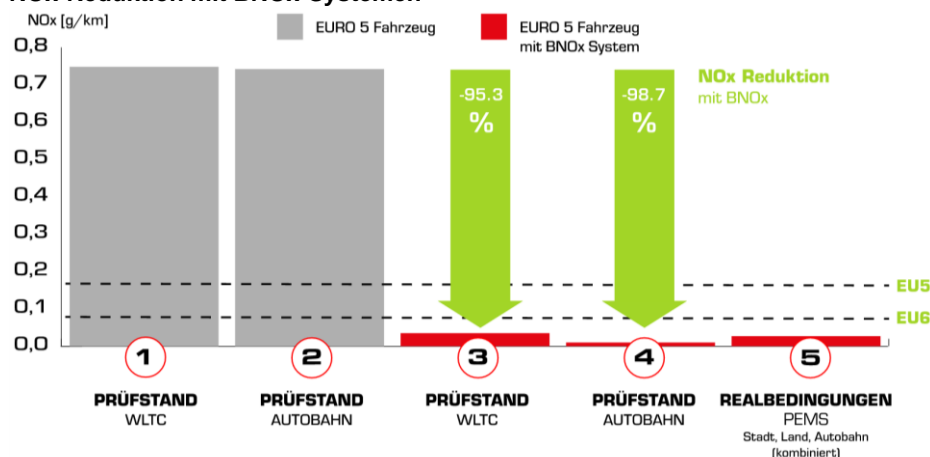
um mehr als den Faktor 7 über dem Grenzwert (real: 630 mg NOx/km, Grenzwert: 80 mg NOx/km). Moderne Diesel-Pkw der Normen Euro 6d-TEMP und 6d liegen im Schnitt deutlich unter dem gleichen Grenzwert. Die hohen Emissionen resultieren teilweise auch aus Alterungseffekten, die für Euro-4-Diesel-Pkw aufgrund des inzwischen hohen Fahrzeugalters deutlich ausgeprägter sind.

Auch bei einem Technologievergleich, das heißt bei Annahme gleicher Laufleistung von 50.000 km und damit einer Vereinheitlichung dieser Alterseffekte, werden jedoch insgesamt hohe Emissionen beobachtet, die deutlich über dem Grenzwert liegen. Euro-4-Diesel-Pkw liegen dann mit 989 mg NOx/km nahezu gleichauf zu Euro-5-Diesel-Pkw mit 950 mg NOx/km. Euro-6-a/b/c-Diesel-Pkw stoßen bei der standardisierten Fahrleistung von 50.000 km durchschnittlich 614 mg NOx/km aus.

Damit „ältere“ Diesel-Fahrzeuge die neuen Grenzwerte einhalten, müssen diese mit sogenannten SCR-Katalysatoren (selektive katalytische Reduktion) nachgerüstet werden. Dafür hat die Bundesregierung den rechtlichen Rahmen mit Anforderungen an Stickoxid-Minderungssysteme geschaffen. Das Kraftfahrt-Bundesamt (KBA) erteilt seitdem allgemeine Betriebserlaubnisse für Nachrüstsysteme (wie z.B. die Baumot-Lösungen), die diesen Anforderungen genügen. Nachgerüstete Fahrzeuge sind nach dem Bundes-Immissionsschutzgesetz im Falle von Fahrverboten von diesen ausgenommen. Die Kostenübernahme für die Umrüstung haben derzeit lediglich zwei Automobilhersteller (Daimler und VW) unter bestimmten Bedingungen zugesagt.

Um durch Nachrüstung einen signifikanten Beitrag zur Verbesserung der Luftqualität in mit Stickstoffdioxid hoch belasteten Städten zu erreichen, muss ein hoher Prozentsatz der Euro-5-Diesel-Pkw nachgerüstet werden. Nur durch flächenbezogene Dieselfahrverbote könnte dies in Städten mit aktuell noch deutlichen Überschreitungen der NO₂-Grenzwerte initiiert werden, da nachgerüstete Fahrzeuge von Fahrverboten in der Regel ausgenommen sind. Zudem müssten die Automobilhersteller die Kosten für die Nachrüstung zumindest teilweise übernehmen.

