

Empfehlung
KAUFEN Folgebericht Q2

Risiko:
Mittel (-)

Kursziel:
EUR 77,27 (-)

28. August 2008

Dynamische Ergebnisentwicklung

Starke Performance in Q2

Umsätze stiegen um 38,1% und das EBIT um 120,2%

■ **Im zweiten Quartal 2008 Ende Juni stieg der Umsatz um 38,1% auf €75Mio.** Das EBIT verbesserte sich um 120,2% auf €7,4Mio. im Vergleich zu €3,3Mio. in Q2'07. Das Umsatzwachstum wurde vor allem von der "Stationären Verkehrstechnik" getrieben. Hier erhöhte sich der Umsatz um 99,7% auf €29,3Mio. (einschließlich Bubenzer). Das EBIT verbesserte sich überproportional um 137,9% auf €3,95Mio.; die EBIT-Marge sprang von 11,3% auf 13,5%. Auch die "Mobile Verkehrstechnik" profitierte von der starken Nachfrage. Die Umsätze erhöhten sich um 15,9% auf €46Mio., und die EBIT-Marge verbesserte sich im gleichen Zeitraum von 6,2% auf 9,9%.

■ **Der Auftragseingang stieg im zweiten Quartal um 15,6% auf €151,6Mio.,** und der Auftragsbestand wuchs auf €192,1Mio. Ende Juni an (Book-to-bill ratio von 1,08). Im ersten Halbjahr erhöhte sich der Umsatz um 27,5% auf €140,1Mio. Das EBIT sprang um 75,4% auf €12,9Mio. Die EBIT-Marge verbesserte sich von 6,7% auf 9,2%.

Management erhöht die Prognose für das laufende Jahr

■ Aufgrund der sehr guten Unternehmensentwicklung hat das Management die Prognose für 2008 angehoben. Das Ergebnis je Aktie soll nun zwischen €5,50 und €5,70 liegen nach €4,50 und €4,70. Der Umsatz soll sich um 13,3% auf €263Mio. erhöhen und das EBIT um 25,5% auf €17,7Mio.

■ Wir halten an unserer Kaufempfehlung mit dem Kursziel von €77,27 je Aktie unverändert fest. Unsere Ergebnisschätzungen haben wir aufgrund der erhöhten Prognose nach oben angepasst.

Kennzahlen

GS-Jahr 31.12., in €Mio.	2006	2007	2008E	2009E	2010E
Umsatz	212,7	232,1	263,0	276,8	289,9
EBITDA	16,8	19,4	26,4	27,5	29,9
Nettoergebnis	5,0	7,2	11,9	12,8	14,6
EpA	2,67	3,85	5,81	6,24	7,12
EBITDA Marge	7,9%	8,3%	10,0%	9,9%	10,3%
EBIT Marge	5,5%	6,1%	7,9%	7,8%	8,2%
EV/EBITDA	5,8	6,2	5,6	5,0	4,4
EV/EBIT	8,3	8,6	7,1	6,4	5,5
KGV	9,3	9,3	8,5	7,9	6,9

Quelle: fairresearch, CBS Research AG, Unternehmensdaten

Analyst Heinz Steffen

Aktienkurs (blau) vs SDAX (1J.)



Quelle: CBS Research AG, fairresearch

Veränderung	2008E		2009E		2010E	
	neu	alt	neu	alt	neu	alt
Umsatz	263,0	255,2	276,8	268,8	289,9	281,3
EBITDA	26,4	23,1	27,5	25,2	29,9	27,5
EpA	5,81	5,09	6,24	5,93	7,12	6,85

Internet: www.schaltbau.de
WKN: 717030
Reuters: SLTG.DE

Sektor: Maschinenbau
ISIN: DE0007170300
Bloomberg: SLT:GR

Aktienkurs:

Aktienkurs:	EUR 49,20
Ausstehende Aktien (Mio.):	1,868
Marktkapitalisierung:	€91,8Mio.
Enterprise Value (EV):	€147,8Mio.
Ø tägliches Handelsvolumen:	4.409

