

A.H.T Syngas Technology N.V.*4,5a,6a,11

Projektbedingte Übergangsphase mit Turnaround-Potenzial

Branche: Technologie

Fokus: Bau von CleanTec-Anlagen; Contracting

Gründung: 2007

Mitarbeiter: 27 (30.06.25)

Firmensitz: Overath, Bonn

Vorstand: Gero Ferges

Das Geschäftsmodell der AHT Syngas Technology (kurz: AHT) basiert auf einer ausgereiften und robusten Technologie zur umweltfreundlichen Energieerzeugung, die auf die ehemalige Klöckner Humboldt Deutz AG zurückgeht. AHT hat sich zu einem weltweit agierenden Unternehmen entwickelt, das sich auf die Entwicklung von Technologien zur Umwandlung kohlenstoffhaltiger Brennstoffe in Synthesegase konzentriert. Konkret entwickelt, plant und vertreibt das Unternehmen weltweit innovative dezentrale Kraftwerke und Gasreinigungssysteme. Das Leistungsspektrum umfasst Kompakt-/Biomassekraftwerke, Heißgassysteme für rein industrielle Wärmeanwendungen, Reingassysteme für dezentrale Kraftwerke zur Stromerzeugung sowie Projektplanung, Projektmanagement und Wartungsdienstleistungen. Dabei fungiert die AHT zunehmend als Anbieter von CleanTec-Lösungen. Mit hocheffizienten Anlagen leistet das Unternehmen einen wesentlichen Beitrag zur Defossilisierung und Dekarbonisierung und agiert somit in Zukunftsmärkten.

in Mio. €	GJ 23	GJ 24	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e
Umsatz	13,65	8,29	2,25	9,24	18,79	23,09
EBITDA	1,39	-3,13	-1,70	0,02	1,62	2,13
EBIT	1,26	-3,30	-1,85	-0,13	1,47	1,93
Jahresüberschuss	0,72	-2,45	-1,86	-0,18	1,03	1,36
Gewinn je Aktie	0,29	-0,98	-0,69	-0,07	0,38	0,51
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/Umsatz	0,56	0,92	3,39	0,83	0,41	0,33
EV/EBITDA	5,49	neg.	neg.	336,12	4,72	3,58
EV/EBIT	6,06	neg.	neg.	neg.	5,21	3,95
KGV	8,31	neg.	-3,23	neg.	5,85	4,43
KBV	1,48	1,32				

Investment Case

- Im 1. HJ 2025 gingen die Umsätze deutlich auf 1,91 Mio. € zurück (VJ: 9,47 Mio. €), was primär auf das Ausbleiben neuer Projekte zurückzuführen ist; operativ blieb das EBITDA mit 0,07 Mio. € dennoch leicht positiv
- Anstelle der Projektarbeit lag der Schwerpunkt im 1. HJ 2025 auf der technologischen Weiterentwicklung, insbesondere der Standardisierung der modularen Backbone-Anlage R116 sowie Fortschritten im Bereich Wasserstoff aus Biomasse, inklusive Patenterteilung im September 2025.
- Für das Gesamtjahr 2025 erwarten wir Umsätze von 2,25 Mio. € und ein EBITDA von -1,70 Mio. €, bevor wir ab 2026 einen deutlichen Umsatzsprung und den EBITDA-Break-even unterstellen. Ab 2027 prognostizieren wir eine nachhaltige Profitabilität.
- Die bewährte Syngas-Technologie mit flexiblen Einsatzmöglichkeiten in Wärme-, Strom- und künftig Wasserstoffanwendungen bildet die Grundlage für Skalierbarkeit, Projektpipeline und die langfristige Positionierung von AHT als spezialisierter CleanTec-Anbieter.
- Das mittels DCF ermittelte Kursziel von 8,50 € (bisher: 20,20 €) reflektiert unsere reduzierten Annahmen. Das Rating lautet weiterhin KAUFEN.