NOx-Reduktion mit BNOx-Systemen



Quelle: Baumot

Mit dem Baumot BNOx-System zur Abgasnachbehandlung konnten die Stickoxide um über 90% reduziert werden. Somit könnten die Anforderungen umgesetzt werden und Besitzer von Diesel-Fahrzeugen könnten Fahrverbote vermeiden. Wir sehen hier einen großen Markt für Nachrüstungen insbesondere mit den Fördergeldern von VW und Daimler.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Prognose der Entwicklungen des Umsatzes, des EBITDA und der EBITDA-Marge

	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e
Umsatzerlöse	6,19	15,12	6,40	12,00	25,60
Bestandsveränderungen	0,54	0,20	0,05	0,50	0,00
andere aktivierte Eigenleistungen	0,09	0,00	0,00	0,00	0,00
sonstige betriebliche Erträge	0,54	1,97	0,00	0,50	0,00
Materialaufwand	-4,20	-8,10	-3,43	-6,11	-12,38
Rohertag	3,15	9,19	3,02	6,89	13,22
Personalaufwand	-4,49	-4,83	-4,90	-5,00	-5,20
Abschreibungen	-2,40	-0,70	-0,70	-0,70	-0,70
sonstige betriebliche Aufwendungen	-4,80	-4,21	-4,15	-4,50	-4,50
EBIT	-8,54	-0,55	-6,73	-3,31	2,81
Zinserträge	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwendungen	-0,35	-0,49	-0,40	-0,40	-0,40
Ergebnis Entkonsolidierung Kontec	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBT	-8,88	-1,03	-7,13	-3,71	2,41
Außerordentliche Aufwendungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ertragssteuern	-0,31	1,17	-0,05	-0,20	-0,50
sonstige Steuern	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Minderheitenanteile	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Jahresergebnis	-9,20	0,13	-7,18	-3,91	1,91
Umsatzerlöse	6,19	15,12	6,40	12,00	25,60
EBITDA	-6,14	0,15	-6,03	-2,61	3,52
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>-99,1%</i>	<i>1,0%</i>	<i>-94,2%</i>	<i>-21,8%</i>	<i>13,7%</i>
EBIT	-8,54	-0,55	-6,73	-3,31	2,81
<i>EBIT-Marge</i>	<i>-137,9%</i>	<i>-3,6%</i>	<i>-105,2%</i>	<i>-27,6%</i>	<i>11,0%</i>
Netto-Ergebnis	-9,20	0,13	-7,18	-3,91	1,91
<i>Netto-Marge</i>	<i>-148,6%</i>	<i>0,9%</i>	<i>-112,2%</i>	<i>-32,6%</i>	<i>7,5%</i>

Quelle: GBC AG

Geschäftsentwicklung 2019

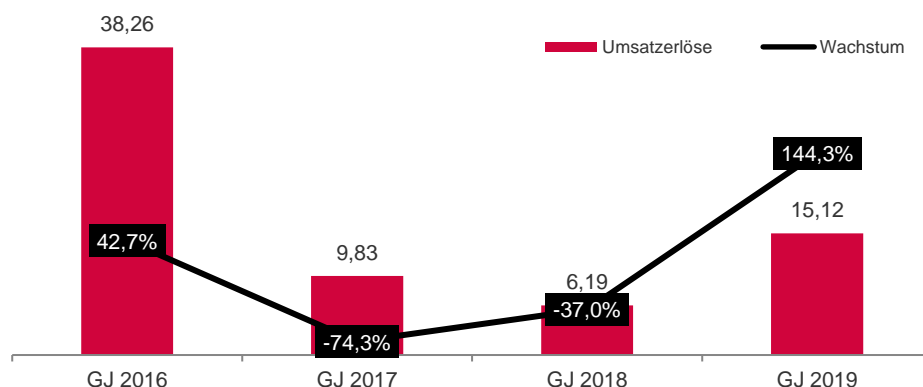
GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019
Umsatzerlöse	9,83	6,19	15,12
EBITDA	-6,20	-6,14	0,15
EBITDA-Marge	-63,0%	-99,2%	1,0%
EBIT	-8,92	-8,54	-0,56
EBIT-Marge	-90,8%	-138,0%	-3,7%
Jahresüberschuss	-8,50	-9,20	0,13
EPS in €	-0,51	-0,50	0,01

Quelle: Baumot, GBC

Umsatzentwicklung

Der Baumot Group AG scheint der erfolgreiche Turnaround gelungen zu sein. So konnte ein deutliches Umsatzwachstum um 144,3% auf 15,12 Mio. € (VJ: 6,19 Mio. €) erzielt werden. Damit lag das Unternehmen dennoch unter unserer Prognose von 17,12 Mio. € (Research vom 16.12.2019). Der Grund für die leicht schwächere Umsatzentwicklung lag in der schwächeren Umsatzentwicklung außerhalb Europas und im Vereinigten Königreich. Diese Möglichkeiten hatten wir bereits im Research vom 16.12.2019 adressiert, da politische Unsicherheiten insbesondere in Israel zu Umsatzeinbußen führten.