Performance Daten:

52 Wochen Hoch:	EUR 54,00
52 Wochen Tief:	EUR 30,35
Absolute Performance ^(12 Monate) :	31,7%
Relative Performance (SDax):	
1 Monat	-6,6%
3 Monate	14,2%
6 Monate	45,5%
12 Monate	60,9%

Aktionärsstruktur:

Familie Dr. Cammann :	11,6%
Familie Zimmermann:	9,6%
Golden Peaks Capital:	9,7%
IFOS International Fonds Service:	3,5%
Pioneer Asset Management:	4,2%

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

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:

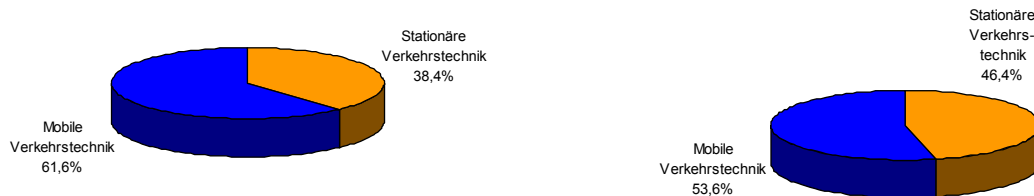
United Kingdom: Ernie Ferriday
Phone: +44 2076 55 34 80

www.cbseydlerresearch.ag

Zusammenfassung

Umsatz im ersten Halbjahr 2008 - €140,1Mio.

Ergebnisbeitrag im ersten Halbjahr - €14,8Mio.



Quelle: *fairesearch*

Quelle: *fairesearch*

Im ersten Halbjahr 2008 erhöhte sich der Umsatz um 27,5% auf €140,1Mio. Ohne die Akquisition der Bubenzer Gruppe (Gesamtvolumen von €18,7Mio.) legte der Umsatz immer noch zweistellig mit 10,7% zu. Das erst kürzlich akquirierte Unternehmen Machine Electrics wurde noch nicht konsolidiert. Das EBIT verbesserte sich um 75,4% auf €12,9Mio. und die EBIT-Marge erhöhte sich im gleichen Zeitraum deutlich von 6,7% auf 9,2%.

Umsatz (adjustiert um die Bubenzer Akquisition) 1.Hbj.2008

in €Mio.	Q1-Q2 07	Q1-Q2 08	ggü.Vj.
Umsatz	110,0	140,1	27,5%
Stationäre VT	31,4	53,9	71,9%
Bubenzer Gruppe		18,7	
adjustiert	31,4	35,2	12,3%
Mobile VT	78,6	86,5	10,1%
adjustiert	110,0	121,7	10,7%

Quelle: *fairesearch*

EBIT-Marge nach Geschäftsbereichen

(€Mio.)	Q2'07	Q1-Q2'07	Q2'08	% +/-	Q1-Q2'08	% +/-
EBIT	4,12	8,80	8,48	105,9%	14,77	67,9%
Stationäre VT	1,66	3,48	3,95	137,9%	6,85	97,2%
Mobile VT	2,46	5,32	4,53	84,3%	7,92	48,8%
EBIT-Marge						
Stationäre VT	11,3%	11,1%	13,5%		12,7%	
Mobile VT	6,2%	6,8%	9,9%		9,2%	

Quelle: *fairesearch*, Anmerkung: Die EBIT-Berechnung enthält nicht die Holdingkosten sowie sonstige Konsolidierungseffekte

„Stationäre Verkehrstechnik (VT)“

Im ersten Halbjahr 2008 konnte der Unternehmensbereich „Stationäre Verkehrstechnik“ den Umsatz deutlich um 71,9% auf €53,9Mio. erhöhen. Bereinigt um die Akquisition Bubenzer verzeichnete der Unternehmensbereich immer noch

„Stationäre Verkehrstechnik“ nicht nur akquisitionsgetrieben

ein solides Wachstum von 12,3%. Die EBIT-Marge verbesserte sich von 11,1% auf 12,7%. Allein im zweiten Quartal stieg die EBIT-Marge von 11,3% auf 13,5%.

