

Empfehlung: **KAUFEN** Vorl. Ergebnis Q2'10 Risiko: **Mittel** (Mittel) Kursziel: **EUR 73** (€60)

6 August 2010

Prognose für das laufende Jahr erhöht

Starke Performance in Q2

Umsatz wird bei €277Mio. und EBIT bei €21,2Mio. liegen

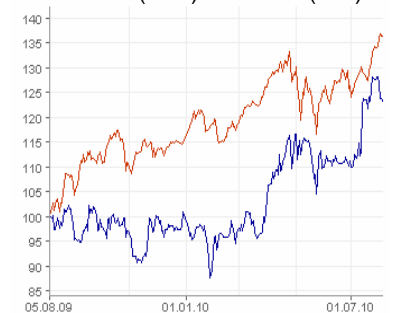
- Das Management hat die Prognose für das laufende Jahr erhöht.** Die Umsatzerlöse werden auf €277Mio. ansteigen verglichen mit der früheren Prognose von €270Mio. Der Auftragseingang wird sich auf €286Mio. erhöhen verglichen mit €251,7Mio. Das EBIT soll auf €21,2Mio. ansteigen Die frühere Prognose lag noch bei €17,5Mio. Die EBIT-Marge steigt somit auf 7,7% nach prognostizierten 6,6% an. Das Ergebnis je Aktie wird bei €6,10 nach €5,40 liegen. Umsatz- und Ergebniswachstum werden vor allem von der starken Nachfrage nach Türsystemen für Schienenfahrzeuge und Komponenten getrieben.
- Starke Ergebnisentwicklung im zweiten Quartal.** Nach vorläufigen Zahlen ist der Umsatz um 2,7% auf €71,8Mio. angestiegen. Das EBIT erhöhte sich um 15,5% auf €6,1Mio. und die EBIT-Marge verbesserte sich von 7,6% auf 8,6%. Der Auftragseingang kletterte um 23% auf €75,1Mio. Vor allem der Bereich Mobile Verkehrstechnik trug zu diesem Anstieg bei. Schaltbau profitierte von der starken Nachfrage nach Türsystemen für Schienenfahrzeuge. Im Geschäftsfeld Stationäre Verkehrstechnik verzögerte sich das Geschäft mit Eisenbahnübergängen aufgrund des langen Winters. Das starke Komponentengeschäft konnte diesen Rückgang nicht ganz ausgleichen.
- Wir halten weiterhin an unserer Kaufempfehlung fest.** Aufgrund der starken Ergebnisentwicklung im zweiten Quartal haben wir das Kursziel je Aktie von €60 auf €73 erhöht.

Kennzahlen

GS-Jahr 31.12., in €Mio.	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatz	280	270	281	290	300
EBITDA	27,8	26,5	29,7	31,2	31,9
EBIT	21,9	20,3	23,1	24,4	25,0
Nettoergebnis	11,8	12,3	12,2	13,3	13,8
EpA	5,94	6,19	5,95	6,51	6,73
Dividende	0,50	0,70	0,50	0,60	0,70
EBITDA Marge	9,9%	9,8%	10,5%	10,7%	10,6%
EBIT Marge	7,8%	7,5%	8,2%	8,4%	8,3%
EV/EBITDA	5,3	5,0	5,1	4,9	4,9
EV/EBIT	6,7	6,6	6,6	6,3	6,2
KGv	6,9	5,7	8,0	7,3	7,1

Quelle: fairresearch, CBS Research AG, Unternehmensangaben

Aktienkurs (blau) vs SDAX (1 J.)



Quelle: CBS Research AG, fairresearch

Veränderung	2010E		2011E		2012E	
	neu	alt	neu	alt	neu	alt
Umsatz	281,4	257,4	290,1	265,3	299,9	274,3
EBITDA	29,7	29,9	31,2	32,7	31,9	33,5
EpA	5,95	6,32	6,51	7,43	6,73	7,62

Internet: www.schaltbau.de Sektor: Maschinenbau
WKN: 717030 ISIN: DE0007170300
Reuters: SLTG.DE Bloomberg: SLT:GR

Kurzprofil:

Die Schaltbau Holding AG entwickelt, produziert und vertreibt hochwertige Komponenten für die Verkehrstechnik und die Investitionsgüterindustrie.