Umsatzentwicklung (in Mio. €) und Umsatzwachstum in (in %)



Quelle: Baumot, GBC

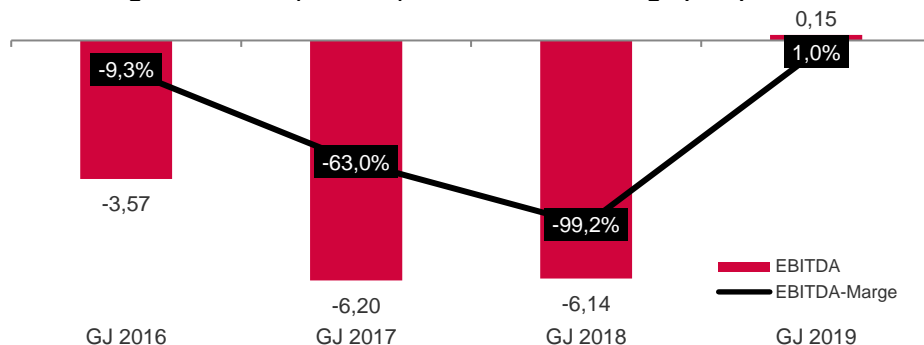
Aktuell werden nahezu alle Umsatzerlöse (99,6%) im Bereich Nutzfahrzeuge (NFZ) erzielt. Somit ist der große Markt der PKW-Nachrüstung im Jahr 2019 noch nicht adressiert worden. Hier sollten sich insbesondere in der Zukunft weitere Potenziale heben lassen. Geografisch wurde der größte Teil der Umsatzerlöse außerhalb Deutschlands erzielt. So wurde der EU-Umsatz (exklusive Deutschland) um 123,1% auf 8,11 Mio. € (VJ: 3,64 Mio. €) gesteigert und der Umsatz außerhalb der EU um 337,9% auf 6,35 Mio. € (VJ: 1,45 Mio. €). Mit gesetzlichen Maßnahmen im Bereich der Dieselnachrüstung sollte auch Deutschland wieder zu einem wichtigen Markt für die Baumot Group AG werden.

Insgesamt konnten gute Umsatzsteigerungen erzielt werden und es zeigt sich, dass es globale regulatorische Bestrebungen gibt, welche sich positiv auf die Baumot Group AG auswirken. Es zeigt sich auch, dass die Baumot Group AG erfolgreich internationale Geschäftsbeziehungen aufbauen kann und somit kaum geografisch gebunden ist.

Ergebnisentwicklung

Die positive Umsatzentwicklung spiegelt sich auch in der Ergebnisentwicklung wider. Das EBITDA lag erstmals seit der jüngeren Vergangenheit im positiven Bereich. So konnte ein EBITDA in Höhe von 0,15 Mio. € (VJ: -6,14 Mio. €) erwirtschaftet werden.

Entwicklung des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)

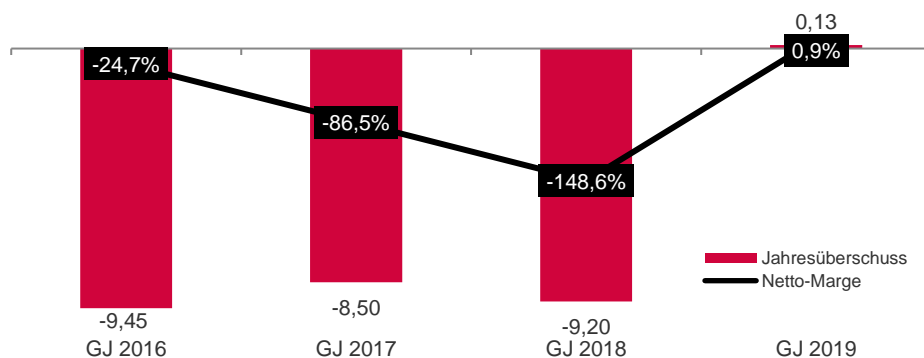


Quelle: Baumot, GBC

Der Grund für die positive Ergebnisentwicklung ist neben der Umsatzsteigerung auch ein signifikanter Kostenabbau sowie ein hoher Einmaleffekt der sonstigen betrieblichen Erträge. So reduzierte sich die Materialaufwandsquote von 67,9% (2018) auf 53,6% (2019), bzw. von 4,20 Mio. € (2018) auf 8,10 Mio. € (2019). Der Personalaufwand wurde nahezu konstant gehalten mit 4,83 Mio. € (VJ: 4,49 Mio. €) und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen reduzierten sich um 12,7% von 4,80 Mio. € auf 4,21 Mio. €. Die sonstigen betrieblichen Erträge stiegen um 267,2% auf 1,97 Mio. € (VJ: 0,54 Mio. €) an und wurden im Rahmen eines Debt-to-Equity-Swaps (0,67 Mio. €) und von Zuschüssen zu Forschung & Entwicklungsaufwendungen (0,88 Mio. €) erzielt.