„Mobile Verkehrstechnik“

Im Unternehmensbereich „Mobile Verkehrstechnik“ konnte der Umsatz um 10,1% auf €86,5Mio. gesteigert werden. Das erst Ende Juli erworbene Unternehmen Machine Electrics war noch nicht in den Zahlen enthalten. Für die letzten fünf Monate wird das Unternehmen voraussichtlich in der Konzernrechnung berücksichtigt werden. Das EBIT verbesserte sich überproportional zum Umsatz um 48,8% auf €7,92Mio. Die EBIT-Marge erhöhte sich im ersten Halbjahr von 6,8% auf 9,2%, im zweiten Quartal allein sprang das EBIT von 6,2% auf 9,9%. Die deutliche Ergebnisverbesserung ist im Wesentlichen auf die Bode Gruppe zurückzuführen. Hier hat das Management den Produktionsprozess optimiert und damit die Effizienz deutlich erhöht.

Überproportionale
Ergebnissteigerung

Akquisition rundet Produktangebot ab

Ende Juli wurde das englische Unternehmen Machine Electrics mit Sitz in Bredbury in der Nähe von Manchester übernommen. Im Geschäftsjahr 2007 erzielte das Unternehmen mit 46 Mitarbeitern ein Umsatzvolumen von €5,9Mio. Machine Electrics produziert (in Süd-Wales), vertreibt und repariert elektromechanische Komponenten für Industrieapplikationen. Bereits in der Vergangenheit war das Unternehmen als Distributor im Sektor Flurförderzeuge für die Schaltbau GmbH tätig. Die Akquisition wird die führende Stellung der Schaltbau AG im Bereich Schütze für Flurförderzeuge und Notstromanlagen weiter ausbauen. Nach unseren Schätzungen beträgt der Kaufpreis ca. €3Mio. Wir haben dabei eine EBIT-Marge von 8% unterstellt und ein Bewertungsmultiple von 6,5x EBIT.

Geschätzter Kaufpreis
von €3Mio.