Aktienkennzahlen:

Kurs (Kursnotierung: 13:42):	EUR 47,50
Ausstehende Aktien (Mio.):	1.87
Marktkapitalisierung:	EUR 88,9Mio.
Enterprise Value (EV):	EUR 132,6Mio.
Ø Handelsvolumen (Anzahl Aktien):	7.019

Performance - Kennzahlen:

Hoch 52 Wochen:	EUR 50,00
Tief 52 Wochen:	EUR 33,40
Absolute Performance: (12 Monate)	23,9%
Relative Performance (SDax):	
1 Monat	3,3%
3 Monate	-0,5%
6 Monate	14,1%
12 Monate	-12,4%

Aktionärsstruktur:

Familie Dr. Cammann :	11,81%
Familie Zimmermann :	10,09%
Golden Peaks Capital:	9,51%
IFOS International Fonds Service:	3,52%
Streubesitz:	69,23%

Finanzkalender:

Nächster Termin: Q2'10–13.8.10

Autor: Heinz Steffen (fairresearch), Analyst

Close Brothers Seydler Research AG
Phone: +49 (0)69 - 977 84 56 0
E-Mail: research@cbseydlerresearch.ag
www.cbseydlerresearch.ag

Zusammenfassung

Prognose für 2010 erhöht

Für das laufende Geschäftsjahr hat das Management die Prognose angehoben. Der Umsatz wird auf ca. €277Mio. ansteigen nach ursprünglich geplanten €270Mio. Die EBIT - Prognose wurden ebenfalls nach oben angepasst. Das Management erwartet einen EBIT - Anstieg von €17,5Mio. auf €21,2Mio. Der Auftragseingang wird bei €286Mio. liegen nach ursprünglich erwarteten €275Mio. Die erhöhte Prognose ist vor allem auf die erfolgreiche Entwicklung im zweiten Quartal zurückzuführen.

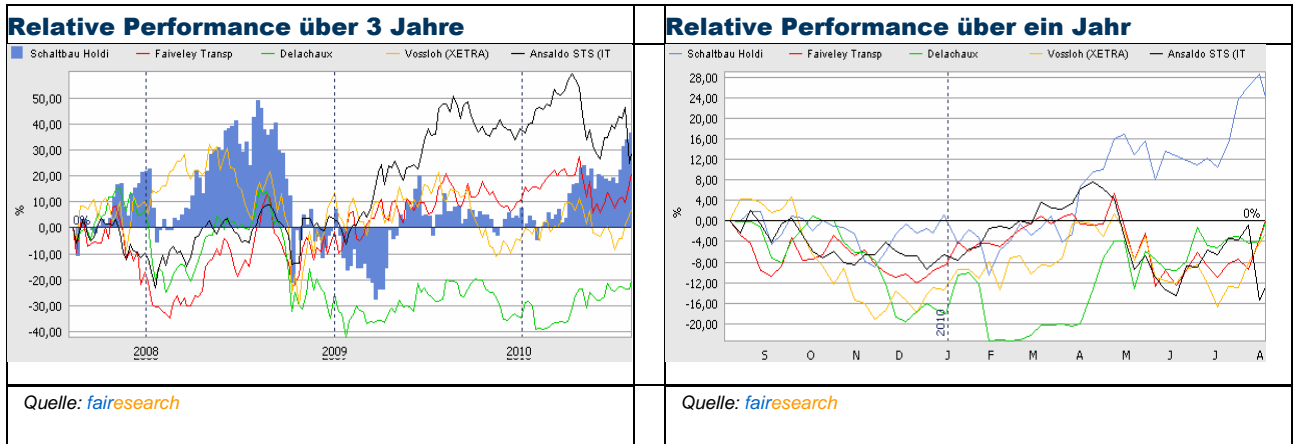
Starke Performance im zweiten Quartal

Das Unternehmen hat vorläufige Zahlen für das zweite Quartal 2010 veröffentlicht. Die endgültigen Zahlen werden am 13. August bekannt gegeben. Im zweiten Quartal erhöhte sich der Umsatz um 2,7% auf €71,8Mio. Das EBIT verbesserte sich im gleichen Zeitraum um 15,5% auf €6,1Mio. Die EBIT – Marge stieg von 7,6% auf 8,6% und der Jahresüberschuss (vor Anteilen Dritter) um 4,2% auf €3,5Mio. Der Auftragseingang sprang um 23% auf €75,1Mio. Dieser starke Auftragseingang im zweiten Quartal war für das Management der Anlass, die Jahresprognose zu erhöhen. Der Auftragseingang und die Umsatzentwicklung des Geschäftsbereiches Mobile Verkehrstechnik entwickelte sich stärker als erwartet. Besonders der Bereich Türsysteme für Schienenfahrzeuge hat sich positiv entwickelt. Die Entwicklung des Geschäftsbereiches Stationäre Verkehrstechnik blieb allerdings hinter den Erwartungen zurück. Dies ist vor allem auf den langen Winter und damit verbunden die verspätete Auslieferung der Bahnübergangssysteme sowie der Weichenheizungen zurückzuführen. Die Geschäftsentwicklung im zweiten Quartal konnte daher nicht den Rückstand aus dem ersten Quartal aufholen. Auch der konjunkturell sensiblere Bereich Bremssysteme für Kräne hat unter der schwachen Nachfrage nach neuen Hafenterminals gelitten. Dagegen verzeichnete das Komponentengeschäft eine dynamische Umsatz- und Ergebnisentwicklung im zweiten Quartal. Die Umsätze für Schnappschalter und Steckverbinder zogen deutlich an.