Nachdem in den vorangegangenen Jahren zahlreiche außerplanmäßige Abschreibungen anfielen, wurden nun reguläre Abschreibungen in Höhe von 0,70 Mio. € (VJ: 2,40 Mio. €) ausgewiesen. Dementsprechend belief sich das EBIT auf -0,55 Mio. € (VJ: -8,54 Mio. €).

Entwicklung des Jahresüberschusses (in Mio. €) und der Netto-Marge (in %)



Quelle: Baumot, GBC

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2019 konnten noch umfangreiche passivierte latente Steuern ertragswirksam aufgelöst werden. Hierdurch wurden positive Ertragsteuern in Höhe von 1,17 Mio. € (VJ: -0,31 Mio. €) verbucht. Dies führte in Summe zu einem Jahresüberschuss in Höhe von 0,13 Mio. € (VJ: -9,20 Mio. €). Insgesamt konnte ein erfolgreicher Turnaround erzielt werden, wobei auch umfangreiche Einmaleffekte im Bereich der Ertragsteuern und der sonstigen betrieblichen Erträge zum positiven Ergebnis beigetragen haben.

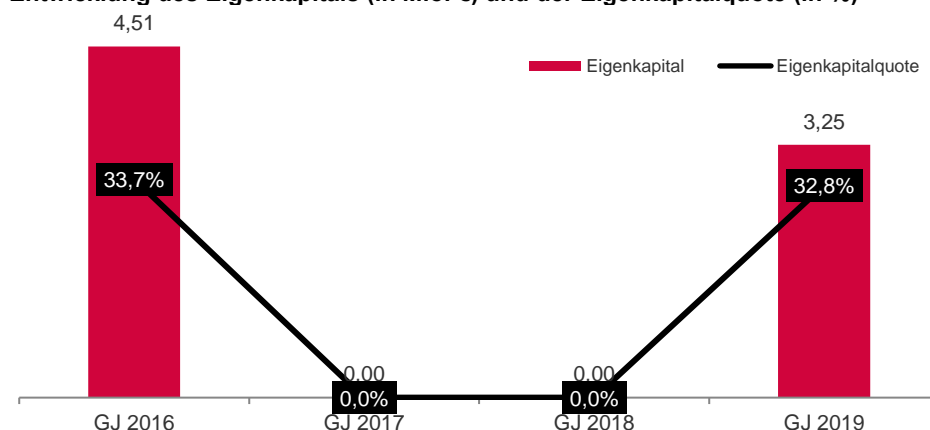
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Eigenkapital	0,00	0,00	3,25
EK-Quote (in %)	0,0%	0,0%	32,2%
Operatives Anlagevermögen	4,78	2,81	2,30
Working Capital	-3,03	2,25	3,93
Net Debt	-0,40	-0,25	-1,51

Quelle: Baumot, GBC

Das Eigenkapital erhöhte sich zum 31.12.2019 auf 3,25 Mio. € (VJ: 0,00 Mio. €), wobei zum 31.12.2018 ein durch Eigenkapital nicht gedeckter Fehlbetrag in Höhe von -2,25 Mio. € vorlag (de facto negatives Eigenkapital). Entsprechend stieg die Eigenkapitalquote auf 32,2% an (31.12.2019: 0%). Erzielt wurde diese Eigenkapitalverbesserung durch eine Barkapitalerhöhung in Höhe von 2,94 Mio. € sowie durch einen Debt-to-Equity-Swap in Höhe von 3,16 Mio. €. Teil des ausgewiesenen Eigenkapitals sind noch -26,81 Mio. € an Bilanzverlust, welcher sich zukünftig steuersenkend auswirken könnte.

Entwicklung des Eigenkapitals (in Mio. €) und der Eigenkapitalquote (in %)