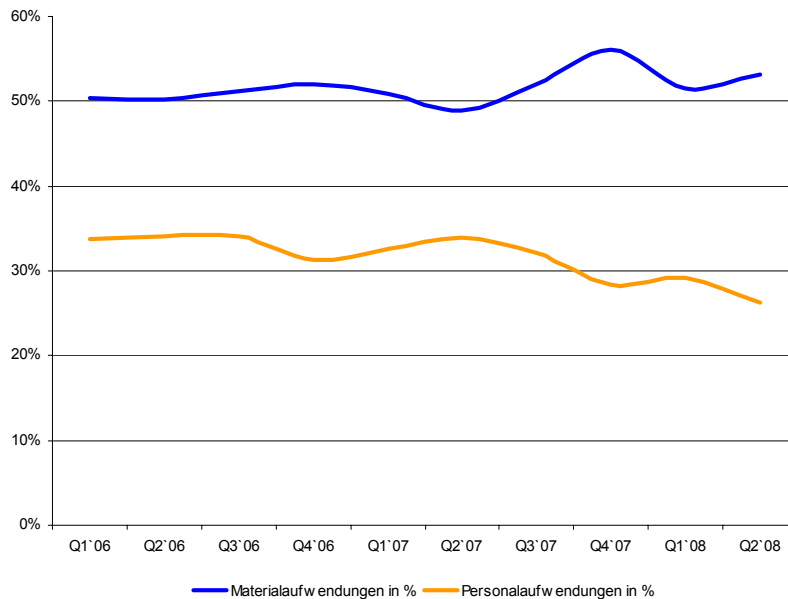
Personalkosten im Griff

Die Ergebnisverbesserung im ersten Halbjahr ist vor allem auf das höhere Umsatzvolumen und damit einhergehende Fixkostendegression zurückzuführen. Die operative Performance wurde vor allem von der höheren Effizienz in der Produktion, aber auch durch die personellen Anpassungsmaßnahmen in den Bereichen Entwicklung und Verwaltung getrieben. Im zweiten Quartal reduzierten sich die Personalaufwendungen gemessen an der Gesamtleistung auf 26,2%. Allerdings stiegen die Materialkosten im gleichen Zeitraum auf eine Quote von 53,1% an. Nach unseren Schätzungen ist ein Teil dieses Anstiegs auf bezogene Leistungen von Dritten zurückzuführen. Um bei Nachfragespitzen die Kostensituation im Griff zu behalten, setzt das Unternehmen verstärkt Zeitarbeiter ein. Sollte die Nachfrage vor allem im zyklischen Bereich nachlassen, kann das Management flexible darauf reagieren. Besonders die Bode Gruppe, Teil des Unternehmensbereiches Mobile Verkehrstechnik, profitierte besonders von dieser flexiblen Kostenstruktur. Im ersten Halbjahr verzeichnete das Unternehmen eine lebhaftere Nachfrage nach BIDS- Türsystemen (Türsysteme für die Bahnindustrie) sowie Türsysteme für Reisebusse. Das Management deutete an, dass die Bode-Gruppe im Geschäftsjahr 2007 eine EBIT-Marge von 1% erzielte. Für das laufende Jahr soll sich die EBIT-Marge auf 2,2% verbessern. Bei einem Umsatzvolumen von ca. €100Mio. erhöht sich der EBIT-Beitrag um €1,2Mio. Aufgrund des noch vorhandenen steuerlichen Verlustvortrages schlägt das EBIT nahezu in gleicher Höhe positiv auf das Nettoergebnis durch. Diese positive Entwicklung reicht

Kostenstruktur wird
flexibler

allerdings noch nicht aus, um die Konzernvorgabe von 5% zu erfüllen. Das Management rechnet damit, dieses Ziel bis spätestens 2010 zu erreichen.

Material- und Personalaufwendungen in % der Gesamtleistung



Quelle: fairresearch

Konservative Prognose für das laufende Jahr

Umsatz- und EBIT-Prognose

in €Mio.	Q1-Q2'08	Q3-Q4'08E	2008E
Umsatz (in €Mio.)	140,14	122,86	263,00
EBIT (in €Mio.)	12,85	4,85	17,70
EBIT-Marge	9,2%	3,9%	6,7%
Nettoergebnis	8,43	1,87	10,30
Nettomarge	6,0%	1,5%	3,9%

Quelle: fairresearch

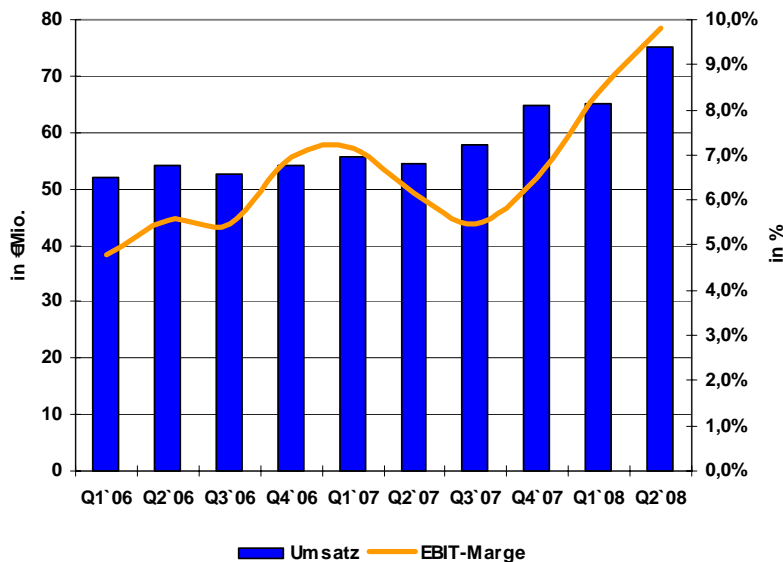
Das Management hat die Prognose für das Gesamtjahr aufgrund der deutlichen Ergebnisverbesserung und des höheren Umsatzes im ersten Halbjahr angehoben. Der Auftragseingang soll bei ca. €260Mio. liegen und der Umsatz bei €263Mio.

