

Empfehlung: **KAUFEN** Nachbericht Q1'10 Risiko: **Medium** (Med.) Kursziel: **EUR 60** (€60)

21 Mai 2010

## Schwacher Start ins erste Quartal

### Besserungen in Q2 erwartet

Umsatz fiel um 14,4% auf €62,1Mio.

Das Unternehmen hat die endgültigen Zahlen für das erste Quartal bis Ende März veröffentlicht. Der Umsatz fiel im Vergleich zum Vorjahresquartal um 14,4% auf €62,1Mio. EBITDA verzeichnete einen Rückgang um 24,5% auf €5,7Mio. Die EBITDA-Marge fiel von 10,4% auf 9,2%. Das operative Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) fiel um 30,9% auf €4,2Mio. Die EBIT-Marge reduzierte sich von 8,3% auf 6,7%. Der Auftragseingang blieb mit einem Minus von 1,4% auf €78,2Mio. nahezu stabil. Die Book-to-Bill Kennzahl verbesserte sich von 1,09 auf 1,26. Der Auftragsbestand reduziertes sich leicht von €188,7Mio. auf €179,4Mio.

Die einzelnen Geschäftsbereiche haben sich sehr unterschiedlich entwickelt. So verzeichnete die „Mobile Verkehrstechnik“ einen Umsatzanstieg von 2,4% auf €28,8Mio. Das EBIT verbesserte sich überproportional um 54,1% auf €2,43Mio. Der Umsatz des Geschäftsbereiches „Stationäre Verkehrstechnik“ dagegen fiel um 44,8% von €26,6Mio. auf €14,7Mio. Das Ergebnis drehte von positiven €2,93Mio. in einen Verlust von €1,05Mio. Hauptverantwortlich für diese negative Entwicklung war der lange Winter, der zu Auftragsverzögerungen führte. Die Umsätze der „Komponenten“ erhöhten sich um 4,6% auf €18,6Mio. Das EBIT sprang um 39,6% auf €3,7Mio. Der Geschäftsbereich profitierte vor allem von Infrastrukturinvestitionen in Asien.

#### Ausblick bleibt unverändert

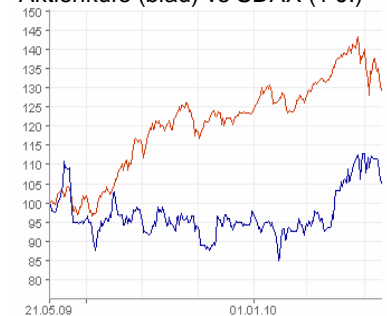
Für das Gesamtjahr bleibt der Ausblick unverändert. Wir halten daher an unserer Kaufpreiseempfehlung und dem Kursziel von €60 je Aktie fest.

#### Kennzahlen

GS-Jahr 31.12., in €Mio.	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatz	280	270	257	265	274
EBITDA	27,8	26,5	29,9	32,7	33,5
EBIT	21,9	20,3	23,9	26,6	27,2
Nettoergebnis	11,8	12,3	13,0	15,2	15,6
EpA	5,94	6,19	6,32	7,43	7,62
Dividende	0,50	0,70	0,50	0,60	0,70
EBITDA Marge	9,9%	9,8%	11,6%	12,3%	12,2%
EBIT Marge	7,8%	7,5%	9,3%	10,0%	9,9%
EV/EBITDA	4,6	4,3	3,9	3,6	3,5
EV/EBIT	5,9	5,6	4,9	4,4	4,3
KGv	6,9	5,7	6,6	5,6	5,5

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	-	257,4	-	265,3	274,3	-
EBITDA	29,9	25,5	32,7	28,3	33,5	-
EpA	6,32	5,61	7,43	6,68	7,62	-

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

#### Aktienkennzahlen:

Aktienkurs (Zeit: 10:06 Uhr):	EUR 41,74
Anzahl Aktien (in Mio.):	1,87
Marktkapitalisierung:	EUR 78,1Mio.
Enterprise Value (EV):	EUR 117,8 Mio.
Ø tägl. Handelsvolumen (Anzahl Aktien):	6.030

#### Performance Daten:

Hoch 52 Wochen:	EUR 45,41
Tief 52 Wochen:	EUR 33,40
Absolute Performance: (12 Monate)	6,2%
Relative Performance (SDax):	
1 Monat	3,9%
3 Monate	8,1%
6 Monate	10,4%
12 Monate	-24,0%