Aktienkursentwicklung läuft der Bewertung hinterher

Im zweiten Quartal fand das Unternehmen wieder auf den Wachstumspfad zurück. Die angehobene Prognose für das laufende Jahr sowie die guten Fundamentaldaten sollten zu einem höheren Aktienkurs führen. Die relative Performance hat sich zwar in der Vergangenheit ggü. den Wettbewerbern verbessert, bleibt aber immer noch hinter den Fundamentaldaten zurück. In den letzten drei Monaten verlief nur die relative Performance der Unternehmen Vossloh und Delachaux schlechter. Auch im Dreijahresvergleich verlief die Entwicklung ähnlich bis auf das Jahr 2009.

**Aktienkurs entspricht
noch nicht dem
Unternehmenswert**



Schaltbau bleibt weiterhin unterbewertet

Die solide Performance im zweiten Quartal, der hohe Auftragseingang sowie die angehobene Umsatz- und Ergebnisprognose spiegeln sich noch nicht im Aktienkurs wider. Wir haben daher eine DCF-Bewertung sowie eine Bewertung nach dem Multiplikatorenverfahren durchgeführt. Insgesamt haben wir fünf Wettbewerber mit einem vergleichbaren Geschäftsmodell und Unternehmensgröße untersucht. Zu den Wettbewerbsunternehmen zählen Vossloh, Delachaux (Frankreich), Faiveley (Frankreich), Invensys (Großbritannien) sowie Ansaldo (Italien). Die Marktkapitalisierung der Unternehmen beläuft sich auf €5,54Mrd. (Medianwert €956Mio.).

Bewertungsübersicht 2010E-2012E

Schaltbau AG	2010E	2011E	2012E
EV/Umsatz	92,54	90,10	87,58
EV/EBITDA	72,03	71,56	68,83
EV/EBIT	62,61	62,37	60,08
KGV/Multiples	67,86	70,11	68,48
DCF-Bewertung	67,84	67,84	67,84
Median	67,86	70,11	68,48

Quelle: fairresearch

Zusätzlich haben wir eine DCF-Bewertung durchgeführt. Der faire Unternehmenswert nach dem DCF-Verfahren beträgt €67,84 je Aktie. Bei der Berechnung sind wir von einem WACC von 7,45%, einem Beta von 0,9 sowie einer unendlichen Wachstumsrate von 1,5% ausgegangen.

**Kursziel von €73
durchaus erreichbar**

Schaltbau Kursziel (gewichtet)

Bewertung	2011E	Faktor	gewichtet	2012E	Faktor	gewichtet
EV/Umsatz	90,10	20%	18,02	87,58	20%	17,52
EV/EBITDA	71,56	15%	10,73	68,83	15%	10,32
EV/EBIT	62,37	15%	9,36	60,08	15%	9,01
P/E Multiples	70,11	25%	17,53	68,48	25%	17,12
DCF-Bewertung	67,84	25%	16,96	67,84	25%	16,96
Kursziel		100%	72,60		100%	70,93

Quelle: fairresearch

Der faire Wert je Aktie (gewichtet) liegt zwischen €70,93 (2012) und €72,60 in 2011 (Durchschnitt: €71,77).

