

Empfehlung:  
**KAUFEN** Vorl. Ergebnis Q3

Risiko:  
**Mittel**

Kursziel:  
**EUR €70**(€77,27)

24. Oktober 2008

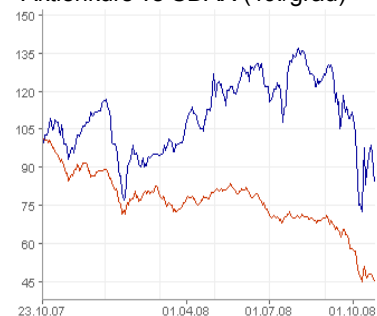
## Starke Performance im dritten Quartal

### Ziele für das Gesamtjahr bereits erreicht

#### Management erhöht die Prognose für das Gesamtjahr

- Nach den guten vorläufigen Ergebnissen des dritten Quartals** hat das Management die Prognose für das Gesamtjahr deutlich angehoben. So soll der Umsatz auf €280Mio. ansteigen (nach €263Mio.) im Vergleich zu €232,1Mio. in 2007. Das EBIT wird sich auf €19,7Mio. nach geschätzten €17,7Mio. in 2008 erhöhen. Im Geschäftsjahr 2007 lag das EBIT bei €14,1Mio. Der Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter wird auf €11,6Mio. nach geschätzten €10,3Mio. ansteigen. Die neue Prognose wurde bereits mit den vorläufigen Zahlen der ersten neun Monate erreicht.
- In den ersten neun Monaten stieg der Auftragseingang um 7,1% akquisitionsbedingt auf €224Mio. an. Im gleichen Zeitraum belief sich der Auftragsbestand auf €193,7Mio. (+6%). Die Book-to-Bill Ratio fiel dabei leicht von 1,09 auf 0,92 zurück. Die Umsätze stiegen um 25,8% auf €211,3Mio. und das EBIT sprang um 72,4% auf €18,1Mio. Die EBIT-Marge erhöhte sich von 6,3% auf 8,6%. Das Ergebnis je Aktie verbesserte sich von €3,16 auf €6,20 und erreichte damit bereits die Prognose für das Gesamtjahr. Wir haben erst im Jahr 2009 mit diesem Ergebnis gerechnet.
- Moderater Ausblick für 2009. Das Management rechnet für 2009** aufgrund der konjunkturellen Verwerfungen am Kapitalmarkt nur noch mit einem stabilen Ergebnis auf dem hohen Niveau von 2008.
- Wir halten an unserer Kaufempfehlung mit dem auf €70 reduzierten Kursziel nach €77,27 je Aktie unverändert fest.

Aktienkurs vs SDAX (1J./grau)



Quelle: CBS Research AG, fairresearch

Veränderung	2008E		2009E		2010E	
	neu	alt	neu	alt	neu	alt
Umsatz	280,1	263,0	290,2	276,8	305,8	289,9
EBITDA	25,1	26,4	26,3	27,5	27,8	29,9
EpA	6,29	5,81	6,74	6,24	7,19	7,12

Internet: [www.schaltbau.de](http://www.schaltbau.de) Sektor: Maschinenbau  
WKN: 717030 ISIN: DE0007170300  
Reuters: SLTG.DE Bloomberg: SLT:GR

#### Aktienkennzahlen:

Aktienkurs:	EUR 34,75
Ausstehende Aktien (Mio.):	1.868
Marktkapitalisierung:	€65,0Mio.
Enterprise Value (EV):	€120,8Mio.
Ø tägliches Handelsvolumen:	8.054

#### Performance Daten:

52 Wochen Hoch:	EUR 55,68
52 Wochen Tief:	EUR 27,80
Absolute Performance:(12 Monate)	-10,7%
Relative Performance (SDAX):	
1 Monat	6,4%
3 Monate	3,0%
6 Monate	19,1%
12 Monate	42,7%

#### Aktionärsstruktur:

Familie Dr. Cammann :	11,1%
Familie Zimmermann:	9,5%
Golden Peaks Capital:	9,7%
IFOS International Fonds Service:	23,5%
Universal Investment:	2,8%

#### Finanzkalender:

Nächstes Ereignis: Q3'08-7.11.08

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

Close Brothers Seydler AG  
Institutional Sales:  
Germany: Uwe Gerhardt  
Phone: +49 (0)69 - 920 54 168  
France: Bruno de Lencquesaing  
Phone: +49 (0)69 - 920 54 116

Close Brothers Seydler Ltd.  
Institutional Sales:  
United Kingdom: Ernie Ferriday  
Phone: +44 2076 55 34 80

