

Eckert & Ziegler AG

5. August 2011



Kurzanalyse

Analyst

Dr. Roger Becker, CEFA, Biologe
+49 69 71 91 838-46
roger.becker@bankm.de

Bewertungsergebnis

KAUFEN

(vormals KAUFEN)

Fairer Wert

€ 38,30

(vormals € 40,50)

H1/2011: Weiterhin auf Erfolgskurs

- Bestes Halbjahresergebnis in der Unternehmensgeschichte: Umsatz von €55,8 Mio. (+5%, YoY) u. Ergebnis von €6,6 Mio. (+28%) nach Minderheiten
- Im Periodenvergleich erneute Steigerung der Profitabilität
 - Rohertrag: +3,8%-Punkte
 - EBIT: +2,5%-Punkte
 - Ergebnis nach Minderheiten: +2,1%-Punkte
- Stärkster Zuwachs bei Umsatz und Ergebnis im Segment Radiopharmazie
- Liquide Mittel zum Ende der Periode bei €22,4 Mio. (- €6,8 Mio.)
- Eigenkapitalquote erneut gestiegen auf nunmehr 54% (31.12.2010: 51%)

Im ersten Halbjahr 2011 hat die Eckert & Ziegler-Gruppe (EZAG) einen Umsatz von €55,8 Mio. erzielt und dabei einen Gewinn nach Minderheiten von €6,6 Mio. erwirtschaftet (+28%, YoY). Demnach ist es das umsatzstärkste und ertragsstärkste (ohne Sondereffekte) Halbjahr überhaupt. Die Margen konnten im Jahresvergleich erneut gesteigert werden; hierin sehen wir die erfolgreiche Umsetzung der strategischen Zielsetzung einer kontinuierlichen Steigerung der Profitabilität. Hier schlagen sich insbesondere positive Synergien innerhalb der Segmente „Isotope Products“ und „Radiopharma“ nieder.

Das Halbjahresergebnis von €1,26 pro Aktie trägt bereits jetzt mit 63% überproportional zur Gesamtjahresprognose des Unternehmens bei. Gleichwohl belässt der Vorstand die Gewinnprognose 2011 i.H.v. €2,00 pro Aktie. Dieser vorsichtige Ansatz resultiert im Wesentlichen aus einem derzeit unsicheren Forderungsbestand im Segment Therapie i.H.v. €2,5 Mio. die Lieferungen nach Spanien, Portugal sowie Italien betreffen. Derzeit wurden hierfür aber noch keine Rückstellungen gebildet.

Der operative Cash-Flow verringerte sich in H1 um knapp 4% auf €5,3 Mio. Dies ist im Wesentlichen auf einen kapitalbindenden Anstieg des Nettoumlaufvermögens auf €6 Mio. (diese enthalten die o.a. unsicheren Forderungen) zurückzuführen. Die Investitionen im ersten Halbjahr beliefen sich auf €5,6 Mio. für die Einführung eines konzernweit einheitlichen Produktionsplanungssystems sowie für bauliche Maßnahmen. Des Weiteren wurden Kredite i.H.v. €2,9 Mio. getilgt sowie eine Dividende i.H.v. €3,2 Mio. an die Aktionäre gezahlt. Insgesamt reduzierten sich die liquiden Mittel um €6,8 Mio. im Vergleich zum Bilanzstichtag 2010 auf nunmehr €22,4 Mio.

Wir haben keine Anpassungen unserer Prognosen sowie unseres DCF-Modells vorgenommen und lediglich die Peer Group aktualisiert. Wir sehen den fairen Wert bei €38,30 und bewerten die Aktie weiterhin mit „Kaufen“.

Ergebniskennzahlen

Jahr	Umsatz (Mio. €)	EBITDA (Mio. €)	EBIT (Mio. €)	EBT (Mio. €)	ber. JÜ (Mio. €)	ber. EPS (€)	DPS (€)	EBIT-Marge	Netto-Marge
2010a	111,1	26,4	16,6	14,4	9,4	1,81	0,45	14,9%	8,5%
2011e	118,9	29,3	18,6	16,6	10,5	2,01	0,60	15,6%	8,9%
2012e	126,0	32,2	20,8	19,1	12,2	2,32	0,60	16,5%	9,7%
2013e	132,3	35,4	23,5	22,0	14,1	2,68	0,70	17,7%	10,6%
2014e	137,6	38,9	26,5	25,2	16,2	3,08	0,80	19,2%	11,8%