Prognose relativ leicht erreichbar

Das operative Ergebnis (EBIT) soll dabei auf €17,7Mio. steigen. Allerdings erreichte das Unternehmen bereits im ersten Halbjahr €12,9Mio. Die Prognose für das Nettoergebnis nach Minderheiten liegt bei €10,3Mio. (€8,43Mio. im ersten Halbjahr). Das Ergebnis je Aktie soll nun zwischen €5,50 und €5,70 liegen (Ergebnis je Aktie im ersten Halbjahr €4,19 voll verwässert). Wir stufen diese Prognose als extrem konservativ ein. Der hohe Auftragsbestand von €192,1Mio. sollte auf jeden Fall reichen, die Umsatz- und Ergebnisvorgaben zu erfüllen. Nach unseren Berechnungen sieht es fast so aus, als wenn das Management mit einer Rezession im zweiten Halbjahr 2008 rechnen würde. Umgerechnet auf das Gesamtjahr würde die EBIT-Marge auf 3,9% und die Nettomarge auf 1,5% zurückfallen. Wir glauben allerdings nicht daran, dass dieses rein rechnerisch negative Szenario so eintreffen wird. Die Prognose des Managements ist u.E. viel zu konservativ. Unsere Annahme wird auch dadurch unterstützt, wenn man den Umsatz- und Ergebnisverlauf pro Quartal analysiert. Nur im dritten Quartal 2007

verzeichnete das Unternehmen einen Rückgang der EBIT-Marge, ansonsten bewegte sich die Marge auf einem relativ stabilen Niveau. Das gleiche gilt auch für die Umsatzentwicklung pro Quartal. So lag die EBIT-Marge im Durchschnitt immer über 5% und der Umsatz bei €59Mio. in den Quartalen 2006 bis 2007.

Umsatz und EBIT-Marge pro Quartal



Quelle: fairresearch

Aktienrückkaufprogramm als Incentive

Im März 2008 startete das Unternehmen ein Aktienrückkaufprogramm. Insgesamt wurden 5.000 eigene Aktien zu einem Durchschnittskurs von €38,50 zurückgekauft. Das Management beabsichtigt, die zurückgekauften Aktien im Rahmen eines Incentive-Programms an die Geschäftsführer der inländischen Beteiligungsgesellschaften auszugeben.

Eigenkapital positiv; Wechsel in den Prime Standard

Die positive Ergebnisentwicklung im ersten Halbjahr hat dazu geführt, dass sich das Eigenkapital des Konzerns von negativen €2,1Mio. (Ende 2007) auf positive €5,1Mio. Ende Juni verbessern konnte. Die deutliche Ergebnisverbesserung in allen Bereichen hat sich auch positiv auf den Kursverlauf und damit auf die Marktkapitalisierung ausgewirkt. Erstmals lag die Marktkapitalisierung des Unternehmens über €100Mio. Das Management hat daraufhin beschlossen, den Wechsel in den Prime Standard vorzunehmen, der am 2 Juli 2008 vollzogen wurde. Damit wird das Unternehmen für internationale Investoren interessanter, obwohl bereits jetzt die Aktionärsstruktur international ausgerichtet ist. Bei steigenden Aktienkursen könnte über die Ausgabe von „sogenannten Gratisaktien“ optisch die Aktie noch attraktiver gemacht werden.