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

#### Kennzahlen

GS-Jahr 31.12., in €Mio.	2006	2007	2008E	2009E	2010E
Umsatz	212,7	232,1	280,1	290,2	305,8
EBITDA	16,8	19,4	25,1	26,3	27,8
Nettoergebnis	5,0	7,2	11,8	12,6	13,4
EpA	2,67	3,85	6,29	6,74	7,19
EBITDA Marge	7,9%	8,3%	9,0%	9,1%	9,1%
EBIT Marge	5,5%	6,1%	7,0%	7,1%	7,1%
EV/EBITDA	5,8	6,2	4,8	4,2	3,7
EV/EBIT	8,3	8,6	6,2	5,4	4,8
KGV	9,3	9,3	5,5	5,2	4,8

Quelle: fairresearch, CBS Research AG, Unternehmensdaten

Analyst Heinz Steffen

## Zusammenfassung

### Neun-Monatszahlen und Zahlen für das dritte Quartal 2008

in €Mio.	Q1-Q3`07	Q3`07	Q4`07	2007	Q1-Q3`08	ggü.Vj.	Q3`08	ggü.Vj.
Umsatz	167,9	58,2	64,2	232,1	211,3	25,8%	71,2	22,3%
EBIT	10,5	3,2	3,6	14,1	18,1	72,4%	5,2	62,5%
EBIT-Marge	6,3%	5,5%	5,6%	6,1%	8,6%		7,3%	
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>6,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>8,2</b>	<b>12,5</b>	<b>83,8%</b>	<b>3,4</b>	<b>78,9%</b>
Nettomarge	4,1%	3,3%	2,2%	3,5%	5,9%		4,8%	
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	5,9	1,9	1,3	7,2	11,6	96,6%	3,2	68,4%
Nettomarge	3,5%	3,3%	2,0%	3,1%	5,5%		4,5%	
<b>EpA</b>	<b>3,15</b>	<b>1,02</b>	<b>0,69</b>	<b>3,85</b>	<b>6,20</b>	<b>96,6%</b>	<b>1,71</b>	<b>68,4%</b>

Source: [fairesearch](#)

In den ersten neun Monaten des laufenden Jahres erhöhte sich der Umsatz um 25,8% auf €211,3Mio. Das operative Ergebnis (EBIT) sprang im gleichen Zeitraum um 72,4% auf €18,1Mio.; der Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter stieg um 96,6% auf €11,6Mio. verglichen zu €5,9Mio. in den ersten neun Monaten des Jahres 2007. Das Ergebnis je Aktie stieg auf €6,20 und erreichte bereits das Prognoseniveau, das von dem Management für das Gesamtjahr 2008 vorhergesagt wurde. Trotz der sehr guten Ergebnisentwicklung ist das Management aufgrund der Finanzkrise und der damit verbundenen Folgen für die Konjunktur deutlich vorsichtiger geworden.

Wir glauben nicht daran, dass im vierten Quartal Restrukturierungsmaßnahmen bei dem Unternehmen anstehen und damit das Ergebnis ausfallen wird. Die Hausaufgaben, d.h. Anpassung der Produktionskapazitäten vor allem in der Produktion von Türsystemen für Busse, sind bereits gemacht. Wir gehen eher davon aus, dass das eigentliche operative Geschäft im vierten Quartal keine außerordentlichen Belastungen ausweisen wird. Allerdings hat sich das Management mit seiner Prognose bereits jetzt den Spielraum geschaffen, um zum Beispiel Zulieferunternehmen, die von der wirtschaftlichen Entwicklung stärker getroffen werden, zu unterstützen. So ist es durchaus denkbar, dass besonders kleinere Unternehmen bei der Finanzierung ihrer Vorprodukte auf Schwierigkeiten bei den Banken stoßen könnten. Banken könnten aufgrund ihrer eigenen finanziellen Schwierigkeiten versuchen, die Kreditkosten zu erhöhen oder auf eine Kreditvergabe gänzlich zu verzichten. Wir glauben, dass bei diesen negativen Rahmenbedingungen das Management der Schaltbau AG unterstützend eingreifen wird.

Ausreichend Vorsorge bereits im vierten Quartal getroffen

### 2009 wird eine Herausforderung

Für das Geschäftsjahr 2009 rechnet das Management mit einem Umsatz und Ergebnis, das sich auf dem Niveau des laufenden Jahres bewegen wird. Dies bedeutet, dass der Umsatz mindestens bei €280Mio. und das Ergebnis je Aktie bei mindestens €6,20 liegen werden. Im vierten Quartal 2008 könnte das Nettoergebnis durchaus bei €2Mio. liegen, wird allerdings aufgrund der bereits erwähnten Vorsorgemaßnahmen in dieser Höhe nicht eintreffen. Wir haben daher bei unseren Schätzungen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen erhöht. Der konjunkturelle Rückgang wird auch die Schaltbau AG im nächsten Jahr nicht verschonen. Besonders die Kunden aus der Automobilindustrie (Umsatzanteil

28,9%) sowie die Kunden der Investitionsgüterindustrie (Umsatzanteil 21,2%) werden bei der Vergabe von Neuaufträgen deutlich zurückhaltender agieren.