Rating: KAUFEN

Kursziel: 8,50 € (alt: 20,20 EUR)

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs vom 12.12.25	2,24 EUR
Börsenplatz	XETRA
ISIN	NL0010872388
WKN	3SQ1
Aktienzahl (in Mio.)	2,68
MCap (in Mio. EUR)	6,00
Enterprise Value (in Mio. EUR)	7,63
Transparenzlevel	Freiverkehr
Marktsegment	Open Market
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	DUTCH GAAP

Aktionärsstruktur

Management; Mitarbeiter	40,1%
Institutionelle Investoren	35,9%
Free Float	24,0%

Finanztermine

Geschäftsbericht 2025	bis 30.06.26
Hauptversammlung	August 2026
6-Monatsbericht	bis 31.10.26

Analysten

Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)
Matthias Greiffenberger (greiffenberger@gbc-ag.de)

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
08.05.25: RS / 20,20 / KAUFEN
23.04.24: RS / 37,50 / KAUFEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen werden

Fertigstellung: 15.12.2025 (08:30 Uhr)
Erste Weitergabe: 15.12.2025 (11:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2026

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 8

Geschäftsentwicklung 1.HJ 2025

GuV in Mio. €	1.HJ 23	1.HJ 24	1.HJ 25
Umsatz	6,76	9,47	1,91
EBITDA	0,65	0,80	0,07
Periodenergebnis	0,31	0,52	-0,04
	31.12.23	31.12.24	30.06.25
EK (EK-Quote)	4,06 (50,7%)	4,54 (40,1%)	5,02 (44,9%)
Working Capital	1,31	1,43	3,07
Liquide Mittel	2,18	1,59	0,46

Quelle: AHT; GBC AG

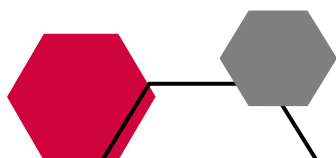
Da die Geschäftstätigkeit der A.H.T. Syngas Technology N.V. (kurz: AHT) einen starken Projektcharakter hat, unterliegt die Gesellschaft einer hohen Umsatzvolatilität. Dies wird anhand der deutlich rückläufigen Umsätze von 1,91 Mio. € im ersten Halbjahr 2025 (VJ: 9,47 Mio. €) gut sichtbar. Während im Vorjahr Teilumsätze für die teilweise Inbetriebnahme eines japanischen Kraftwerks sowie Umsätze für den Bau einer „HotGas“-Anlage zur Versorgung einer Lackieranlage eines deutschen Industriekunden erzielt wurden, gab es im ersten Halbjahr 2025 nur noch geringe Projektumsätze. Diese stehen vornehmlich mit Teilzahlungen des japanischen Projekts sowie Restzahlungen des deutschen Projekts im Zusammenhang.

Grundsätzlich war das erste Halbjahr 2025 nicht von Projektaufgaben betroffen. Vielmehr hatten Projektverschiebungen einen starken Einfluss auf die Ertragslage der Gesellschaft. Ein Beispiel für eine fortgesetzte verschobene Projektabwicklung ist das japanische Projekt, das von einer verzögerten Lieferung von Anlagenkomponenten eines Zulieferers bzw. einer verzögerten Einbindung lokaler Infrastruktur betroffen war.

Während die Abarbeitung von Projekten im ersten Halbjahr in den Hintergrund gerückt ist, lag der Fokus der Gesellschaft auf der Umsetzung ihrer geplanten Wachstumsstrategie. Technologisch wurde hierbei die Standardisierung der „Backbone“-Anlage R116 vorangetrieben, auf deren Basis das künftige Produktspektrum aufbauen soll. Die modular erweiterbare R116 kann sowohl für die Wärmeerzeugung als auch für die kombinierte Wärme- und Stromerzeugung verwendet werden. Darüber hinaus kann der R116-Gaserzeuger auch für die Wasserstoffproduktion aus Biomasse angepasst werden. In diesem Bereich wurden im ersten Halbjahr 2025 Fortschritte erzielt, die sich in der Patenterteilung im September 2025 widerspiegeln.

Angesichts der deutlich rückläufigen Umsatzerlöse weist die AHT auch auf operativer Ergebnisebene eine rückläufige Entwicklung auf. Allerdings war die Gesellschaft in der Lage, Kostenreduktionen umzusetzen. Neben der umsatzbedingten Minderung der Materialkosten reduzierte sich der Personalaufwand deutlich auf 0,51 Mio. € (VJ: 0,87 Mio. €). Damit lag das EBITDA mit 0,07 Mio. € (VJ: 0,80 Mio. €) noch knapp im positiven Bereich. Das Periodenergebnis lag hingegen mit -0,04 Mio. € (VJ: 0,52 Mio. €) knapp im negativen Bereich.