#### Aktionärsstruktur:

Familie Dr. Cammann :	11,81%
Familie Zimmermann :	10,09%
Golden Peaks Capital:	5,35%
IFOS International Fonds Service:	3,52%
Streubesitz:	69,23%

#### Finanzkalender:

Nächster Termin: Q2'10-13.08.10

Autor: Heinz Steffen (fairesearch), Analyst

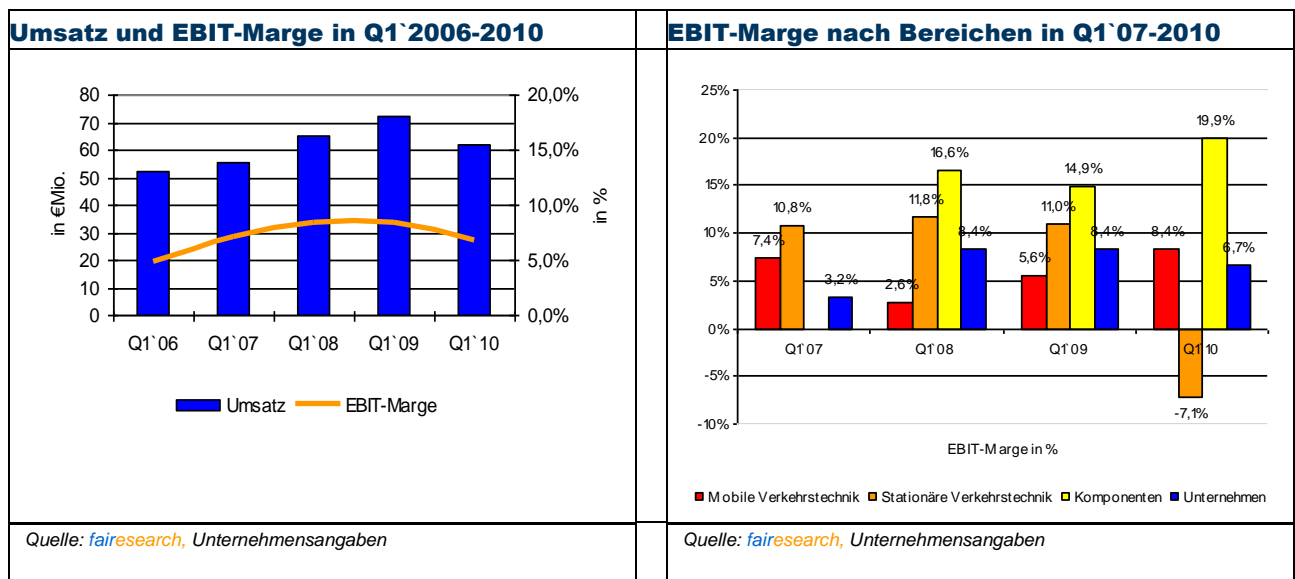
Close Brothers Seydler Research AG  
Phone: +49 (0)69 - 977 84 56 0  
E-Mail: research@cbseydlerresearch.ag

#### Institutional Sales:

Close Brothers Seydler Bank AG  
Germany: Raimar Bock  
Phone: +49 (0)69 - 920 54 115  
Benelux: Olaf Coerper  
Phone: +49 (0)69 - 920 54 110  
France: Bruno de Lencquesaing  
Phone: +49 (0)69 - 920 54 116

Close Brothers Seydler UK  
United Kingdom: Rob Roscoe  
Phone: +44 20 3100 0281  
www.cbseydlerresearch.ag

## Zusammenfassung



Im ersten Quartal 2010 fiel der Umsatz um 14,4% auf €62,1Mio. Das operative Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) verringerte sich im gleichen Zeitraum um 24,5% auf €5,7Mio. Die EBITDA-Marge fiel von 10,4% auf 9,2%. Das operative Ergebnis (EBIT) verzeichnete einen Rückgang von 30,9% auf €4,2Mio.. Die EBIT-Marge ging von 8,3% auf 6,7% zurück. Der Auftragseingang lag nahezu unverändert bei €78,3Mio. nach €79,3Mio. in 2009. Der Auftragsbestand reduzierte sich leicht um 4,9% auf €179,4Mio.