Vorläufiges Ergebnis zweites Quartal

Vorläufiges Ergebnis zweites Quartal Q2'06-Q2'10

in €Mio.	Q2'06	Q2'07	Q2'08	Q2'09	Q1-Q2'09	Q2'10v	% +/-	Q1-Q2'10v	% +/-
Umsatz	54,4	54,3	75,0	69,9	142,5	71,8	2,7%	133,9	-6,1%
Mobile Verkehrstechnik	39,8	39,6	28,1	26,8	55,0	28,0	4,4%	56,8	3,4%
Stationäre Verkehrstechnik	14,6	14,7	29,1	25,4	52,0	25,8	1,5%	40,5	-22,1%
Komponenten			17,9	17,7	35,5	18,0	1,8%	36,6	2,9%
Bestandsveränderungen	-0,8	-0,4	1,0	-5,6	-6,8	-4,0		-0,9	
Sonstige aktivierte Eigenleistungen	0,5	0,2	0,2	0,2	0,5	0,3		0,7	
Gesamtleistung	54,1	54,198	76,2	64,5	136,1	68,1	5,6%	133,7	-1,8%
Materialaufwand	27,0	26,5	40,5	31,4	68,0	33,8	7,6%	66,6	-2,1%
Personalaufwand	18,3	18,4	20,0	20,5	41,5	22,0	7,4%	43,6	5,2%
Abschreibungen	1,3	1,3	1,4	1,5	3,1	1,6	3,8%	3,1	2,4%
Sonstige betriebliche Erträge	0,2	0,6	0,3	1,0	1,8	1,2	25,4%	2,3	28,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4,4	5,3	7,3	6,7	13,9	5,8	-14,1%	12,4	-11,1%
Summe Kosten	50,8	50,8	68,8	59,2	124,7	62,0	4,7%	123,4	-1,0%
EBITDA	4,6	4,6	8,8	6,9	14,4	7,7	12,8%	13,4	-7,1%
<i>EBITDA Marge</i>	8,4%	8,5%	11,7%	9,8%	10,1%	10,8%		10,0%	
EBITA	3,3	3,3	7,4	5,3	11,4	6,1	15,5%	10,3	-9,6%
<i>EBITA Marge</i>	6,1%	6,2%	9,8%	7,6%	8,0%	8,6%		7,7%	
Amortisation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		0,0	
EBIT	3,3	3,3	7,4	5,3	11,4	6,1	15,5%	10,3	-9,6%
EBIT-Marge	6,1%	6,2%	9,8%	7,6%	8,0%	8,6%		7,7%	
Ergebnis aus At-Equity Bewertungen	0,1	0,6	0,6	0,3	0,5	0,3	4,2%	0,5	8,2%
Sonstiges Beteiligungsergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		0,0	
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		0,0	
Summe Beteiligungsergebnis	0,1	0,6	0,6	0,29	0,5	0,30		0,49	
Zinserträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0%	0,1	4,1%
Zinsaufwendungen	-1,0	-1,1	-1,6	-1,5	-3,0	-1,4	-6,4%	-2,8	-6,3%
Zinsergebnis	-1,0	-1,1	-1,6	-1,5	-2,9	-1,4	-6,6%	-2,7	-6,5%
Ergebnis vor Steuern	2,4	2,9	6,4	4,2	8,9	5,1	0,2	8,1	-0,1
Steuern	0,26	0,41	0,8	0,4	0,915	1,0	132,9%	1,5	65,6%
Steuerquote	10,8%	14,2%	12,0%	10,0%	10,2%	19,0%		17,5%	
Nettoergebnis	2,14	2,49	5,64	3,74	8,02	4,12	10,2%	6,55	-18,4%
Minderheiten	-0,2	-0,23	-0,3	-0,38	-1,0	-0,62	62,3%	-1,2	20,9%
Nettoergebnis nach Anteilen Dritter	1,92	2,27	5,30	3,36	7,017	3,50	4,2%	5,34	-23,9%
Ergebnis je Aktie	1,03	1,21	2,63	1,78	3,51	1,71	-3,9%	2,60	-25,8%