Quelle: BankM Research

Branche	Medizintechnik
WKN	565970
ISIN	DE0005659700
Bloomberg/Reuters	EUZ GY Equity
Rechnungslegung	IFRS
Geschäftsjahr	31.12.
Quartalsbericht Q3/2011	2. November 2011
Marktsegment	Regulierter Markt
Transparenzlevel	Prime Standard

Finanzkennzahlen	2011e	2012e	2013e
EV/Umsatz	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	4,2	3,8	3,5
EV/EBIT	6,6	5,9	5,3
P/E bereinigt	11,9	10,3	8,9
Preis/Buchwert	1,7	1,5	1,3
Preis/FCF	11,3	9,5	7,7
ROE	14,6	15,2	15,6
Dividendenrendite	2,5	2,5	2,9

Anzahl Aktien (Mio. Stück)			5,260
Marktkap. / EV (Mio. €)			121,3/ 123,3
Free float			67,0%
Ø tägl. Handelsvol. (3M, in T€)			223,806
12 Monate hoch/tief (XETRA-Schluss)			€ 31,60/22,50
Kurs 04.08.2011 (XETRA-Schluss)			23,80 €
Performance	1M	6M	12M
absolut	-20,1%	-13,8%	-4,8%
relativ	-14,9%	-21,6%	-20,9%
Vergleichsindex	MEDTECH PERFORM.		



Eckert & Ziegler AG (rot/grau), Performance 1 Jahr vs. DAX Subsector MedTech (schwarz)
Quelle: Deutsche Börse AG

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Diese Studie wurde aufgrund eines Mandatsverhältnisses im Auftrag des Emittenten erstellt, der Gegenstand der Studie ist. BankM – Repräsentanz der biw AG ist Designated Sponsor der Aktie und hält in diesem Zusammenhang regelmäßig Wertpapierpositionen in der Aktie des Emittenten. Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden und die Kurse der Wertpapiere können steigen oder fallen. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Anleger handeln auf eigenes Risiko. Das für die Erstellung dieses Dokuments verantwortliche Unternehmen ist die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Willich.

Segmentbetrachtung

Hauptumsatzträger war wiederum das Segment „Isotope Products“ mit 50% vom Gesamtumsatz, gefolgt vom Segment „Therapie“ (23%) und Radiopharma (22%). Der Geschäftsbereich „Umweltdienste“, der seit 2010 als eigenes Segment geführt wird, hat mit 5% zum Gesamtumsatz beigetragen.

Im Segment „Isotope Products“ waren es vor allem wieder die Referenz- und Kalibrierquellen für Messgeräte, die ca. 50% des Segmentumsatzes ausmachten. Aufgrund von Optimierungen in der Kostenstruktur findet sich die Umsatzsteigerung von ca. €2,3 Mio., was einem Wachstum von 9% entspricht, zu ca. 40% im Ergebnis wieder.

Das Segment „Therapie“ verzeichnet einen Umsatzrückgang um 12%. Die Vergleichbarkeit zur Referenzperiode 2010 ist jedoch nur eingeschränkt möglich, da hier ein Sondergeschäft i.H.v. ca. €1,5 Mio. im Zusammenhang mit dem russischen Joint Venture verbucht werden konnte. Hinzu kommen noch Verzögerungen bei der Zulassung seitens der chinesischen Behörden für die Afterloader. Gleichwohl sieht der Vorstand gerade hier den stärksten Wachstumstreiber im Segment Therapie.

Der Umsatz im Radiopharma-Segment ist im Vorjahresvergleich deutlich um 25% gestiegen bei einer Steigerung der Rohmarge auf beachtliche 60%; hierdurch wurde auch die Segment-Nettomarge gesteigert (+7,4 %-Punkte, YoY). Hauptumsatzträger im Segment waren die Synthesegeräte für radioaktive Diagnostika („Modular Lab“) sowie das für die PET (Positronen-Emissions-Tomographie) verwendete radioaktiv-markierte Kontrastmittel FDG.

Im Segment „Umweltdienste“ ist der Umsatz mit €2,6 Mio. nahezu konstant geblieben. Durch Kosteneinsparungen ist das Segmentergebnis im H1-Vergleich jedoch nicht defizitär, sondern mit €0,2 Mio. leicht positiv.