## Book-to-Bill – Kennzahl auf hohem Niveau

### Auftragseingang und Book-to-Bill – Kennzahl

in €m	Q1`08	Q1`09	Q1`10	% +/-
Auftragseingang	69,1	79,3	78,2	-1,4%
- Mobile Verkehrstechnik	32,6	39,6	34,4	-13,0%
- Stationäre Verkehrstechnik	26,9	20,8	21,2	2,0%
- Komponenten	23,0	18,9	22,5	19,3%
<b>Book-to-bill-Kennzahl</b>	<b>1,06</b>	<b>1,09</b>	<b>1,26</b>	

Quelle: *fairresearch*, Unternehmensangaben

Im Geschäftsbereich „Mobile Verkehrstechnik“ stieg der Umsatz um 2,4% auf €28,8Mio. an. Das operative Ergebnis sprang im Vergleich zum Vorjahresquartal um 54,1% auf €2,43 Mio. Die EBIT-Marge verbesserte sich im gleichen Zeitraum von 5,6% auf 8,4%. Der deutliche Ergebnisanstieg war vor allem auf die Geschäftseinheit „Türsysteme für Schienenfahrzeuge“ zurückzuführen. Der Auftragseingang des Geschäftsbereiches ging allerdings um 13% auf €34,4Mio. zurück.

Der Geschäftsbereich „Stationäre Verkehrstechnik“ musste einen deutlichen Umsatzrückgang von 44,8% auf €14,7Mio. hinnehmen. Der drastische Rückgang führte dazu, dass der Geschäftsbereich mit einem operativen Verlust von €1,05Mio. im ersten Quartal 2010 abgeschlossen hat. Die schwache Ergebnisentwicklung war vor allem auf den langen Winter zurückzuführen. Besonders die Geschäftseinheiten Bahnübergangssicherungsanlagen sowie die Weichenheizsysteme waren von dem harten Winter betroffen.

**Langer Winter führt zu einem operativen Verlust**

**Umsatzentwicklung nach Bereichen Q1`08-Q1`2010**

in €Mio.	Q1`08	Q1`09	Q1`10	% +/-
Umsatz	65,1	72,6	62,1	-14,4%
- Mobile Verkehrstechnik	23,9	28,2	28,8	2,4%
- Stationäre Verkehrstechnik	24,6	26,6	14,7	-44,8%
- Komponenten	16,6	17,8	18,6	4,6%

Quelle: *fairresearch*, Unternehmensangaben

Die Geschäftseinheit „Bremsysteme für Kräne“ litt unter der schwachen Konjunktorentwicklung. Rückläufige Absatzmengen haben vor allem die Container-Häfen zu spüren bekommen. Infrastrukturinvestitionen für neue Kräne wurden daraufhin deutlich reduziert. So berichtete einer der führenden Kranhersteller Konecranes, dass besonders Neuinvestitionen in Häfen und Schiffe in Westeuropa und Nordamerika ausblieben. Die Nachfrage in Asien dagegen hält unvermindert an. Neben den Bremsystemen für Kräne bietet die Schaltbau AG auch Bremsysteme für Windkraftanlagen seit Mitte 2009 an. Aufgrund der zahlreichen Windkraftprojekte rechnen wir in diesem Bereich mit einer steigenden Nachfrage. Der Auftragseingang im Geschäftsbereich „Stationäre Verkehrstechnik“ erhöhte sich leicht um 2% auf €21,2Mio.

Die Ergebnisentwicklung des Geschäftsbereichs „Komponenten“ verlief besonders erfreulich. So konnte das operative Ergebnis um 39,6% auf €3,70Mio. verbessert werden. Der Umsatz erhöhte sich im gleichen Zeitraum um 4,1% auf €18,6Mio. Die starke Nachfrage nach den margenstarken Schützen sowie den elektrischen Systemen für Schienenfahrzeuge waren hauptverantwortlich für die positive Ergebnisentwicklung.

**Refinanzierung erfolgreich abgeschlossen**

Im März hat das Management die Refinanzierung erfolgreich abgeschlossen. Allein im laufenden Jahr beliefen sich die Verbindlichkeiten ggü. Banken auf €24,6Mio. bzw. 58% der Gesamtverbindlichkeiten ggü. Banken bis zum Jahr 2014. Das Management hat mit der Unterzeichnung des Refinanzierungsabkommens die Finanzierungsstruktur optimiert und sich weiteres Expansionspotential geschaffen. Insgesamt belief sich das Volumen auf €50Mio., dass unbesichert mit mehreren deutschen Banken bis März 2013 abgeschlossen wurde. Im ersten Quartal 2010 reduzierten sich die kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten von €24,8Mio. auf €8 Mio. Die langfristigen Finanzverbindlichkeiten stiegen dagegen von €29,5Mio. auf €55,8Mio. an. Die Gesamtverschuldung erhöhte sich um €9,5Mio. und die Nettoverschuldung um €4,8Mio. auf €50,5Mio. Im Geschäftsjahr 2009 zahlte das Unternehmen einen durchschnittlichen Zinssatz von 4,3%. Wir vermuten, dass das Management den durchschnittlichen Zinssatz weiter auf 3,9% reduzieren konnte.