## Konsensus-Schätzungen noch nicht adjustiert

### Konsensus und fairesearch - Schätzungen

EpA-Prognose	2008E	2009E	2010E
Konsensus	5,80	6,34	7,45
<b>fairesearch</b>	<b>6,29</b>	<b>6,74</b>	<b>7,19</b>
Konsensus KGV	6,0	5,5	4,7
<b>fairesearch KGV</b>	<b>5,5</b>	<b>5,2</b>	<b>4,8</b>

Quelle: [fairesearch](#), Thomson Financials

Die Konsensus-Schätzungen sind noch nicht der neuen Prognose des Managements für das Jahr 2008 angepasst worden. Wir rechnen damit, dass dies in Kürze erfolgen wird. Wir glauben allerdings auch, dass dann die Schätzungen für die Jahre 2009 und 2010 wieder über unseren liegen werden. Das Unternehmen weist auf Basis unserer konservativen Schätzungen ein weiterhin recht niedriges KGV von 5,2 für 2009 und 4,8 für 2010 aus. In einem Worst-Case Szenario haben wir unterstellt, dass auf Basis unserer Schätzungen die Ergebnisse um 30% fallen werden. Das KGV würde sich dann für 2009 auf 7,35 und für 2010 auf 6,91 erhöhen. Auch vor diesem sehr negativen konjunkturellen Hintergrund halten wir das Unternehmen weiterhin für unterbewertet.

## Kennzahlen

### Kennzahlen 2003-2010E

<b>Schaltbau Holding AG</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008E</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>
Umsatz (€Mio.)	227,4	215,0	203,9	212,7	232,1	280,1	290,2	305,8
EBITDA (€Mio.)	6,0	14,1	17,1	16,8	19,4	25,1	26,3	27,8
EBITA (€Mio.)	-2,5	9,1	12,1	11,8	14,1	19,5	20,5	21,6
EBIT (€Mio.)	-2,5	9,1	12,1	11,8	14,1	19,5	20,5	21,6
Nettoergebnis (€Mio.)	-14,4	2,0	3,9	5,0	7,2	11,8	12,6	13,4
<b>Margen</b>								
EBITDA-Marge	2,6%	6,5%	8,4%	7,9%	8,3%	9,0%	9,1%	9,1%
EBITA-Marge	-1,1%	4,2%	5,9%	5,5%	6,1%	7,0%	7,1%	7,1%
EBIT-Marge	-1,1%	4,2%	5,9%	5,5%	6,1%	7,0%	7,1%	7,1%
Eigenkapitalrentabilität	16,3%	-6,9%	-23,6%	-40,6%	-171,8%	167,7%	62,2%	39,1%
ROCE (inkl. Goodwill)	0,4%	19,6%	23,6%	18,5%	21,9%	27,2%	23,5%	21,5%
<b>Bilanz</b>								
Enterprise Value (EV)	66,7	78,5	91,6	97,8	120,9	120,8	111,3	103,3
Nettoverschuldung/ (-vermögen) (€Mio.)	69,5	70,1	58,5	55,2	60,5	61,2	50,9	42,0
Capital Employed (durchschnittlich)	81,8	67,4	69,7	71,8	76,0	79,3	82,6	90,1
Net Working Capital (€Mio.)	39,43	30,16	32,76	35,67	38,77	39,98	43,71	50,56
Eigenkapital (€Mio.)	-30,5	-27,3	-15,3	-10,1	-2,1	10,0	24,3	39,4
Eigenkapital/Gesamtvermögen(%)	-25,6%	-19,1%	-11,2%	-7,2%	-1,3%	6,0%	13,3%	19,9%
Nettoverschuldung/Eigenkapital (%)	91,8%	86,1%	62,4%	54,4%	47,6%	48,5%	43,9%	39,2%
<b>Kapitaleffizienz/Solvabilität</b>								
Umsatz/CE (inkl. Goodwill) (x)	2,6	3,0	2,7	2,7	2,7	3,1	3,1	3,0
Umsatz/Sachanlagen (x)	8,5	5,6	5,4	5,7	5,8	7,1	6,9	6,9
Umsatz/Net working capital (x)	5,8	7,1	6,2	6,0	6,0	7,0	6,6	6,0
Vorräte/Umsatz (Tage)	39,8	67,2	70,5	71,6	72,0	62,6	63,5	66,2
Forderungen LL/Umsatz	49,5	45,1	49,2	47,9	52,4	44,6	46,1	46,3
Verbindlichkeiten LL/Umsatz	27,4	27,9	29,7	29,3	33,7	29,3	29,1	28,2
CAPEX/Abschreibungen (%)	0,9	0,9	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,8
Zinsdeckungsgrad (x)	-0,5	1,9	2,7	2,7	3,8	4,0	4,5	0,0
Dividende-Ausschüttungsquote (%)	0,0%	0,0%	2,4%	5,6%	7,8%	5,6%	5,2%	5,6%
Steuerquote	16,1%	36,2%	36,0%	29,9%	18,6%	25,0%	25,0%	25,0%
<b>Bewertung</b>								
EpA (€)	(10,51)	1,42	2,34	2,67	3,85	6,29	6,74	7,19
CFpA (€)	2,66	5,41	5,55	5,36	6,66	9,30	9,86	10,48
Dividende (€)	0,00	0,00	0,06	0,15	0,30	0,35	0,35	0,40
Buchwert (€)	(24,12)	(22,05)	(10,32)	(6,58)	(2,24)	3,75	10,84	18,38
Adjustierter Buchwert (€)	(27,75)	(25,87)	(13,92)	(9,86)	(8,35)	(2,29)	4,55	11,84
KGV	-0,5	6,6	9,8	9,3	9,3	5,5	5,2	4,8
KCF	-1,1	1,7	4,1	4,6	5,4	3,7	3,5	3,3
Kurs/Buchwert	-0,2	-0,4	-2,2	-3,8	-15,9	9,3	3,2	1,9
Dividendenrendite (%)	0,0%	0,0%	0,3%	0,6%	0,8%	1,0%	1,0%	1,2%
EV/Umsatz (x)	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA (x)	11,2	5,6	5,4	5,8	6,2	4,8	4,2	3,7
EV/EBIT (x)	-26,4	8,7	7,6	8,3	8,6	6,2	5,4	4,8
EV/Capital Employed (x)	0,8	1,2	1,3	1,4	1,6	1,5	1,3	1,1
EV/CE (inkl. Goodwill) (x)	0,8	1,1	1,2	1,3	1,4	1,3	1,2	1,0

