

Augusta Technologie AG ^{*5}

Rating: Kaufen

Kursziel: 10,60 €

aktueller Kurs: 9,63 €

18.11.2009 / XETRA

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0D6612

WKN: A0D661

Börsenkürzel: ABE1

Aktienanzahl³: 7,592

Marketcap³: 73,11

EnterpriseValue³: 76,54

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 58,7 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

M.M. Warburg

CloseBrothers Seydler

Analysten:

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 10

Unternehmensprofil

Branche: Technologie

Fokus: Sensors, Controls

Mitarbeiter: 603 (Stand: 30.09.2009)

Gründung: 1991

Firmensitz: München

Vorstand: Amnon F. Harman, Berth Hausmann



Quelle: BIS

Die AUGUSTA Technologie AG ist ein integriertes Technologieunternehmen mit dem Fokus auf den beiden Segmenten Sensors und Controls. Während die Zielrichtung im Bereich Sensors wiederum in die beiden Produktbereiche Sensorik und Mikrosystemtechnik sowie Mobile Messsysteme untergliedert ist, teilt sich das Segment Controls in die Produktbereiche Individuelle Bildverarbeitung und Logistikautomation auf. Die beiden Segmente werden durch fünf 100 %ige Beteiligungsunternehmen sowie deren Tochtergesellschaften repräsentiert. In dem Bereich der Druck und Strömungssensorik für die Medizintechnik ist AUGUSTA mit einem Marktanteil von 10-12 % Marktführer in Europa. Bei industriell genutzten Kameras mit FireWire-Schnittstelle ist das Unternehmen mit einem Marktanteil von 15 % sogar Weltmarktführer und belegt Rang 3 unter den Marktplayern für GigE-Schnittstellen-Kameras

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009e	31.12.2010e
Umsatz	119,32	127,13	106,00	113,42
EBITDA	19,77	21,63	13,85	16,02
EBIT	17,48	18,84	10,85	13,02
Jahresüberschuss	14,83	12,70	6,61	7,97

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	1,78	1,69	0,87	1,05
Dividende je Aktie	0,60	1,20	0,30	0,35

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,49	0,60	0,72	0,67
EV/EBITDA	2,98	3,54	5,53	4,78
EV/EBIT	3,37	4,06	7,06	5,88
KGV	4,93	5,75	11,07	9,18
KBV		0,73		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

09.12.2009: VIII. MKK

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

9.9.2009: RG / KAUFEN

17.8.2009: RS / 9,99 / KAUFEN

6.7.2009: RS / 11,13 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

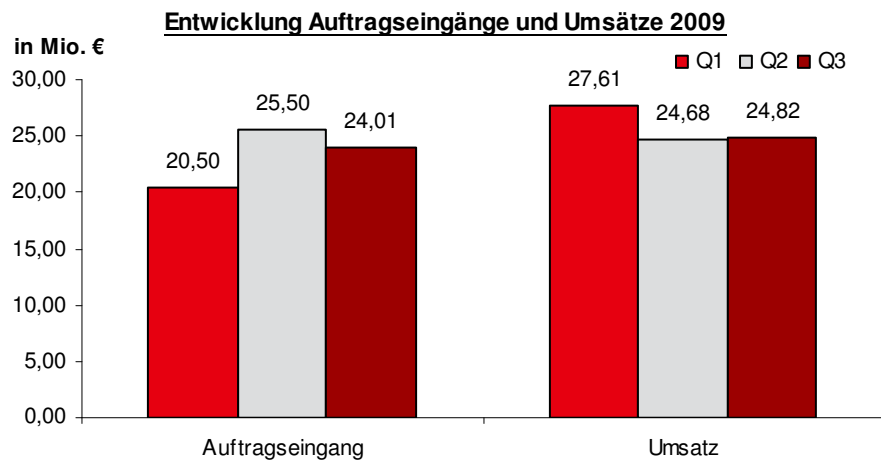
Geschäftsentwicklung 9M 2009

In Mio. €	Q1 2009	Q2 2009	Q3 2009	Delta Q2/Q3	9M 2008	9M 2009	Delta HJ/HJ
Auftragseingang	20,50	25,50	24,01	-5,8 %	93,38	70,01	-25,0 %
Umsatz	27,61	24,68	24,82	+0,6 %	93,94	77,11	-17,9 %
EBITDA	3,90	3,57	2,34*	-34,5 %	16,15	9,81	-39,3 %
EBIT	3,11	2,74	1,90*	-30,7 %	14,17	7,75	-45,3 %
Periodenergebnis	1,88	1,77	0,81*	-54,3 %	9,72	4,46	-54,1 %

Quelle: AUGUSTA, GBC; * inkl. Einmaliger Restrukturierungsaufwand in Höhe von rund 0,8 Mio. €