Im laufenden Jahr werden sich die Fundamentaldaten weiter verbessern. Das Eigenkapital erhöhte sich marginal um 2,1% auf €21,7Mio. Die Eigenkapitalquote reduzierte sich leicht von 12,2% (Ende Dezember 2009) auf 11,8% Ende März.

**Expansion ins Ausland beschleunigt**

Die optimierte Finanzstruktur dient als Vorbereitung für die weitere Expansion in das Ausland. Aus diesem Grund hat das Unternehmen auch die rechtlichen Strukturen den zukünftigen Anforderungen angepasst. So wurde ein Anteil von 67% an der Bode Corporation in Spartanburg, USA zurückgekauft. Über Bode

**Komponenten mit starkem Auftragseingang**

**Finanzierung optimiert**

**Anpassung der rechtlichen Strukturen**

USA, das im Geschäftsjahr 2009 kaum Umsätze erzielte, wird zukünftig das US-Geschäft gesteuert. Außerdem hat sich das Management von dem chinesischen Joint Venture Bode Beijing im vergangenen Jahr getrennt. Wir glauben, dass unterschiedliche strategische Ansichten zur Trennung geführt haben. Die Vereinheitlichung der rechtlichen Strukturen ist u.E. eine wesentliche Voraussetzung, um das Geschäft im Ausland erfolgreich voran zu treiben.

## Die neue Index-Perspektive

Das Unternehmen wird zukünftig im SDAX vertreten sein. Die Deutsche Börse AG hat die Einordnung der Schaltbau-Aktie Mitte 2009 geändert. Das Unternehmen war als TecDAX-Kandidat vorgesehen, jedoch waren die Einstiegsriterien gemessen am Handelsvolumen und Marktkapitalisierung zu hoch. Mit der Umgruppierung in den SDAX haben sich die Chancen für das Unternehmen deutlich erhöht. Ende 2009 lag das Unternehmen gemessen am Handelsvolumen auf Rang 98 und gemessen an der Marktkapitalisierung auf Rang 108.

## Prognose für das laufende Jahr bestätigt

### Consensus und fairesearch – Schätzungen 2010E-2012E

EpA-Schätzungen	2010E	2011E	2012E
Consensus	5,53	6,45	7,59
<b>fairesearch</b>	<b>6,32</b>	<b>7,43</b>	<b>7,62</b>
Consensus KGV	7,5	6,5	5,5
<b>fairesearch KGV</b>	<b>6,6</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>

Quelle: fairesearch, I/B/E/S - Schätzungen

Trotz des schwierigen ersten Quartals hat das Management die Prognose für das Gesamtjahr bestätigt. Der Umsatz wird mindestens auf Vorjahresniveau liegen. Das operative Ergebnis (EBIT) wird auf ca. €17,5Mio. aufgrund von verstärkten Investitionen zurückgehen. Das Konzernergebnis soll bei ca. €11,6Mio. und das Ergebnis je Aktie bei €5,40 liegen. Mit einem KGV von 5,5 in 2012 ist das Unternehmen weiterhin sehr niedrig bewertet. Wir halten daher an unserer Kaufempfehlung und dem Kursziel von €60 je Aktie fest.