Aktie und Bewertung

Seit Beginn des Jahres hat die EZAG-Aktie um 11,9% nachgegeben von €27,00 (Schlusskurs 3.1.2011) auf €23,80 (Schlusskurs 4.8.2011) und hat sich damit schlechter als der Vergleichsindex mit +8% (Daxsubsec. Medical Technology Performance), entwickelt. Die annualisierte Volatilität auf Basis der täglichen Renditen beträgt seit Jahresbeginn 38% (vorher: 43%) bei einem mittleren täglichen Handelsvolumen von ca. 9.400 Stücken.

Obwohl der Vorstand nach wie vor von einer profitablen Umsatzsteigerung auf ca. €200 Mio. im Jahr 2014 ausgeht, haben wir dies in unseren Ergebniskennzahlen nach wie vor nicht berücksichtigt. Umsätze in dieser Höhe sind nach unserer Auffassung nur durch zukünftige Akquisitionen erzielbar, die wir nicht prognostizieren können.

Aufgrund des Halbjahresergebnisses haben wir keine Anpassungen unserer DCF-Analyse vorgenommen und lediglich unsere Multiple-Bewertung aktualisiert; diese hat in den letzten Tagen aufgrund der Nervosität auf den Kapitalmärkten deutlich abgenommen. Wir ermitteln einen fairen Wert derzeit von €38,30 und bewerten die Aktie weiterhin mit „Kaufen“. Bei einem aktuellen 2011er KGV von knapp 12 (basierend auf unserer Ergebnisschätzung von €2,01/Aktie) sehen wir die Aktie angesichts des Wachstumspotenzials sowie des aktuellen medianen KGV der Peer Group von knapp 19 als günstig bewertet an.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Tabellenanhang