Quelle: fairsearch, v=vorläufig

Kennzahlen

Kennzahlen 2004-2012E

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatz (€Mio.)	215,0	203,9	212,7	232,1	280,2	269,8	281,4	290,1	299,9
EBITDA (€Mio.)	14,1	17,1	16,8	19,4	27,8	26,5	29,7	31,2	31,9
EBITA (€Mio.)	9,1	12,1	11,8	14,1	21,9	20,3	23,1	24,4	25,0
EBIT (€Mio.)	9,1	12,1	11,8	14,1	21,9	20,3	23,1	24,4	25,0
Nettoergebnis (€Mio.)	2,0	3,9	5,0	7,2	11,8	12,3	12,2	13,3	13,8
Margen									
EBITDA-Marge	6,5%	8,4%	7,9%	8,3%	9,9%	9,8%	10,5%	10,7%	10,6%
EBITA-Marge	4,2%	5,9%	5,5%	6,1%	7,8%	7,5%	8,2%	8,4%	8,3%
EBIT-Marge	4,2%	5,9%	5,5%	6,1%	7,8%	7,5%	8,2%	8,4%	8,3%
Eigenkapitalrentabilität	-6,9%	-23,6%	-40,6%	-171,8%	190,7%	70,2%	49,8%	45,0%	36,2%
ROCE (inkl. Goodwill)	19,6%	23,6%	18,5%	22,7%	22,3%	18,2%	29,1%	22,5%	20,3%
Bilanz									
Enterprise Value (EV)	98,1	111,1	117,1	140,0	147,0	133,5	152,6	153,7	154,9
Nettoverschuldung/(-vermögen) (€Mio.)	70,1	58,5	55,2	60,5	56,6	52,8	43,7	42,2	43,6
Capital Employed (durchschnittl.)	67,4	69,7	71,8	76,0	82,5	90,4	99,9	107,8	115,0
Net Working Capital (€Mio.)	30,16	32,76	35,67	38,77	45,54	53,71	61,30	65,33	71,23
Eigenkapital (€Mio.)	-27,3	-15,3	-10,1	-2,1	8,6	20,5	31,8	39,3	47,3
Eigenkapital/Gesamtvermögen(%)	-19,1%	-11,2%	-7,2%	-1,3%	5,1%	12,2%	17,6%	21,1%	24,8%
Nettoverschuldung/EK (%)	88,8%	68,8%	61,7%	54,4%	49,5%	52,2%	41,7%	41,2%	41,9%
Kapitaleffizienz/Solvabilität									
Umsatz/CE (inkl. Goodwill) (x)	3,0	2,7	2,7	2,8	3,2	2,8	2,7	2,6	2,5
Umsatz/Sachanlagen (x)	5,6	5,4	5,7	5,8	7,0	6,5	6,5	6,4	6,3
Umsatz/Net working capital (x)	7,1	6,2	6,0	6,0	6,2	5,0	4,6	4,4	4,2
Vorräte/Umsatz (Tage)	67,2	70,5	71,6	72,0	68,5	54,9	57,9	58,9	59,9
Forderungen LL/Umsatz	45,1	49,2	47,9	52,4	42,7	50,5	51,3	53,2	55,1
Verbindlichkeiten LL/Umsatz	27,9	29,7	29,3	33,7	25,5	20,2	18,0	18,9	17,9
CAPEX/Abschreibungen (%)	0,9	0,7	1,0	2,5	1,4	1,6	1,7	1,8	1,9
Zinsdeckung (x)	1,9	2,7	2,7	2,5	3,4	3,5	4,1	4,7	5,1
Dividendenausschüttungsquote (%)	0,0%	2,4%	5,6%	7,8%	7,9%	10,6%	7,7%	8,4%	9,5%
Steuerquote	36,2%	36,0%	29,9%	18,6%	17,3%	16,7%	21,0%	21,0%	22,0%
Bewertung	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
EpA (€)	1,42	2,34	2,67	3,85	5,94	6,19	5,95	6,51	6,73
CFpA (€)	5,41	5,55	5,36	6,66	9,55	9,90	10,06	10,76	11,09
Dividende (€)	0,00	0,06	0,15	0,30	0,50	0,70	0,50	0,60	0,70
Buchwert (€)	(22,05)	(10,32)	(6,58)	(2,24)	3,33	9,42	13,11	15,86	20,39
Adjustierter Buchwert (€)	(25,87)	(13,92)	(9,86)	(5,02)	0,62	6,71	10,29	12,93	17,34
KGV	6,6	9,8	9,3	9,3	6,9	5,7	8,0	7,3	7,1
KCF	1,7	4,1	4,6	5,4	4,3	3,5	4,7	4,4	4,3
Kurs/Buchwert	-0,4	-2,2	-3,8	-15,9	12,4	3,7	3,6	3,0	2,3
Dividendenrendite (%)	0,0%	0,3%	0,6%	0,8%	1,2%	2,0%	1,1%	1,3%	1,5%
EV/Umsatz (x)	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA (x)	7,0	6,5	7,0	7,2	5,3	5,0	5,1	4,9	4,9
EV/EBIT (x)	10,8	9,2	9,9	9,9	6,7	6,6	6,6	6,3	6,2
EV/Capital Employed (x)	1,5	1,6	1,6	1,8	1,8	1,5	1,5	1,4	1,3
EV/CE (inkl. Goodwill) (x)	1,4	1,5	1,5	1,7	1,7	1,4	1,5	1,4	1,3

Quelle: fairsearch

Research


Close Brothers Seydler
 Research AG

Schillerstrasse 27 - 29
 60313 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (0)69 – 977 8456-0

Roger Peeters CEO	+49 (0)69 -977 8456- 12 Roger.Peeters@cbseydlerresearch.ag		
Martin Decot	+49 (0)69 -977 8456- 13 Martin.Decot@cbseydlerresearch.ag	Rabeya Khan	+49 (0)69 -977 8456- 10 Martin.Decot@cbseydlerresearch.ag
Igor Kim	+49 (0)69 -977 8456- 15 Igor.Kim@cbseydlerresearch.ag	Ralf Marinoni	+49 (0)69 -977 8456- 17 Ralf.Marinoni@cbseydlerresearch.ag
Manuel Martin	+49 (0)69 -977 8456- 16 Manuel.Martin@cbseydlerresearch.ag	Enid Omerovic	+49 (0)69 -977 8456- 19 Enid.Omerovic@cbseydlerresearch.ag
Marcus Silbe	+49 (0)69 -977 8456- 14 Marcus.Silbe@cbseydlerresearch.ag	Veysel Taze	+49 (0)69 -977 8456- 18 Veysel.Taze@cbseydlerresearch.ag