## Ergebnis erstes Quartal

### Umsatz- und Ergebnisentwicklung im ersten Quartal 2006-2010

in €Mio.	Q1'06	Q1'07	Q1'08	Q1'09	Q1'10	% +/-
Umsatz	52,1	55,6	65,1	72,6	62,1	-14,4%
- Mobile Verkehrstechnik	36,2	38,9	23,9	28,2	28,8	2,4%
- Stationäre Verkehrstechnik	15,9	16,7	24,6	26,6	14,7	-44,8%
- Komponenten	n/a	n/a	16,6	17,8	18,6	4,1%
Bestandsveränderungen	0,7	-0,5	1,4	-1,2	3,1	n/a
Sonstige aktivierte Eigenleistungen	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	88,1%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>52,7</b>	<b>55,2</b>	<b>66,7</b>	<b>71,6</b>	<b>65,7</b>	<b>-8,3%</b>
Materialaufwand	26,6	28,1	34,4	36,6	32,8	-10,5%
Personalaufwand	17,8	18,0	19,5	21,0	21,6	3,0%
Abschreibungen	1,2	1,3	1,4	1,5	1,5	1,0%
Sonstige betriebliche Erträge	0,2	0,4	0,3	0,8	1,1	32,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4,8	4,2	6,2	7,2	6,6	-8,3%
<b>Summe Kosten</b>	<b>50,2</b>	<b>51,2</b>	<b>61,2</b>	<b>65,5</b>	<b>61,5</b>	<b>-6,2%</b>
EBITDA	3,7	5,3	6,9	7,6	5,7	-24,5%
<b>EBITDA Marge</b>	<b>7,2%</b>	<b>9,5%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,4%</b>	<b>9,2%</b>	
EBITA	2,5	4,0	5,5	6,1	4,2	-30,9%
<b>EBITA Marge</b>	<b>4,8%</b>	<b>7,2%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,3%</b>	<b>6,7%</b>	
Amortisation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
EBIT	2,5	4,0	5,5	6,1	4,2	-30,9%
<b>EBIT-Marge</b>	<b>4,8%</b>	<b>7,2%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,3%</b>	<b>6,7%</b>	
Ergebnis aus At-Equity Bewertungen	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	15,4%
Sonstiges Beteiligungsergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Summe Beteiligungsergebnis</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,15</b>	<b>0,16</b>	<b>0,19</b>	
Zinserträge	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	16,7%
Zinsaufwendungen	-0,9	-1,3	-1,6	-1,5	-1,4	-6,2%
<b>Zinsergebnis</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-6,4%</b>
Ergebnis vor Steuern	1,6	2,9	4,114	4,777	3,023	-36,7%
Steuern	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	9,8%
Steuerquote	33,0%	17,1%	14,7%	10,5%	18,2%	
<b>Nettoergebnis</b>	<b>1,06</b>	<b>2,37</b>	<b>3,51</b>	<b>4,28</b>	<b>2,47</b>	<b>-42,2%</b>
Minderheiten	-0,6	-0,6	-0,4	-0,6	-0,6	-4,7%
<b>Nettoergebnis n. Anteilen Dritter</b>	<b>0,50</b>	<b>1,75</b>	<b>3,13</b>	<b>3,66</b>	<b>1,89</b>	<b>-48,5%</b>
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>0,26</b>	<b>0,94</b>	<b>1,67</b>	<b>1,96</b>	<b>1,01</b>	<b>-48,5%</b>