Aufgrund der im April 2025 durchgeführten Kapitalerhöhung mit einem Bruttoerlös in Höhe von 0,55 Mio. € steigerte sich das Eigenkapital der AHT trotz des geringen Nachsteuerverlustes auf 5,02 Mio. € (31.12.24: 4,54 Mio. €). Die dazugehörige EK-Quote liegt bei 44,9 % (31.12.24: 40,1 %). Der überwiegende Teil des Fremdkapitals hat dabei einen Working-Capital-Charakter und entfällt daher nur geringfügig auf zinstragende Verbindlichkeiten (Bankverbindlichkeiten: 0,19 Mio. €). Dabei weist die Gesellschaft in den ersten sechs Monaten einen deutlichen Anstieg des



Working Capitals auf 3,07 Mio. € (31.12.24: 1,43 Mio. €) aus, hauptsächlich bedingt durch einen Anstieg der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen. Hier sind unter anderem ausstehende Forderungen des verzögerten Projektes in Japan enthalten. Hier sind liquide Mittel gebunden, die per 30.06.25 auf 0,46 Mio. € (31.12.24: 1,59 Mio. €) gefallen sind.

Den hohen Forderungen an die Bestandskunden stehen nicht genutzte Lagerbestände für die verzögerten Projekte in Japan gegenüber. Auch diese Lagerbestände stellen einen hohen Vermögenswert dar. Diese Lagerbestände können für die Abarbeitung der angebahnten Projekte in Europa verwendet werden, was sich positiv auf das Ergebnisniveau auswirken wird.

Prognosen und Modellannahmen

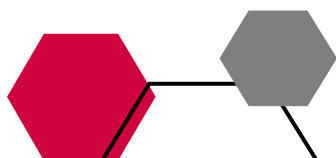
in Mio. €	GJ 2025e	GJ 2026e	GJ 2027e	GJ 2028e
Umsatzerlöse	2,25	9,24	18,79	23,09
EBITDA	-1,70	0,02	1,62	2,13
EAT	-1,86	-0,18	1,03	1,36

Quelle: GBC AG

Die zweite Jahreshälfte 2025 wird voraussichtlich von fehlenden Projekterlösen geprägt sein. Die Fokussierung auf die Vorbereitung und Umsetzung der Wachstumsstrategie, zu der die Standardisierung der Technologie sowie die Erweiterung um den Bereich Wasserstoff gehört, wird zunächst zu niedrigen Umsätzen führen. Auf Gesamtjahresbasis wird die Gesellschaft unseren Prognosen zufolge Umsatzerlöse in Höhe von 2,25 Mio. € erwirtschaften, was nur einem marginalen Anstieg gegenüber den Halbjahresumsätzen entspricht. Für die zweite Jahreshälfte rechnen wir folglich mit einer abnehmenden Kostendeckung, was auf Gesamtjahresbasis ein negatives operatives Ergebnis (EBITDA: -1,70 Mio. €) zur Folge haben dürfte. Damit passen wir unsere bisherigen Prognosen (siehe Studie vom 08.05.25) deutlich nach unten an.

Die Umsatz- und Ergebnisprognosen für die Jahre 2026 und 2027 beinhalten insbesondere konkrete Projekte, die sich derzeit in einem unterschiedlichen Stadium befinden. So liegen beispielsweise für zwei Projekte in Deutschland und Österreich bereits Verträge vor, für die noch Förderbescheide bzw. Genehmigungen ausstehen. Darüber hinaus steht die Beauftragung in Polen kurz vor dem Vertragsabschluss. Ein Teil unserer Prognosen umfasst auch Projekte, die zwar identifiziert sind, sich jedoch noch vor einer möglichen Beauftragung befinden. Hierfür ziehen wir einen von der Gesellschaft erarbeiteten Projektplan heran, wofür, nach Unternehmensangaben, hohe Kundenanfragen bestehen. Durch die Konzentration auf europäische Projekte wird eine frühzeitige Reduzierung der Abhängigkeit vom japanischen Key Account erreicht. Dies entspricht der kommunizierten Unternehmensstrategie.