Gewinn- und Verlustrechnung

Geschäftsjahr 31.12 • IFRS in T€	10a	11e	12e	13e	14e	10a	11e	12e	13e	14e	5y - CAGR
						Veränderungen z. Vorjahr (%)					
Umsatzerlöse	111.093,0	118.869,5	126.001,7	132.301,8	137.593,8	9,6	7,0	6,0	5,0	4,0	4,4
Herstellkosten	53.295,0	56.787,9	59.817,2	62.278,8	64.082,0	6,0	6,6	5,3	4,1	2,9	3,8
<i>% vom Umsatz</i>	<i>48,0</i>	<i>47,8</i>	<i>47,5</i>	<i>47,1</i>	<i>46,6</i>						
Rohertrag	57.798,0	62.081,6	66.184,5	70.022,9	73.511,8	13,1	7,4	6,6	5,8	5,0	4,9
Vertriebskosten	18.929,0	20.016,3	20.839,3	21.352,0	21.518,1	2,7	5,7	4,1	2,5	0,8	2,6
<i>% vom Umsatz</i>	<i>17,0</i>	<i>16,8</i>	<i>16,5</i>	<i>16,1</i>	<i>15,6</i>						
Allgemeine u. Verwaltungskosten	18.828,0	19.908,2	20.724,7	21.231,7	21.393,0	-1,3	5,7	4,1	2,4	0,8	2,6
<i>% vom Umsatz</i>	<i>16,9</i>	<i>16,7</i>	<i>16,4</i>	<i>16,0</i>	<i>15,5</i>						
Forschungs- u. Entwicklungskosten	2.886,0	3.566,1	3.780,1	3.969,1	4.127,8	15,6	23,6	6,0	5,0	4,0	7,4
<i>% vom Umsatz</i>	<i>2,6</i>	<i>3,0</i>	<i>3,0</i>	<i>3,0</i>	<i>3,0</i>						
Sonstige betr. Erträge	2.868,0	0,0	0,0	0,0	0,0						
Sonstige betr. Aufwend.	1.703,0	0,0	0,0	0,0	0,0						
Betriebsergebnis	18.320,0	18.591,0	20.840,5	23.470,1	26.472,8	18,5	1,5	12,1	12,6	12,8	7,6
Wechselkursgewinne/Verluste	43,0	0,0	0,0	0,0	0,0						
Übriges Finanzergebnis	-1.792,0	0,0	0,0	0,0	0,0						
Finanzergebnis	-1.749,0	0,0	0,0	0,0	0,0						
EBIT	16.571,0	18.591,0	20.840,5	23.470,1	26.472,8	0,9	12,2	12,1	12,6	12,8	9,8
<i>% vom Umsatz</i>	<i>14,9</i>	<i>15,6</i>	<i>16,5</i>	<i>17,7</i>	<i>19,2</i>						
Zinserträge	299,0	50,0	50,0	50,0	50,0						
Zinsaufwendungen	2.517,0	2.000,0	1.750,0	1.500,0	1.275,0						
EBT	14.353,0	16.641,0	19.140,5	22.020,1	25.247,8	-5,3	15,9	15,0	15,0	14,7	12,0
Ertragssteuern (Aufwand -/Ertrag +)	-3.938,0	-4.992,3	-5.742,1	-6.606,0	-7.574,4						
<i>dav. lat. St. (Aufw. -/Ertr. +)</i>	<i>571,0</i>	<i>-1.574,4</i>	<i>-1.731,9</i>	<i>-1.905,1</i>	<i>-1.905,1</i>						
Konzernergebnis vor Minderheiten	10.415,0	11.648,7	13.398,3	15.414,1	17.673,5	-52,4	11,8	15,0	15,0	14,7	11,2
Minderheiten	1.002,0	1.102,2	1.212,4	1.333,7	1.467,0						
Konzernergebnis	9.413,0	10.546,5	12.185,9	14.080,4	16.206,5	-29,0	12,0	15,5	15,5	15,1	11,5
<i>% vom Umsatz</i>	<i>8,5</i>	<i>8,9</i>	<i>9,7</i>	<i>10,6</i>	<i>11,8</i>						
Anpassungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0						
Bereinigtes Konzernergebnis	9.413,0	10.546,5	12.185,9	14.080,4	16.206,5	26,3	12,0	15,5	15,5	15,1	11,5
<i>% vom Umsatz</i>	<i>8,5</i>	<i>8,9</i>	<i>9,7</i>	<i>10,6</i>	<i>11,8</i>						
<i>nachrichtlich</i>											
Abschreibungen & Wertminderungen	9.842,0	10.698,3	11.340,2	11.907,2	12.383,4	-14,6	8,7	6,0	5,0	4,0	4,7
<i>% vom Umsatz</i>	<i>8,9</i>	<i>9,0</i>	<i>9,0</i>	<i>9,0</i>	<i>9,0</i>						
EBITDA	26.413,0	29.289,3	32.180,6	35.377,3	38.856,3	-5,5	10,9	9,9	9,9	9,8	8,0
Anzahl Aktien (Ø im Umlauf)	5.194	5.260	5.260	5.260	5.260	37,3	1,3	0,0	0,0	0,0	n.a.
Ergebnis/Aktie (EpA)	1,81	2,01	2,32	2,68	3,08	-48,3	10,6	15,5	15,5	15,1	11,2
Bereinigtes Ergebnis/Aktie (ber. EpA)	1,81	2,01	2,32	2,68	3,08	-8,0	10,6	15,5	15,5	15,1	11,2

Quelle: BankM Research

Kapitalflussrechnung

Geschäftsjahr 31.12 • IFRS	10a	11e	12e	13e	14e	10a	11e	12e	13e	14e	5y - CAGR
in T€						Veränderungen z. Vorjahr (%)					
Konzernergebnis	10.415,0	11.648,7	13.398,3	15.414,1	17.673,5	-52,4	11,8	15,0	15,0	14,7	11,2
+ Abschreibung & Wertminderungen	9.842,0	10.698,3	11.340,2	11.907,2	12.383,4	-14,6	8,7	6,0	5,0	4,0	4,7
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	-1.038,0	-1.000,0	-1.000,0	-1.000,0	-1.000,0						
= Cash Earnings	19.219,0	21.347,0	23.738,5	26.321,2	29.056,9	-27,7	11,1	11,2	10,9	10,4	8,6
- andere, nicht-cashwirks. Positionen	1.807,0	-1.574,4	-1.731,9	-1.905,1	-1.905,1						
- Veränderungen Nettoumlaufvermögen	2.387,0	2.305,3	2.214,3	1.337,6	1.123,6						
= Operativer Cash Flow	15.025,0	20.616,1	23.256,1	26.888,7	29.838,4	-32,1	37,2	12,8	15,6	11,0	14,7
- Investitionen in Anlagevermögen	7.536,0	9.509,6	10.080,1	10.584,1	11.007,5	-22,3	26,2	6,0	5,0	4,0	7,9
= Freier Cash Flow	7.489,0	11.106,5	13.175,9	16.304,5	18.830,9	-39,7	48,3	18,6	23,7	15,5	20,3
- Sonstiges ((+) Invest., (-) Barm.zufl.)	-1.048,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.	n.a.	0,0	0,0	0,0	n.a.
- Dividende (Vorjahr)	2.335,0	3.116,4	3.164,0	3.655,8	4.224,1	106,3	33,5	1,5	15,5	15,5	12,6
- Ausschüttung an Minderheiten	351,0	386,1	424,7	467,2	513,9						
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0						
- Kauf v. Eigenkap. Instr. v. Tochterges.	22.841,0	0,0	0,0	0,0	0,0						
+ Bankverbindlichkeiten	2.532,0	-5.000,0	-5.000,0	-4.500,0	-4.000,0						
= Zufluß Barm.(+)/Rückfl. Barm.(-)	-14.458,0	2.604,0	4.587,3	7.681,6	10.092,8	n.a.	n.a.	76,2	67,5	31,4	40,3