Quelle: fairresearch, Unternehmensangaben

## 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	257,4	265,3	274,3
EBITDA (€Mio.)	14,1	17,1	16,8	19,4	27,8	26,5	29,9	32,7	33,5
EBITA (€Mio.)	9,1	12,1	11,8	14,1	21,9	20,3	23,9	26,6	27,2
EBIT (€Mio.)	9,1	12,1	11,8	14,1	21,9	20,3	23,9	26,6	27,2
Nettoergebnis (€Mio.)	2,0	3,9	5,0	7,2	11,8	12,3	13,0	15,2	15,6
<b>Margen</b>									
EBITDA-Marge	6,5%	8,4%	7,9%	8,3%	9,9%	9,8%	11,6%	12,3%	12,2%
EBITA-Marge	4,2%	5,9%	5,5%	6,1%	7,8%	7,5%	9,3%	10,0%	9,9%
EBIT-Marge	4,2%	5,9%	5,5%	6,1%	7,8%	7,5%	9,3%	10,0%	9,9%
Eigenkapitalrentabilität	-6,9%	-23,6%	-40,6%	-171,8%	191%	70,2%	51,3%	48,3%	39,1%
ROCE (inkl. Goodwill)	19,6%	23,6%	18,5%	22,7%	22,3%	18,2%	29,4%	23,8%	21,5%
<b>Bilanz</b>									
Enterprise Value (EV)	78,5	91,6	97,8	120,9	128,0	114,6	117,8	117,3	118,1
Nettoverschuldung/(-vermögen) (€Mio.)	70,1	58,5	55,2	60,5	56,6	52,8	39,7	37,5	38,9
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	32,1	40,2	48,1
Eigenkapital/Gesamtverm. (%)	-19,1%	-11,2%	-7,2%	-1,3%	5,1%	12,2%	17,7%	21,5%	25,1%
Nettoverschuldung/EK (%)	86,1%	62,4%	54,4%	47,6%	42,4%	44,6%	33,8%	32,5%	33,3%
<b>Kapitaleffizienz/Solvabilität</b>									
Umsatz/CE (inkl. Goodwill) (x)	3,0	2,7	2,7	2,8	3,2	2,8	2,5	2,3	2,3
Umsatz/Sachanlagen (x)	5,6	5,4	5,7	5,8	7,0	6,5	5,9	5,8	5,7
Umsatz/Net working capital (x)	7,1	6,2	6,0	6,0	6,2	5,0	4,2	4,1	3,9
Vorräte/Umsatz (Tage)	67,2	70,5	71,6	72,0	68,5	54,9	63,3	64,4	65,4
Forderungen LL/Umsatz	45,1	49,2	47,9	52,4	42,7	50,5	56,1	58,2	60,2
Verbindlichkeiten LL/Umsatz	27,9	29,7	29,3	33,7	25,5	20,2	19,7	20,6	19,6
CAPEX/Abschreibungen (%)	0,9	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,8	0,9	1,0
Zinsdeckung (x)	1,9	2,7	2,7	2,5	3,4	3,5	4,4	5,2	5,7
Dividendenausschütt. quote (%)	0,0%	2,4%	5,6%	7,8%	7,9%	10,6%	7,2%	7,4%	8,4%
Steuerquote	36,2%	36,0%	29,9%	18,6%	17,3%	16,7%	22,0%	22,0%	23,0%
<b>Bewertung</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
EpA (€)	1,42	2,34	2,67	3,85	5,94	6,19	6,32	7,43	7,62
CFpA (€)	5,41	5,55	5,36	6,66	9,55	9,90	10,13	11,43	11,72
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	13,51	16,88	21,37
Adjustierter Buchwert (€)	(25,87)	(13,92)	(9,86)	(5,02)	0,62	6,71	10,69	13,94	18,32
KGV	6,6	9,8	9,3	9,3	6,9	5,7	6,6	5,6	5,5
KCF	1,7	4,1	4,6	5,4	4,3	3,5	4,1	3,7	3,6
Kurs/Buchwert	-0,4	-2,2	-3,8	-15,9	12,4	3,7	3,1	2,5	2,0
Dividendenrendite (%)	0,0%	0,3%	0,6%	0,8%	1,2%	2,0%	1,2%	1,4%	1,7%
EV/Umsatz (x)	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA (x)	5,6	5,4	5,8	6,2	4,6	4,3	3,9	3,6	3,5
EV/EBIT (x)	8,7	7,6	8,3	8,6	5,9	5,6	4,9	4,4	4,3
EV/Capital Employed (x)	1,2	1,3	1,4	1,6	1,6	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/CE (inkl. Goodwill) (x)	1,1	1,2	1,3	1,5	1,5	1,2	1,1	1,0	1,0

Quelle: fairresearch, Unternehmensangaben

## 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 der Analyse	Kursziel
6. Mai 2009	Kaufen	34,75 EUR	60,00 EUR
23. Juli 2009	Kaufen	37,51 EUR	60,00 EUR
3. November 2009	Kaufen	37,00 EUR	60,00 EUR
19. November 2009	Kaufen	35,53 EUR	60,00 EUR

8. Februar 2010	Kaufen	36,75 EUR	60,00 EUR
6. Mai 2009	Kaufen	34,75 EUR	60,00 EUR

Risk-scaling System:

Close Brothers Seydler Research AG uses a 3-level risk-scaling system. The ratings pertain to a time horizon of up to 6 months:

LOW: The volatility is expected to be lower than the volatility of the benchmark

MEDIUM: The volatility is expected to be equal to the volatility of the benchmark

HIGH: The volatility is expected to be higher than the volatility of the benchmark

The following valuation methods are used when valuing companies: Multiplier models (price/earnings, price/cash flow, price/book value, EV/Sales, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), peer group comparisons, historical valuation approaches, discounting models (DCF, DDM), break-up value approaches or asset valuation approaches. The valuation models are dependent upon macroeconomic measures such as interest, currencies, raw materials and assumptions concerning the economy. In addition, market moods influence the valuation of companies.