Quelle: Baumot, GBC

Trotz des positiven Ergebnisses wurde noch kein positiver operativer Cashflow erzielt. Der operative Cashflow belief sich auf -2,07 Mio. € (VJ: -8,07 Mio. €) und zeigt, dass die aktuelle Profitabilität deutlich gesteigert werden muss, um auf externe Finanzierung zu verzichten. Der Investitions-cashflow ist mit -0,23 Mio. € nahezu auf Vorjahresniveau (VJ: -0,30 Mio. €). Durch die volumenschwächeren Kapitalerhöhungen reduzierte sich auch der Finanzierungscashflow auf 3,42 Mio. € (VJ: 8,44 Mio. €). Sofern der operative Cashflow nicht ins positive gedreht wird, ist das Unternehmen unseres Erachtens nach noch auf externe Finanzierung angewiesen. So konnte auch im laufenden Geschäftsjahr 2020 zum 14.07.2020 eine erfolgreiche Barkapitalerhöhung in Höhe von 0,73 Mio. € vermeldet werden.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Ausgereiftes Produktportfolio im Bereich der Abgasnachbehandlung • Familie Kavena als stabiler Ankeraktionär • Nachgewiesener Erfolg des BNOx-Systems • Wenig Wettbewerb im Nachrüstmarkt • International erfolgreiches Vertriebsnetzwerk 	<ul style="list-style-type: none"> • Derzeit niedrige Ausstattung mit liquiden Mitteln • Aktuelle schwache Bilanz • Positive Ergebnisse und Cashflows werden derzeit noch nicht erzielt • Covid-19 beeinträchtigt das Geschäftsmodell
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Durch die Fördergelder von VW und Daimler zu Nachrüstungen sollte es zu deutlichen Umsatzsteigerungen kommen können • Aktuelle politische Verschiebung zu Klimapolitik könnte weitere Märkte für Baumot schaffen • Mit zunehmender Internationalisierung weitet sich das globale Umsatzpotenzial 	<ul style="list-style-type: none"> • Abhängigkeit von regulatorischen Rahmenbedingungen • Alternative Antriebe ohne schädliche Emission (z.B. Elektroantriebe) machen die Nachbehandlung von Abgasen überflüssig

Prognosen

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e
Umsatzerlöse	15,12	6,40	12,00	25,60
EBITDA	0,15	-6,03	-2,61	3,52
EBITDA-Marge	1,0%	-94,2%	-21,8%	13,7%
EBIT	-0,56	-6,73	-3,31	2,81
EBIT-Marge	-3,7%	-105,2%	-27,6%	11,0%
Jahresüberschuss	0,13	-7,18	-3,91	1,91
EPS in €	0,01	-0,31	-0,17	0,08

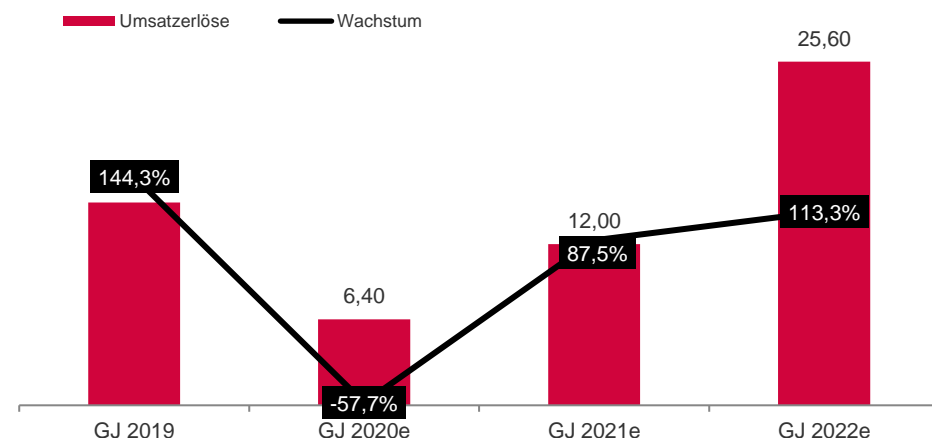
Quelle: GBC AG

Umsatzprognose

Nachdem im abgelaufenen Geschäftsjahr 2019 deutliche Umsatzsteigerungen erzielt wurden, wurde für das laufende Geschäftsjahr 2020 ursprünglich eine Umsatz-Guidance von 20 Mio. € mit einem EBITDA im Bereich von 0,4 Mio. € ausgegeben. Diese Guidance wurde am 20.10.2020 angepasst mit einer neuen Umsatz-Guidance von 6,40 Mio. € ohne ein Ergebnis zu guiden. Aktuell geht das Unternehmen davon aus, dass sich die Umsatzerlöse größtenteils in das Jahr 2021 verschieben. Wir erwarten, dass sich die Corona-Krise auch im Jahr 2021 noch nicht beendet sein wird und haben daher ein konservativeres Szenario erstellt.

Wir gehen daher davon aus, dass im laufenden Geschäftsjahr 2020 ein Umsatz in Höhe von 6,40 Mio. € erzielt wird und erwarten für das Geschäftsjahr 2021 Umsatzerlöse in Höhe von 12,00 Mio. € bzw. 25,60 Mio. € für das Geschäftsjahr 2022. Wir gehen aktuell davon aus, dass die Covid-19-Pandemie kaum Einschränkungen für die Baumot Group AG im Jahr 2022 haben wird.