Institutional Sales


Close Brothers Seydler
 Bank AG

Schillerstrasse 27 – 29
 60313 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (0)69 – 9 20 54-400


Close Brothers Seydler UK

eine Division von Winterflood Securities Limited
 The Atrium Building / Cannon Bridge
 25 Dowgate Hill
 London EC4R 2GA

Telefon: +44 20 3100 0281

Raimar Bock Head of Sales	+49 (0)69 -9 20 54-115 Raimar.Bock@cbseydler.com		
Rüdiger Eich (Germany, Switzerland)	+49 (0)69 -9 20 54-119 Ruediger.Eich@cbseydler.com	Uwe Gerhardt (Germany, Switzerland)	+49 (0)69 -9 20 54-168 Uwe.Gerhardt@cbseydler.com
Klaus Korzilius (Austria, Benelux, Germany)	+49 (0)69 -9 20 54-114 Klaus.Korzilius@cbseydler.com	Stefan Krewinkel (Execution, UK)	+49 (0)69 -9 20 54-118 Stefan.Krewinkel@cbseydler.com
Markus Laifle (Execution)	+49 (0)69 -9 20 54-120 Markus.Laifle@cbseydler.com	Bruno de Lencquesaing (Benelux, France)	+49 (0)69 -9 20 54-116 Bruno.deLencquesaing@cbseydler.com

Sales USA



111 Town Square Place
 Suite 1500A
 Jersey City, NJ 07310

Telefon: +1 201 216 0100

Tom Higgins	+1 201 706 6013 thiggins@hudsonsecurities.com
-------------	---

Haftungserklärung (Disclaimer) und Angaben gemäß § 34b Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) sowie entsprechend den Bestimmungen der Finanzanalyseverordnung (FinAnV)

Diese Studie wurde unabhängig von der analysierten Gesellschaft von Close Brothers Seydler Research AG und/oder Kooperationspartnern sowie dem/den auf der Titelseite genannten Analysten (nachstehend einzeln oder gemeinsam als „Verfasser“ bezeichnet) verfasst. Weder Close Brothers Seydler Research AG, noch Close Brothers Seydler Bank AG oder Kooperationspartner, die Gesellschaft oder ihre Gesellschafter haben die in dieser Studie enthaltenen Informationen unabhängig geprüft.

§ 34b WpHG setzt gemeinsam mit den Bestimmungen der FinAnV eine Sicherheitsanalyse voraus, die mögliche Interessenskonflikte mit der Gesellschaft, die Gegenstand der Finanzanalyse ist, aufzeigt.

Close Brothers Seydler Research AG ist eine Tochtergesellschaft im Mehrheitsbesitz von Close Brothers Seydler Bank AG (nachstehend „CBS“). Close Brothers Seydler Research AG fertigt sein Research und seine Analysen jedoch unabhängig von CBS an. CBS bietet ein umfangreiches Serviceangebot an, das über Investment Banking und Liquiditätsbeschaffung (Designated Sponsoring) hinausgeht. CBS kann mit der analysierten Gesellschaft die folgenden Beziehungen haben (weitere Informationen und Angaben können auf Anfrage zur Verfügung gestellt werden):

- a. CBS hält eine Beteiligung von mehr als 5% am Grundkapital der analysierten Gesellschaft.
- b. CBS war an der Führung eines Konsortiums (Lead oder Co-Lead) beteiligt, welches als Selling Agent für die Emission von Finanzinstrumenten fungierte, die selbst oder deren Emittent innerhalb der letzten 12 Monate Gegenstand dieser Studie sind.
- c. CBS hat innerhalb der letzten 12 Monate Investment Banking- oder Beratungsleistungen für das analysierte Unternehmen erbracht, für die eine Vergütung zu entrichten war oder getätigt wurde.
- d. CBS fungiert als Designated Sponsor für die Wertpapiere der Gesellschaft, geregelt durch einen bestehenden Designated Sponsorship Vertrag. Diese Dienstleistung enthält auch das Stellen von Geld und Briefkursen. Auf Grundlage des Designated Sponsoring Vertrages kann CBS regelmäßig Anteile an der Gesellschaft halten und eine Vergütung oder Honorar für seine Dienstleistungen vereinnahmen.
- e. Der Designated Sponsoring Vertrag beinhaltet ein vertraglich vereinbartes Honorar für Research-Dienstleistungen.
- f. Das Unternehmen, das Gegenstand der Analyse ist, hat sich mit CBSR auf einen Research-Dienstleistungsvertrag geeinigt. CBSR erhält im Gegenzug eine Kompensation.
- g. CBS hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen.