Quelle: BankM Research

Bilanz

Geschäftsjahr 31.12 • IFRS	10a	11e	12e	13e	14e	10a	11e	12e	13e	14e
in T€						% der Bilanzsumme				
Aktiva						% der Bilanzsumme				
Sachanlagen	27.602,0	26.616,6	25.572,0	24.475,2	23.334,6	19,1	18,1	17,0	15,6	14,1
Immaterielle Vermögenswerte	40.885,0	40.605,7	40.309,6	39.998,6	39.675,3	28,3	27,6	26,8	25,5	24,0
<i>dav. Goodwill</i>	30.410,0	30.410,0	30.410,0	30.410,0	30.410,0	21,0	20,7	20,2	19,4	18,4
Latente Steuern	12.204,0	10.629,6	8.897,7	6.992,6	5.087,6	8,4	7,2	5,9	4,5	3,1
Sonstiges Anlagevermögen	1.328,0	1.760,0	1.760,0	1.760,0	1.760,0	0,9	1,2	1,2	1,1	1,1
Langfristige Vermögenswerte	82.019,0	79.611,8	76.539,3	73.226,5	69.857,5	56,8	54,2	50,8	46,7	42,3
Vorräte	12.678,0	13.565,5	14.379,4	15.098,4	15.702,3	8,8	9,2	9,5	9,6	9,5
Forderungen	17.252,0	18.459,6	19.567,2	20.545,6	21.367,4	11,9	12,6	13,0	13,1	12,9
Barmittel	29.216,0	31.820,0	36.407,3	44.088,9	54.181,7	20,2	21,6	24,2	28,1	32,8
Sonstiges Umlaufvermögen	3.302,0	3.533,1	3.745,1	3.932,4	4.089,7	2,3	2,4	2,5	2,5	2,5
Kurzfristige Vermögenswerte	62.448,0	67.378,3	74.099,0	83.665,2	95.341,1	43,2	45,8	49,2	53,3	57,7
Bilanzsumme	144.467,0	146.990,1	150.638,3	156.891,7	165.198,5	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Passiva						% der Bilanzsumme				
Gezeichnetes Kapital	5.293,0	5.293,0	5.293,0	5.293,0	5.293,0	3,7	3,6	3,5	3,4	3,2
Kapitalrücklagen	53.874,0	53.874,0	53.874,0	53.874,0	53.874,0	37,3	36,7	35,8	34,3	32,6
Gewinnrücklagen u. übr. Rücklagen	9.145,0	16.575,1	25.597,1	36.021,7	48.004,0	6,3	11,3	17,0	23,0	29,1
Eigenkapital	68.312,0	75.742,1	84.764,0	95.188,7	107.171,0	47,3	51,5	56,3	60,7	64,9
Minderheitenanteile	5.293,0	6.009,1	6.796,8	7.663,3	8.616,4	3,7	4,1	4,5	4,9	5,2
Eigenkapital inkl. Anteile Dritter	73.605,0	81.751,2	91.560,9	102.852,0	115.787,4	50,9	55,6	60,8	65,6	70,1
Rückstellungen	23.754,0	22.754,0	21.754,0	20.754,0	19.754,0	16,4	15,5	14,4	13,2	12,0
<i>dav. Pensionsrückstellungen</i>	5.913,0	6.326,9	6.706,5	7.041,9	7.323,5	4,1	4,3	4,5	4,5	4,4
Sonstige Verbindlichkeiten	47.108,0	42.484,9	37.323,4	33.285,7	29.657,1	32,6	28,9	24,8	21,2	18,0
Verbindlichkeiten	70.862,0	65.238,9	59.077,4	54.039,7	49.411,1	49,1	44,4	39,2	34,4	29,9
<i>davon langfr. Verbindl.</i>	42.112,0	37.112,0	32.112,0	27.612,0	23.612,0	29,1	25,2	21,3	17,6	14,3
<i>davon Kurzfr. Verbindl. <1J.</i>	28.750,0	28.126,9	26.965,4	26.427,7	25.799,0	19,9	19,1	17,9	16,8	15,6
<i>dav. Vblk. aus L&L/Vorauszahl.</i>	7.697,0	7.486,8	7.194,0	7.553,7	7.855,8	5,3	5,1	4,8	4,8	4,8
Bilanzsumme	144.467,0	146.990,1	150.638,3	156.891,7	165.198,5	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Quelle: BankM Research