Quelle: fairresearch

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 auf der Titelseite genannten Analysten (nachstehend einzeln oder gemeinsam als „Verfasser“ bezeichnet) verfasst. Weder Close Brothers Seydler Research AG, noch Close Brothers Seydler 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 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):

- CBS hält eine Beteiligung von mehr als 5% am Grundkapital der analysierten Gesellschaft.
- CBS war an der Führung eines Konsortiums (Lead oder Co-Lead) beteiligt, das als Selling Agent für die Emission von Finanzinstrumenten fungierte, die selbst oder deren Emittent innerhalb der letzten 12 Monate Gegenstand dieser Studie sind.
- CBS hat innerhalb der letzten 12 Monate Investment Banking- oder Beratungsleistungen für das analysierte Unternehmen erbracht, für die eine Vergütung zu entrichten ist oder getätigt wurde.
- 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 für die Gesellschaft.
- Auf Grundlage des Designated Sponsoring Vertrages hält CBS regelmäßig Anteile an der Gesellschaft und erhält eine Vergütung oder Honorar für seine Dienstleistungen.
- Der Designated Sponsoring Vertrag beinhaltet ein vertraglich vereinbartes Honorar für Research-Dienstleistungen.
- Das Unternehmen, das Gegenstand der Analyse ist, hat sich mit CBS auf einen Research-Dienstleistungsvertrag geeinigt.
- CBS hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen.

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.

CBS Research hat eine vertragliche Vereinbarung mit dem analysierten Unternehmen über die Erstellung und Verbreitung von Aktienanalysen haben.

#### 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%.

**NEUTRAL:** Wir erwarten eine absolute Performance des Aktienkurses zwischen +5% und +10%.

**VERKAUFEN:** Wir erwarten eine absolute Performance des Aktienkurses von unter 5%.

Bewertungshistorie für die in dieser Studie analysierte Gesellschaft:

Datum	Rating	Aktienkurs zum Zeitpunkt der Analyse	Kursziel
26. April 2008	Kaufen	44,15EUR (Beginn der Coverage)	70,30EUR
29. Mai 2008	Kaufen	49,49EUR (Q1-Ergebnis)	77,27EUR
27. August 2008	Kaufen	48,11EUR (Q2-Ergebnis)	77,27EUR
24. Oktober 2008	Kaufen	34,75EUR (Q3-vorl.)	70,00EUR

#### 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 veröffentlichen 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 angeboten 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

Hamburger Allee 26 -28  
60486 Frankfurt am Main  
www.cbseidlerresearch.ag  
Tel.: 0049 - (0)69 - 97 78 45 60