Folgende Interessenskonflikte waren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Studie gegeben: d,f

CBS und/oder seine Mitarbeiter oder Kunden dürfen hinsichtlich der in dieser Finanzanalyse angegebenen Wertpapiere oder entsprechenden Finanzinstrumenten Positionen eingehen sowie Käufe und/oder Verkäufe als Auftraggeber oder Vermittler durchführen. CBS ist es gestattet, für das analysierte Unternehmen Investment Banking-, Beratungs- und/oder andere Dienstleistungen zu erbringen und/oder führende Positionen bei den analysierten Gesellschaften einzunehmen. Die Vergütung des Verfassers steht in keinem direkten oder indirekten Zusammenhang mit den in dieser Studie vertretenen Empfehlungen oder Meinungen.

Bewertungssystem:

Close Brothers Seydler Research AG verwendet ein Rating System für die Bewertung von Aktien, das drei Bewertungsstufen beinhaltet. Die Ratings beziehen sich auf einen Investitionszeitraum von bis zu 6 Monaten:

KAUFEN: Wir erwarten eine absolute Performance des Aktienkurses von mindestens +10%.

HALTEN: Wir erwarten eine absolute Performance des Aktienkurses zwischen 0% und +10%.

VERKAUFEN: Wir erwarten eine absolute Performance des Aktienkurses von unter 0%.

Bewertungshistorie der vergangenen 12 Monate für die in dieser Studie analysierte Gesellschaft:

Datum	Rating	Aktienkurs zum Zeitpunkt	Kursziel
23 Juli 2009	KAUF	37,51 EUR (vorl.Q2)	60,00 EUR
3 November 2009	KAUF	37,00 EUR (Prognose Q3)	60,00 EUR
19 November 2009	KAUF	35,53 EUR (Q3)	60,00 EUR
8 Februar 2010	KAUF	36,75 EUR (Vorl.2009)	60,00 EUR

21 Mai 2010	KAUF	41,74 EUR (Q1)	60,00 EUR
5 August 2010	KAUF	47,50 EUR (vorl.Q2)	73,00 EUR (60,00 EUR)

Risikoskalierung:

Close Brothers Seydler Research AG verwendet ein Rating System für die Bewertung von Risiken, das drei Bewertungsstufen beinhaltet. Die Ratings beziehen sich auf einen Investitionszeitraum von bis zu 6 Monaten:

GERING: Volatilität wird niedriger als beim Vergleichsindex erwartet

MITTEL: Volatilität wird konform zum Vergleichsindex erwartet

HOCH: Volatilität wird höher als beim Vergleichsindex erwartet

Die folgenden Bewertungsmethoden werden zur Bewertung von Unternehmen herangezogen: Multiplikatorenmodelle (KGV, Kurs/Cash Flow, Kurs/Buchwert, Unternehmenswert (EV)/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Liquidationswertansätze oder Bewertungsverfahren von Vermögenswerten. Die Bewertungsmodelle werden von makroökonomischen Größen wie Zinsen, Wechselkursen, Rohstoffpreisen und Konjunktüreinschätzungen beeinflusst. Zudem beeinflussen auch Marktstimmungen die Bewertung von Unternehmen. Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, der Kapitalflussrechnung und Bilanz sind stichtagsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit mit vorheriger Ankündigung ändern.

Die in dieser Studie enthaltenen Meinungen und Prognosen stammen ausschließlich von dem Verfasser der Studie. Die für die Erstellung der Studie herangezogenen wesentlichen Informationsquellen sind Veröffentlichungen in nationalen und internationalen Medien wie Informationsdiensten (u.a. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX), Fachpresse (u.a. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times), Fachpublikationen, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Zudem fanden im Vorfeld der Unternehmensstudie Gespräche mit der Geschäftsleitung statt. Teile der Studie wurden dem Emittenten möglicherweise vor der Veröffentlichung ausgehändigt. Danach wurden keine wesentlichen Änderungen mehr vorgenommen. Die in dieser Studie enthaltenen Informationen basieren auf Daten, die für zuverlässig gehalten werden. Der Verfasser kann jedoch die Richtigkeit und Vollständigkeit der Daten nicht gewährleisten. Die hier enthaltenen Meinungen und Schätzungen wurden nach derzeit bestem Wissen vorgenommen und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Mögliche Fehler oder Unvollständigkeiten der Informationen begründen keine Gewährleistungsansprüche, weder in Bezug auf indirekte oder direkte Schäden noch auf Folgeschäden. Die Darstellung der analysierten Gesellschaft spiegelt die persönliche Meinung des Verfassers wieder. Alle Mitarbeiter der Gesellschaft des Verfassers, die an der Erstellung der Studie oder der Finanzanalyse beteiligt waren, unterliegen hausinternen Compliance-Regelungen.