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

A. Allgemeine Risikohinweise

Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann bei dieser Anlageform nicht ausgeschlossen werden. Potenzielle Anleger sollten sich darüber bewusst sein, dass die Kurse von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und Einnahmen aus Wertpapierinvestments teils erheblichen Schwankungen unterliegen können. In Bezug auf die zukünftige Wertentwicklung der genannten Wertpapiere und die erzielbare Anlagerendite können daher keine Zusicherungen oder Gewährleistungen gegeben werden.

B. Angaben gemäß § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung (FinAnV):

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: **biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Willich.**

Verfasser der vorliegenden Finanzanalyse: **Dr. Roger Becker, CEFA, Biologe.**

Die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt am Main.

Emittent des analysierten Finanzinstruments ist die Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG.

Hinweis gem. § 4 Abs. 4 Nr. 4 FinAnV über vorausgegangene Veröffentlichungen über den Emittenten mind. in den letzten zwölf Monaten:

Analyst	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
Dr. Roger Becker	07.08.2009	Neutral	€19,26
Dr. Roger Becker	04.11.2009	Kaufen	€22,21
Dr. Roger Becker	16.11.2009	Kaufen	€22,90
Dr. Roger Becker	17.12.2009	Kaufen	€22,90
Dr. Roger Becker	29.01.2010	Kaufen	€24,00
Dr. Roger Becker	25.03.2010	Neutral	€24,00
Dr. Roger Becker	12.04.2010	Kaufen	€27,44
Dr. Roger Becker	10.05.2010	Kaufen	€28,22
Dr. Roger Becker	06.08.2010	Kaufen	€29,33
Dr. Roger Becker	09.11.2010	Neutral	€28,60
Dr. Roger Becker	11.04.2011	Kaufen	€40,50
Dr. Roger Becker	03.05.2011	Kaufen	€40,50

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen: Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z. B. Reuters, VWD, Bloomberg, dpa-AFX u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit Personen des Managements des Emittenten geführt. Die Analyse wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung zum Zweck eines Tatsachenabgleichs gemäß DVFA-Kodex zugänglich gemacht. Aus diesem Tatsachenabgleich resultierten keine inhaltlichen Änderungen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und – methoden:

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf das ermittelte Bewertungsergebnis und einen Zeithorizont des ermittelten Fairen Werts von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mindestens +15 % über dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

NEUTRAL: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt zwischen –15% und +15 % des Kursniveaus zur Zeit des Datums der Studie.

VERKAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mehr als –15 % unter dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value- und Sum-of-the-Parts-Ansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder eine Kombination verschiedener Methoden. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Bewertungsergebnisse und faire Werte entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

05.08.2011

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

Schlusskurse vom 04.08.2011

5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Die Analyse und die darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen geben nur die an dem auf der ersten Seite der Analyse genannten Datum vertretene Sichtweise wieder.

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse oder der darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen unangekündigt vorzunehmen. Die Entscheidung, ob und wann eine Aktualisierung stattfindet, liegt alleine im Ermessen der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG.

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

1. Der Geschäftserfolg von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen des Emittenten im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung dieses Dokuments getroffen.