Prognose der Umsatzerlöse und der Umsatzwachstumsrate



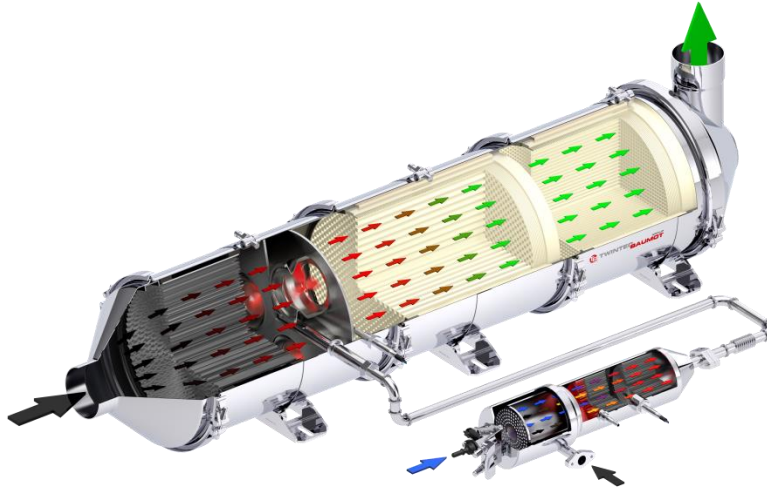
Quelle: GBC AG

Mittelfristig ist das Unternehmen insbesondere von den regulatorischen Rahmenbedingungen und den Einführungen von strengeren Emissionsnormen abhängig. Daher könnte es zu sprunghaften Umsatzsteigerungen bei Einführungen von z.B. weiteren Fahrverboten kommen. Dem Unternehmen spielt auch zu, dass der allgemeine Trend zum Umweltbewusstsein anhält, was in der Regel auch die Politik dazu veranlasst entsprechende Regulatorik voranzutreiben.

Wir erwarten eine steigende Nachfrage nach Hardware-Nachrüstung (BNOx von Baumot) insbesondere bei VW- und Daimler-Modellen, da diese Hersteller die Nachrüstung mit bis zu 3000 € fördern. Entsprechend hat sich Baumot bereits positioniert und ein Online-Bestellsystem eingerichtet, in dem Kunden Modelle und Einbaupartner in der

Nähe ausfindig machen können. Aktuell verfügt Baumot über 80 Partnerwerkstätten. Das Management sieht in Deutschland das Potenzial zur Nachrüstungen für die Branche bis zum Jahr 2023 bei rund 100.000 Pkw und 37.000 leichten Nutzfahrzeugen.

BNOx-System



Quelle: Baumot Group AG

Die wichtigsten Märkte außerhalb Deutschlands werden unseres Erachtens auch weiterhin Großbritannien, Italien und Israel bleiben. In Großbritannien rüstet Baumot Stadtbusflotten nach. Hier konnte Baumot weitere Zertifizierungen erlangen und geht davon aus, eine dynamische Auftragsentwicklung und möglicherweise eine weitere finanzielle Förderung zu erhalten. In Großbritannien wurden 190 Mio. £ an Fördermitteln zu Nachrüstungen von Stadtbussen bereitgestellt. Hiervon konnte sich Baumot bereits umfangreiche Teile sichern. Die Nachrüstung soll in Großbritannien auch auf Überlandbusse ausgeweitet werden, was etwa 1.500 bis 2.000 weitere Busse betreffen sollte. Somit ist hier auch ein hohes zusätzliches Marktpotenzial vorhanden.

In Italien hat die Baumot Group ein etabliertes Vertriebs- und Werkstattnetzwerk aufbauen können. Es ist davon auszugehen, dass auch in Italien verstärkt Zufahrtsbeschränkungen umgesetzt werden und daher weitere Nachrüstungen erforderlich werden. Das Management geht von einer soliden Entwicklung nach dem Corona-Shutdown aus.

Der israelische Markt wurde stark vom Corona-Lockdown getroffen, was zu einem Auftragsstopp führte. Der lokale Vertriebspartner hat jedoch zwischenzeitlich weitere Investitionen in das Vertriebs- und Werkstattnetzwerk getätigt und plant, den Vertrieb wieder auszubauen. Aktuell sollen noch Lagerbestände abgebaut werden, aber ein kleinerer Auftrag wurde bereits abgegeben.

Langfristig plant Baumot neben den klassischen Nachrüstungen im Dieselpbereich auch in eFuel-Lösungen zu investieren, welche in Verbindung mit synthetischen Kraftstoffen langfristig einen interessanten Markt darstellen könnten.