Ergebnisentwicklung zweites Quartal

Umsatz- und Ergebnisentwicklung im Quartal 2006-2008

in €Mio.	Q2'06	Q2'07	Q1-Q2'07	Q2'08	% +/-	Q1-Q2'08	% +/-
Umsätze	54,1	54,3	110,0	75,0	38,1%	140,1	27,5%
Stationäre Verkehrstechnik	14,6	14,7	31,4	29,3	99,7%	53,9	71,9%
Mobile Verkehrstechnik	39,8	39,6	78,6	46,0	15,9%	86,5	10,1%
Bestandsveränderungen	-0,8	-0,4	-0,9	1,0	-362,8%	2,4	-362,7%
Aktivierete Eigenleistungen	0,5	0,2	0,3	0,2	-11,2%	0,4	10,2%
Gesamtleistung	53,8	54,198	109,4	76,2	40,6%	142,9	30,6%
Materialaufwand	27,0	26,5	54,6	40,5	52,8%	74,9	37,1%
Personalaufwand	18,3	18,4	36,3	20,0	8,7%	39,5	8,6%
Abschreibungen	1,3	1,3	2,6	1,4	7,0%	2,8	8,0%
Sonstige betriebliche Erträge	0,2	0,6	1,0	0,3	-51,1%	0,5	-42,6%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4,4	5,3	9,5	7,3	38,1%	13,5	42,2%
Summe Aufwendungen	50,8	50,8	102,1	68,8	35,4%	130,1	27,4%
EBITDA	4,3	4,6	9,9	8,8	88,7%	15,6	57,9%
EBITDA-Marge	7,9%	8,5%	9,0%	11,7%		11,2%	
EBITA	3,0	3,3	7,3	7,4	120,2%	12,9	75,4%
EBITA-Marge	5,5%	6,2%	6,7%	9,8%		9,2%	
Amortisation	0,0	0,0	0,0	0,0		0,0	
EBIT	3,0	3,3	7,3	7,4	120,2%	12,9	75,4%
EBIT-Marge	5,5%	6,2%	6,7%	9,8%		9,2%	
Ergebnis aus At-Equity Bilanzierung	0,1	0,6	0,8	0,6	0,5%	0,8	-1,6%
Sonstiges Beteiligungsergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0		0,0	
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0		0,0	
Finanzergebnis	0,1	0,6	0,8	0,6	0,5%	0,8	-1,6%
Zinserträge	0,0	0,0	0,1	0,0	-18,4%	0,1	-15,3%
Zinsaufwendungen	-1,0	-1,1	-2,5	-1,6	47,3%	-3,2	30,1%
Zinsergebnis	-1,0	-1,1	-2,4	-1,6	50,3%	-3,1	32,2%
Ergebnis vor Steuern	2,1	2,9	5,8	6,4	120,1%	10,5	82,5%
Steuern	0,26	0,41	0,90	0,8	85,9%	1,37	52,0%
Steuerquote	12,4%	14,2%	15,6%	12,0%		13,0%	
Nettoergebnis	1,83	2,49	4,86	5,63	125,7%	9,15	88,1%
Anteile Dritter	-0,2	-0,23	-0,84	-0,3	46,3%	-0,71	-15,4%
Nettoergebnis nach Anteilen Dritter	1,61	2,27	4,02	5,30	133,7%	8,43	109,9%
Ergebnis je Aktie unverwässert	0,86	1,21	2,15	2,83	133,7%	4,51	109,9%
Ergebnisse je Aktie verwässert	0,86	1,21	2,15	2,51	106,8%	4,19	94,9%