The figures taken from the income statement, the cash flow statement and the balance sheet upon which the evaluation of companies is based are estimates referring to given dates and therefore subject to risks.

These may change at any time without prior notice.

The opinions and forecasts contained in this report are those of the author alone. Material sources of information for preparing this report are publications in domestic and foreign media such as information services (including but not limited to Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX), business press (including but not limited to Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times), professional publications, published statistics, rating agencies as well as publications of the analysed issuers. Furthermore, discussions were held with the management for the purpose of preparing the analysis. Potentially parts of the analysis have been provided to the issuer prior to going to press; no significant changes were made afterwards, however. Any information in this report is based on data considered to be reliable, but no representations or guarantees are made by the author with regard to the accuracy or completeness of the data. The opinions and estimates contained herein constitute our best judgment at this date and time, and are subject to change without notice. Possible errors or incompleteness of the information do not constitute grounds for liability, neither with regard to indirect nor to direct or consequential damages. The views presented on the covered company accurately reflect the personal views of the author. All employees of the author's company who are involved with the preparation and/or the offering of financial analyzes are subject to internal compliance regulations.

The report is for information purposes, it is not intended to be and should not be construed as a recommendation, offer or solicitation to acquire, or dispose of, any of the securities mentioned in this report. Any reference to past performance should not be taken as indication of future performance. The author does not accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this report. The report is confidential and it is submitted to selected recipients only. The report is prepared for professional investors only and it is not intended for private investors. Consequently, it should not be distributed to any such persons. Also, the report may be communicated electronically before physical copies are available. It may not be reproduced (in whole or in part) to any other investment firm or any other individual person without the prior written approval from the author. The author is not registered in the United Kingdom nor with any U.S. regulatory body.

It has not been determined in advance whether and in what intervals this report will be updated. Unless otherwise stated current prices refer to the closing price of the previous trading day. Any reference to past performance should not be taken as indication of future performance. The author maintains the right to change his opinions without notice, i.e. the opinions given reflect the author's judgment on the date of this report.

This analysis is intended to provide information to assist institutional investors in making their own investment decisions, not to provide investment advice to any specific investor.

By accepting this report the recipient accepts that the above restrictions are binding. German law shall be applicable and court of jurisdiction for all disputes shall be Frankfurt am Main (Germany).

This report should be made available in the United States solely to investors that are (i) "major US institutional investors" (within the meaning of SEC Rule 15a-6 and applicable interpretations relating thereto) that are also "qualified institutional buyers" (QIBs) within the meaning of SEC Rule 144A promulgated by the United States Securities and Exchange Commission pursuant to the Securities Act of 1933, as amended (the "Securities Act") or (ii) investors that are not "US Persons" within the meaning of Regulation S under the Securities Act and applicable interpretations relating thereto. The offer or sale of certain securities in the United States may be made to QIBs in reliance on Rule 144A. Such securities may include those offered and sold outside the United States in transactions intended to be exempt from registration pursuant to Regulation S. This report

does not constitute in any way an offer or a solicitation of interest in any securities to be offered or sold pursuant to Regulation S. Any such securities may not be offered or sold to US Persons at this time and may be resold to US Persons only if such securities are registered under the Securities Act of 1933, as amended, and applicable state securities laws, or pursuant to an exemption from registration.

This publication is for distribution in or from the United Kingdom only to persons who are authorised persons or exempted persons within the meaning of the Financial Services and Markets Act 2000 of the United Kingdom or any order made there under or to investment professionals as defined in Section 19 of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 and is not intended to be distributed or passed on, directly or indirectly, to any other class of persons.

This publication is for distribution in Canada only to pension funds, mutual funds, banks, asset managers and insurance companies.

The distribution of this publication in other jurisdictions may be restricted by law, and persons into whose possession this publication comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions. In particular this publication may not be sent into or distributed, directly or indirectly, in Japan or to any resident thereof.

Responsible Supervisory Authority:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin, Federal Financial Supervisory Authority)

Graurheindorferstraße 108

53117 Bonn

and

Lurgiallee 12

60439 Frankfurt

 Close Brothers Seydler  
Research AG

Schillerstrasse 27 - 29

60313 Frankfurt am Main

[www.cbseydlerresearch.ag](http://www.cbseydlerresearch.ag)

Tel.: 0049 - (0)69 - 97 78 45 60