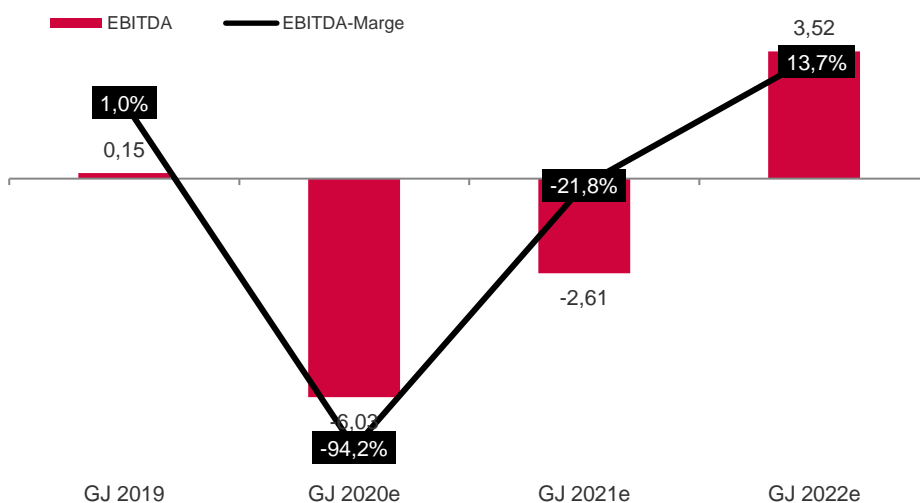
Ergebnisprognose

Da bereits umfangreiche Kostenoptimierungen im Jahr 2019 stattfanden, erwarten wir kaum verbesserungspotenzial im Jahr 2020. Zudem ist das laufende Geschäftsjahr 2020 noch von der Corona-Krise betroffen. So kam es im abgelaufenen Geschäftsjahr 2019 noch zu positiven Einmaleffekten im Bereich der sonstigen betrieblichen Erträge und der

Ertragsteuern, welche sich unseres Erachtens nicht im Geschäftsjahr 2020 wiederholen werden.

Entsprechend erwarten wir ein EBITDA im laufenden Geschäftsjahr 2020 in Höhe von -6,03 Mio. €, gefolgt von -2,61 Mio. € im Geschäftsjahr 2021 und 3,52 Mio. € im Geschäftsjahr 2022. Mittelfristig sollte es zu einer Verbesserung der Bruttomarge kommen, da wir von steigenden Skaleneffekten ausgehen. Wir gehen davon aus, dass die Personalkosten mittelfristig nur wenig ansteigen werden, ähnlich wie die sonstigen betrieblichen Aufwendungen.

Prognose der Entwicklung des EBITDA und der EBITDA-Marge

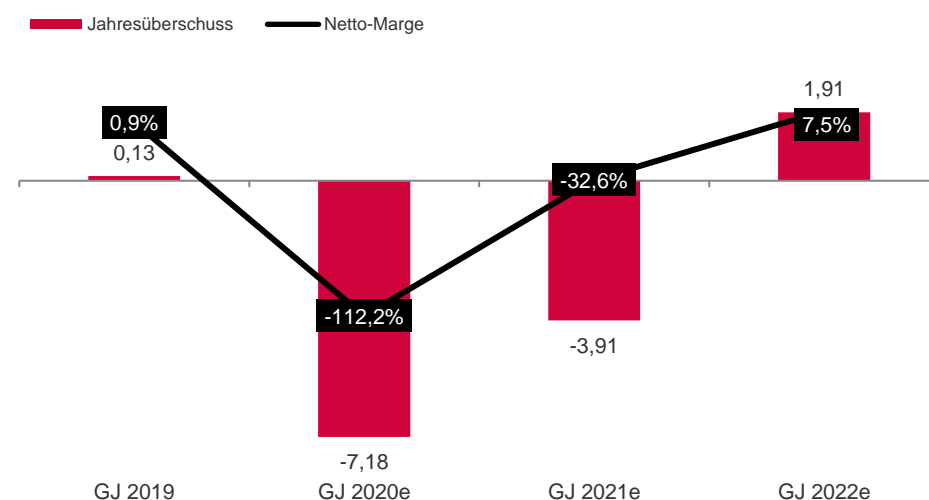


Quelle: GBC AG

Möglicherweise erhält das Unternehmen auch noch weitere Fördergelder, die wir nicht in unseren Prognosen berücksichtigt haben. Mit dem Erreichen der Profitabilität auf Nettoebene sollte es zu vergleichsweise geringen Steuerbelastungen kommen, da die umfangreichen Verlustvorträge noch bestehen.