Alle Projekte basieren auf der bereits fertig entwickelten Kerntechnologie der Gesellschaft. Eine Erweiterung um den Bereich der Wasserstoffgewinnung aus Biomasse unterstellen wir erst ab dem Geschäftsjahr 2028. Im Vergleich zu unseren bisherigen Prognosen unterstellen wir einen geringeren Anteil an Anlagen mit Wasserstofftechnologie. Darüber hinaus hat das investitionsintensive Contracting-Geschäft gegenüber unseren bisherigen Prognosen ebenfalls eine untergeordnete Bedeutung. In unserem konkreten Prognosezeitraum bis 2028 unterstellen wir lediglich die Errichtung und Inbetriebnahme einer Contracting-Anlage, die im Laufe des Geschäftsjahres 2028 erste Betriebsumsätze generieren sollte.



Das Ergebnis dieser vorsichtigeren Planung sind deutlich reduzierte Umsatz- und Ergebnisschätzungen für den Prognosezeitraum 2026–2028. Der wesentliche Anpassungseffekt ergibt sich aus der starken Reduzierung der geplanten volumenstarken Anlagen zur Herstellung von Wasserstoff aus Biomasse. Dies wirkt sich besonders stark auf die Prognosen für das Geschäftsjahr 2028 aus: Wir unterstellen nun Umsatzerlöse in Höhe von 20,39 Mio. € (bisherige Prognose: 46,42 Mio. €) und ein EBITDA in Höhe von 2,11 Mio. € (bisherige Prognose: 8,97 Mio. €).

Bereits ab dem kommenden Geschäftsjahr sollte die AHT den EBITDA-Break-Even gemäß Planungen erreichen, ab 2027 sollte dies auch auf Ebene des Nachsteuerergebnisses der Fall sein.

SWOT-Analyse (Kurzfassung)

Stärken

- Erfahrenes Management mit hohem technischem Know-How
- Fertigtechnologie befindet sich bereits im Einsatz
- Kostenbild ist von niedrigen Fixkosten geprägt

Schwächen

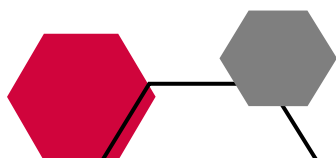
- Liquide Mittel (30.06.25: 0,46 Mio. €) bieten einen niedrigen Sicherheitspuffer
- Verzögerung der japanischen Projekte bindet Liquidität (Forderungen aus LuL: 6,49 Mio. €)
- Projektcharakter des Geschäftsmodells geht mit hohen Umsatz- und Ergebnisschwankungen einher.

Chancen

- Technologie der Gesellschaft lässt sich um neue Anwendungen erweitern
- Umfangreiche Projektliste könnte zu deutlich steigenden Umsätzen und Ergebnissen führen
- Erweiterung um das Contracting-Geschäft sollte zu einer Verstetigung der Geschäftsentwicklung führen

Risiken

- Es sind Investitionen in den Aufbau des Contracting-Geschäftes notwendig
- Projektliste hat insbesondere ab dem Geschäftsjahr 2027/2028 einen hohen Plancharakter
- Verschiebungen von Projekten könnten sich weiter nachteilig auf die Geschäftsentwicklung und Liquiditätslage der AHT auswirken



Bewertung

Modellannahmen

Die A.H.T. Syngas Technology N.V. wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2025 bis 2028 in Phase 1, erfolgt in der zweiten Phase von 2029 bis 2032 die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. In der zweiten Phase erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 6,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 13,0 % (bisher: 19,3 %) angenommen. In der Steuerquote haben wir zunächst Verlustvorträge berücksichtigt, bevor diese auf 30 % in Phase 2 ansteigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 3,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der A.H.T. Syngas Technology N.V. 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 Basis-punkte gerundet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 2,50 %.

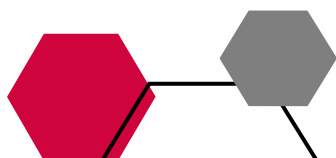
Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,49.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,67 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 85 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,75 %.

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 8,50 € (bisher: 20,20 €) je Aktie ermittelt. Die deutliche Kurszielreduktion ist eine Folge unserer angepassten Prognosen, die insbesondere das Geschäftsjahr 2028 betreffen, womit sich eine niedrigere Basis für die Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells ergibt. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.