Die Studie dient Informationszwecken und sollte nicht als Empfehlung, Angebot oder Aufforderung verstanden werden, in dieser Studie genannte Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen. Die historische Entwicklung ist nicht notwendigerweise ein Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung. Der Verfasser übernimmt keine Haftung für Verluste, die sich direkt oder als Folge aus der Nutzung von Informationen aus dieser Studie begründen. Die Studie ist vertraulich und wird nur an einen ausgewählten Empfängerkreis versandt. Die Studie wurde ausschließlich für professionelle Investoren erstellt und richtet sich nicht an Privatanleger. Daher sollte sie nicht an derartige Personenkreise weitergegeben werden. Weiterhin darf die Studie elektronisch verschickt werden, bevor sie in ausgedruckter Form zur Verfügung steht. Es ist ohne die vorherige schriftliche Erlaubnis des Verfassers nicht gestattet, die Studie für andere Investmentfirmen oder Einzelpersonen zu vervielfältigen (weder gesamt noch in Teilen). Der Verfasser ist weder in Großbritannien noch in einer Genehmigungsbehörde in den USA registriert.

Es wurde im Voraus nicht festgelegt, ob und in welchen Zeitabständen diese Studie aktualisiert wird. Falls nicht anders angegeben, beziehen sich die aktuellen Kurse auf Schlusskurse des vorherigen Handelstages. Die historische Entwicklung ist nicht notwendigerweise ein Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung. Der Verfasser behält sich das Recht vor, seine Meinung ohne vorherige Ankündigung zu ändern, d.h. die enthaltenen Meinungen spiegeln die Einschätzung des Verfassers zum Veröffentlichungstag dieser Studie wieder.

Diese Finanzanalyse wurde erstellt, um institutionelle Investoren zu informieren, damit diese ihre eigenen Investitionsentscheidungen treffen können. Sie wurde nicht erstellt, um einen spezifischen Investor hinsichtlich seiner Investitionen zu beraten. Durch die Annahme dieser Studie bestätigt der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen. Die Studie unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Der Gerichtsstand für etwaige Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland).

Dieses Dokument ist lediglich Investoren in den US angedient, die (i) „maßgebliche institutionelle Investoren“ (nach Regelung der SEC Rule 15a-6 sowie dem entsprechenden anwendbaren Interpretationen) und auch „qualifizierte institutionelle Käufer“ (QIBs) unter Anwendung der SEC Rule 144A veröffentlicht durch die Börsenaufsichtsbehörde SEC entsprechend des Wertpapiergesetzes von 1933, novelliert als der („Securities Act“) oder (ii) Investoren, die nicht „US Personen“ unter Anwendung der Regulierung S nach dem „Securities Act“ und dazu gehörenden anwendbaren Interpretationen sind. Das Angebot oder der Verkauf bestimmter Wertpapiere an QIB's kann nach

Maßregelung der Regel 144A erfolgen. Solche Wertpapiere können auch unter Beabsichtigung der Umgehung von Regulierung S außerhalb der USA angebotene und verkaufte Wertpapiere darstellen. Dieses Dokument stellt in keiner Hinsicht ein Angebot oder eine Interessensbekundung zum Verkauf von sämtlichen Wertpapieren nach Regulierung S dar. Sämtliche dieser Wertpapiere können zu diesem Zeitpunkt nicht US-Personen angeboten oder verkauft werden sowie nur an US-Personen wiederverkauft werden, wenn diese Wertpapiere nach dem Wertpapiergesetz von 1933, wie novelliert, und anwendbaren staatlichen Wertpapiergesetzen registriert sind, oder eine Ausnahmeregelung von der Regulierung verfolgen.

Dieses Dokument ist zum Vertrieb lediglich an Personen im oder aus dem Vereinigten Königreich gerichtet, die autorisiert sind oder nach Maßgabe des „Financial Services and Markets Act 2000“ oder jeglichem dem zugrundeliegenden Auftrag des Vereinigten Königreichs ausgenommene Personen sind oder an professionelle Investoren nach Definition der Section 19 des „Financial Services and Markets Act (Financial Promotion)“ Order 2005 und darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden.

Dieses Dokument ist in Kanada nur für Pensionsfonds, Mutual Funds, Banken, Asset Manager und Versicherungsgesellschaften bestimmt. Der Vertrieb dieses Dokuments unter anderen Gerichtsbarkeiten kann durch das Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Insbesondere darf dieses Dokument, weder direkt noch indirekt, nicht nach Japan oder an jegliche dort ansässige Personen versandt oder vertrieben werden.

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
Graurheindorferstraße 108
53117 Bonn
und

Lurgiallee 12
60439 Frankfurt

 Close Brothers Seydler
Research AG

Schillerstrasse 27 - 29
60313 Frankfurt am Main
www.cbseydlerresearch.ag
Tel.: 0049 - (0)69 - 97 78 45 60