Mit dem umfangreichen Umrüstgeschäft in Deutschland sollte es auch zu einer sehr guten Ergebnisentwicklung kommen. Wir erwarten, dass sich der Jahresüberschuss im laufenden Geschäftsjahr 2020 noch auf -7,18 Mio. € belaufen wird und im Geschäftsjahr 2021 auf -3,91 Mio. €, bzw. 1,91 Mio. € im Geschäftsjahr 2022.

Prognose der Entwicklung des Netto-Ergebnisses und der Netto-Marge



Quelle: GBC AG

Das laufende Geschäftsjahr 2020 und unseres Erachtens zum Teil auch das Geschäftsjahr 2021 sollten noch von der Corona-Krise geprägt sein. Wir erwarten deutliche Verbesserungen im Geschäftsjahr 2022. Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir ein Kursziel in Höhe von 1,00 € (bisher: 3,13 €) ermittelt und vergeben das Rating Halten.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die Baumot Group AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2020, 2021 und 2022 in Phase 1, erfolgt von 2023 bis 2027 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,0 %. Als Ziel EBIT-DA-Marge haben wir 13,7 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 20,0 % 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 Baumot Group AG 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 % der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,37.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,54% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,54%.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,54% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2021 entspricht als Kursziel 1,00 €.

DCF-Modell

Baumot Group AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	13,7%	ewige EBITA - Marge	13,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	10,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	25,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 14e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	6,40	12,00	25,60	26,24	26,89	27,57	28,26	28,96	
US Veränderung	-57,7%	87,5%	113,3%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	3,37	6,67	14,22	14,22	14,22	14,22	14,22	14,22	
EBITDA	-6,03	-2,61	3,52	3,60	3,69	3,79	3,88	3,98	
EBITDA-Marge	-94,2%	-21,8%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	
EBITA	-6,73	-3,31	2,81	3,42	3,51	3,60	3,69	3,78	
EBITA-Marge	-105,2%	-27,6%	11,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,05	-0,18	-0,56	-0,68	-0,70	-0,72	-0,74	-0,76	
	-0,7%	-5,4%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-6,78	-3,49	2,25	2,74	2,81	2,88	2,95	3,02	
Kapitalrendite	-108,8%	-59,2%	24,2%	15,4%	33,4%	33,4%	33,4%	33,4%	29,1%
Working Capital (WC)	4,00	7,50	16,00	6,56	6,72	6,89	7,06	7,24	
WC zu Umsatz	62,5%	62,5%	62,5%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
Investitionen in WC	-0,07	-3,50	-8,50	9,44	-0,16	-0,17	-0,17	-0,18	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	1,90	1,80	1,80	1,85	1,89	1,94	1,99	2,04	
AFA auf OAV	-0,70	-0,70	-0,70	-0,18	-0,18	-0,19	-0,19	-0,20	
AFA zu OAV	36,9%	39,0%	39,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Investitionen in OAV	-0,30	-0,60	-0,70	-0,23	-0,23	-0,24	-0,24	-0,25	
Investiertes Kapital	5,90	9,30	17,80	8,40	8,61	8,83	9,05	9,28	
EBITDA	-6,03	-2,61	3,52	3,60	3,69	3,79	3,88	3,98	
Steuern auf EBITA	-0,05	-0,18	-0,56	-0,68	-0,70	-0,72	-0,74	-0,76	
Investitionen gesamt	-0,37	-4,10	-9,20	9,21	-0,39	-0,40	-0,41	-0,42	
Investitionen in OAV	-0,30	-0,60	-0,70	-0,23	-0,23	-0,24	-0,24	-0,25	
Investitionen in WC	-0,07	-3,50	-8,50	9,44	-0,16	-0,17	-0,17	-0,18	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-6,45	-6,89	-6,25	12,13	2,60	2,66	2,73	2,80	38,40

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	26,35	35,49
Barwert expliziter FCFs	4,72	12,01
Barwert des Continuing Value	21,63	23,48
Nettoschulden (Net debt)	5,34	12,63
Wert des Eigenkapitals	21,01	22,86
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	21,01	22,86
Ausstehende Aktien in Mio.	22,86	22,86
Fairer Wert der Aktie in EUR	0,92	1,00

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,37
Eigenkapitalkosten	8,5%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	1,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	24,9%
WACC	8,5%

Kapitalrendite	WACC				
	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%
19,1%	0,78	0,69	0,62	0,56	0,50
24,1%	1,02	0,91	0,81	0,73	0,66
29,1%	1,25	1,12	1,00	0,90	0,82
34,1%	1,49	1,33	1,19	1,07	0,97
39,1%	1,73	1,54	1,38	1,24	1,13

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,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:

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

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 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