DCF MODELL

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	GJ 32e	
Umsatz	2,25	9,24	18,79	23,09	24,59	26,19	27,89	29,70	
Umsatzwachstum	-72,8%	310,7%	103,4%	22,9%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	3,0%
EBITDA	-1,70	0,02	1,62	2,13	3,20	3,40	3,63	3,86	
EBITDA-Marge	-75,6%	0,2%	8,6%	9,2%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	
EBITA	-1,85	-0,13	1,47	1,93	2,84	3,02	3,22	3,43	
EBITA-Marge	-82,2%	-1,4%	7,8%	8,4%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	14,2%
NOPLAT	-1,85	-0,13	1,30	1,62	2,13	2,11	2,25	2,40	
Working Capital (WC)	3,09	3,30	3,60	3,46	3,69	3,93	4,18	4,46	
Anlagevermögen (OAV)	0,52	0,52	0,52	7,20	7,67	8,17	8,70	9,26	
Investiertes Kapital	3,61	3,82	4,12	10,66	11,36	12,09	12,88	13,72	
Kapitalrendite	-99,5%	-3,5%	34,1%	39,4%	20,0%	18,6%	18,6%	18,6%	22,2%
EBITDA	-1,70	0,02	1,62	2,13	3,20	3,40	3,63	3,86	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	-0,16	-0,31	-0,71	-0,91	-0,97	-1,03	
Veränderung OAV	-0,24	-0,15	-0,15	-6,88	-0,83	-0,88	-0,94	-1,00	
Veränderung WC	-1,66	-0,21	-0,30	0,14	-0,23	-0,24	-0,26	-0,27	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	-3,60	-0,34	1,00	-4,92	1,43	1,38	1,47	1,56	39,08

Entwicklung Kapitalkosten

risikolose Rendite	2,50%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	1,49
Eigenkapitalkosten	10,67%
Zielgewichtung	85,00%
Fremdkapitalkosten	6,00%
Zielgewichtung	15,00%
Taxshield	24,99%
WACC	9,75%

Ermittlung fairer Wert

	GJ 25e	GJ 26e
Wert operatives Geschäft	20,69	23,04
Barwert expliziter FCFs	0,31	0,68
Barwert Continuing Value	20,38	22,37
Nettoschulden	-0,07	0,27
Wert des Eigenkapitals	20,76	22,77
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	20,76	22,77
Ausstehende Aktien in Mio.	2,68	2,68
Fairer Wert der Aktie in EUR	7,75	8,50

Sensitivitätsanalyse

		WACC				
		9,1%	9,4%	9,7%	10,0%	10,3%
Kapitalrendite	21,7%	9,38	8,80	8,28	7,81	7,38
	22,0%	9,50	8,92	8,39	7,91	7,48
	22,2%	9,62	9,03	8,50	8,01	7,57
	22,5%	9,74	9,15	8,61	8,12	7,67
	22,7%	9,87	9,26	8,72	8,22	7,76

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 jeweilige Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet. Ist dies der Fall, so ist dies bei der jeweiligen Studie entsprechend der Notationen angegeben.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.
oder
3. Werden die Studien nicht durch die Emittentin beauftragt, erfolgt die Erstellung der Studien auftragsunabhängig. Die Erstellung erfolgt ebenfalls ohne Beeinflussung durch Dritte.
4. Der Researchreport wird weitreichend verfügbar gemacht und allgemein zugänglich veröffentlicht und nicht nur exklusiv an bestimmte Kunden und Investoren verteilt. Somit ist die Researchstudie ebenfalls als „geringfügige Nicht-Monetäre Zuwendung“ einzustufen und somit MiFIDII compliant.

II. §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen. Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter: <https://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

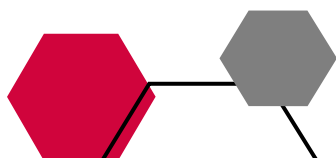
Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb



dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

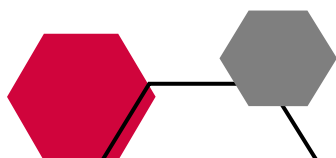
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (4,5a,6a,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, Karin Jägg, Email: jaegg@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

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

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

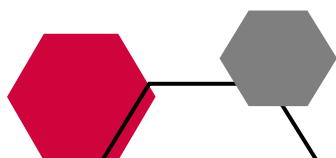
Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 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 & INVESTMENTANALYSEN -

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