Quelle: fairresearch

Kennzahlen

Kennzahlen 2003-2010E

Schaltbau Holding AG	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
Umsatz (€Mio.)	227,4	215,0	203,9	212,7	232,1	263,0	276,8	289,9
EBITDA (€Mio.)	6,0	14,1	17,1	16,8	19,4	26,4	27,5	29,9
EBITA (€Mio.)	-2,5	9,1	12,1	11,8	14,1	20,9	21,7	23,8
EBIT (€Mio.)	-2,5	9,1	12,1	11,8	14,1	20,9	21,7	23,8
Nettoergebnis (€Mio.)	-14,4	2,0	3,9	5,0	7,2	11,9	12,8	14,6
Margen								
EBITDA-Marge	2,6%	6,5%	8,4%	7,9%	8,3%	10,0%	9,9%	10,3%
EBITA-Marge	-1,1%	4,2%	5,9%	5,5%	6,1%	7,9%	7,8%	8,2%
EBIT-Marge	-1,1%	4,2%	5,9%	5,5%	6,1%	7,9%	7,8%	8,2%
Eigenkapitalrentabilität	16,3%	-6,9%	-23,6%	-40,6%	-171,8%	166,1%	62,1%	40,6%
ROCE (inkl. Goodwill)	0,4%	19,6%	23,6%	18,5%	21,9%	28,7%	24,7%	23,3%
Bilanz								
Enterprise Value (EV)	66,7	78,5	91,6	97,8	120,9	145,8	136,3	128,2
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	10,2	24,7	41,1
Eigenkapital/Gesamtvermögen(%)	-25,6%	-19,1%	-11,2%	-7,2%	-1,3%	6,1%	13,5%	20,5%
Nettoverschuldung/Eigenkapital (%)	91,8%	86,1%	62,4%	54,4%	47,6%	40,5%	36,1%	31,8%
Kapitaleffizienz/Solvabilität								
Umsatz/CE (inkl. Goodwill) (x)	2,6	3,0	2,7	2,7	2,7	2,9	2,9	2,8
Umsatz/Sachanlagen (x)	8,5	5,6	5,4	5,7	5,8	6,7	6,6	6,6
Umsatz/Net working capital (x)	5,8	7,1	6,2	6,0	6,0	6,6	6,3	5,7
Vorräte/Umsatz (Tage)	39,8	67,2	70,5	71,6	72,0	66,7	66,5	69,9
Forderungen LL/Umsatz	49,5	45,1	49,2	47,9	52,4	47,5	48,3	48,9
Verbindlichkeiten LL/Umsatz	27,4	27,9	29,7	29,3	33,7	31,2	30,6	29,8
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	4,3	5,0	0,0
Dividende-Ausschüttungsquote (%)	0,0%	0,0%	2,4%	5,6%	7,8%	5,5%	5,8%	5,7%
Steuerquote	16,1%	36,2%	36,0%	29,9%	18,6%	25,0%	25,0%	25,0%
Bewertung								
EpA (€)	(10,51)	1,42	2,34	2,67	3,85	5,81	6,24	7,12
CFpA (€)	2,66	5,41	5,55	5,36	6,66	9,34	9,96	11,08
Dividende (€)	0,00	0,00	0,06	0,15	0,30	0,35	0,40	0,45
Buchwert (€)	(24,12)	(22,05)	(10,32)	(6,58)	(2,24)	3,84	11,05	19,28
Adjustierter Buchwert (€)	(27,75)	(25,87)	(13,92)	(9,86)	(8,35)	(2,20)	4,76	12,74
KGV	-0,5	6,6	9,8	9,3	9,3	8,5	7,9	6,9
KCF	-1,1	1,7	4,1	4,6	5,4	5,3	4,9	4,4
Kurs/Buchwert	-0,2	-0,4	-2,2	-3,8	-15,9	12,8	4,5	2,6
Dividendenrendite (%)	0,0%	0,0%	0,3%	0,6%	0,8%	0,7%	0,8%	0,9%
EV/Umsatz (x)	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA (x)	11,2	5,6	5,4	5,8	6,2	5,6	5,0	4,4
EV/EBIT (x)	-26,4	8,7	7,6	8,3	8,6	7,1	6,4	5,5
EV/Capital Employed (x)	0,8	1,2	1,3	1,4	1,6	1,9	1,7	1,4
EV/CE (inkl. Goodwill) (x)	0,8	1,1	1,2	1,3	1,4	1,6	1,5	1,3

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.

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	44,15 EUR (Coverage)	70,30 EUR
29. Mai 2008	Kaufen	49,49 EUR (Q1-08)	77,27 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

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