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG (und verbundene Unternehmen) sowie im Zusammenhang mit der Tätigkeit der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG gebundene Vermittler der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen oder mit Ihnen verbundene Unternehmen

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung (über 5%) an dem Emittenten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

2. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG betreut den Emittenten als Designated Sponsor durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt für die Finanzinstrumente, die Gegenstand dieses Dokuments sind und hält bzw. wird Wertpapiere, die Gegenstand dieses Dokuments sind, im Handelsbestand halten.

3. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden bzw. angemessen zu behandeln. Insbesondere wurden institutsinterne Informationsschranken geschaffen, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenskonflikte für die Bank begründen könnten. Die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG führt zudem ein Insiderverzeichnis gemäß § 15b WpHG für Personen, die für sie tätig sind und bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben. Diese Verzeichnisse werden auf Anfrage der BaFin übermittelt. Insidergeschäfte gemäß § 14 WpHG sind grundsätzlich nicht erlaubt. Mitarbeiter mit besonderer Funktion und Zugang zu Insiderinformationen haben grundsätzlich alle Geschäfte in Wertpapieren der internen Compliance-Stelle offenzulegen. Ferner wird eine laufende Überwachung der Einhaltung weiterer gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG durchgeführt und sich in diesem Zusammenhang eine Beschränkung von Mitarbeitergeschäften in Wertpapieren vorbehalten.

4. Die Vergütung des Analysten dieses Dokuments ist nicht von Investmentbanking-Geschäften der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG oder mit ihr verbundenen Unternehmen abhängig. Der Analyst hat zu keinem Zeitpunkt Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, erhalten oder erworben. Der auf der Titelseite dieses Dokuments aufgeführte Analyst erklärt, dass die dargestellten Meinungen und Aussagen seine eigene persönliche Einschätzung bezüglich der analysierten Finanzinstrumente des Emittenten widerspiegeln und seine Vergütung weder direkt noch indirekt von seinen Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten des Emittenten abhängen.

5. Aktuelle Angaben gemäß § 5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV sind im Internet unter http://www.bankm.de/webdyn/138_cs_Gesetzliche+Angaben.html erhältlich.

C. Haftungsausschluss (Disclaimer):

Dieses Dokument wurde von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrung mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des "financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)" in der jeweils gültigen Fassung fallen; oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden.

In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und diese zu beachten.

Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potenzielle Anleger sollten sich in Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

Dieses von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind.

Trotz sorgfältiger Prüfung gibt die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG keine Garantie und Zusicherung für die Vollständigkeit und Richtigkeit des erstellten Dokuments ab und übernimmt auch keine Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist ausgeschlossen, sofern seitens der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt.

Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG bzw. der Verfasser und können ohne Vorankündigung geändert werden.

Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG berichtigt werden, ohne dass die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte, es sei denn, dass die irrtumsbedingten Fehler auf grob fahrlässiges Verhalten der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zurückzuführen sind. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG übernimmt keine Haftung für Vermögensschäden, soweit diese nicht auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruhen. Mit der Annahme dieses Dokuments erklärt sich der Leser bzw. Nutzer dieses Dokuments mit den dargestellten Risikohinweisen, rechtliche Angaben und dem Haftungsausschluss (Disclaimer) einverstanden und an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein sowie die in dieser Analyse enthaltenen Informationen ausschließlich Berechtigten zugänglich zu machen. Der Nutzer dieses Dokuments ist gegenüber der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zu Schadensersatz für sämtliche Schäden, Forderungen, Verluste und Nachteile aufgrund von oder in Verbindung mit der unautorisierten Nutzung dieses Dokuments verpflichtet.

Die Erstellung dieses Dokuments unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für alle Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland).

Sollte eine Bestimmung dieses Disclaimers unwirksam sein oder werden, bleiben die übrigen Bestimmungen dieses Disclaimers hiervon unberührt.

This document is not intended for use by persons resident in any jurisdiction that regulates access to such documents by applicable laws. Investment decisions must not be based on any statement in this report. Persons in possession of this document should inform themselves about possible legal restrictions and observe them accordingly. In case of uncertainty persons should not access and consider this document. This document is not intended for use by persons that are classified as US-persons under the United States Securities Act.

© 2011 BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt.

biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Hausbroicher Straße 222, D-47877 Willich. Alle Rechte vorbehalten.