Auftragseingang und Umsatzerlöse

Auch im Q3 2009 stellte die AUGUSTA Technologie AG (AUGUSTA) eine weitere Stabilisierung des Geschäftsumfeldes fest. Mit Auftragseingängen in Höhe von 24,01 Mio. € im Q3 konnte das Niveau des Q2 annähernd wieder erreicht werden. Dabei ist zu beachten, dass beide Geschäftsbereiche im Q2 von jeweils einem Großauftrag geprägt waren, die sich zusammengenommen auf rund 2,50 Mio. € beliefen. Diese beiden Aufträge herausgerechnet, konnte das Unternehmen über die drei Quartale hinweg steigende Auftragseingänge aufweisen. Dennoch bleiben die Auftragseingänge in den ersten neun Monaten 2009 kumuliert mit 70,01 Mio. € noch hinter dem 2008er-Wert von 93,38 Mio. € zurück. Der Rückgang beim Auftragseingang betrifft dabei auch nach dem Q3 weiterhin beide Geschäftsbereiche nahezu gleich stark.



Quelle: AUGUSTA, GBC

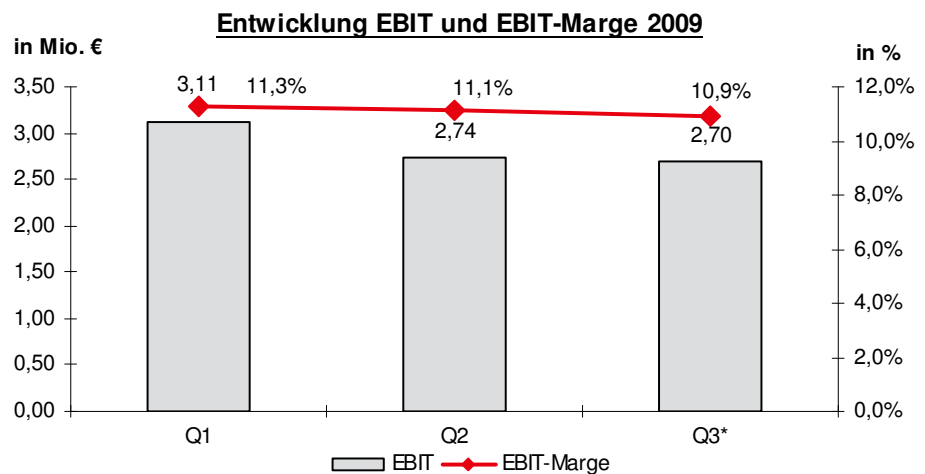
Der Auftragsbestand sank in den ersten neun Monaten konzernweit um 12,4 % auf 38,52 Mio. €. Wie auch schon im Q2 bestätigte sich im Q3 der Trend zu einer stärkeren Orderfrequenz bzw. kleineren Losgrößen und gleichzeitig einem verstärkten Verzicht auf feste Rahmenverträge. Dies führt zu dem tendenziell niedrigeren Auftragsbestand und einer verringerten Sichtbarkeit.

Entsprechend der Auftragseingangssituation tendierten auch die Umsatzerlöse im Q3 auf einem stabilen Niveau. Gegenüber dem Q2 konnte eine leichte Steigerung von 0,6 % auf 24,82 Mio. € erreicht werden. Während der Bereich Controls eine Steigerung gegenüber dem Q2 in Höhe von 9,7 % verzeichnete, musste im Bereich Sensors im Q3 ein Umsatzrückgang von 4,9 % auf 14,74 Mio. € hingenommen werden. Dies war vor allem auf die anhaltend schwache Nachfrage aus der Automobil- und Konsumgüterindustrie

zurückzuführen, was die HE System Electronic (HE) betraf. Die Tochtergesellschaft Sensortechnics spürte zudem im Q3 eine Nachfragezurückhaltung der Medizintechnikkunden. Die gute Umsatzentwicklung im Bereich Controls war vor allem durch eine anhaltende Belegung der Nachfrage nach GigE-Kameras geprägt.

Ergebnisentwicklung

Im Zuge der weiterhin schwierigen Nachfragesituation bei der HE (Bereich Sensors) wurden im Laufe des Q3 Kapazitätsanpassungen notwendig. Diese führten zu einem einmaligen Restrukturierungsaufwand in Höhe von rund 0,80 Mio. €, was sich entsprechend auf die Ergebnisse niederschlug. So lag das EBIT im Q3 konzernweit mit 1,90 Mio. € deutlich unter den noch im Q2 erzielten 2,74 Mio. €. Die Restrukturierungskosten außen vor gelassen, wäre das EBIT im Q3 bei 2,70 Mio. € gelegen. Dies berücksichtigt, bewegte sich auch die EBIT-Marge im Q3 mit 10,9 % in einer weiterhin stabilen Größenordnung, verglichen mit den Vorquartalen. Damit konnte die EBIT-Marge über den gesamten bisherigen Jahresverlauf auf einem konstanten Niveau gehalten werden.



Quelle: AUGUSTA, GBC; *bereinigt um 0,8 Mio. € Restrukturierungsaufwendungen

Entsprechend der einmaligen Belastung fiel das EBIT im Bereich Sensors mit 0,10 Mio. € deutlich unter dem des Q2 aus, als 1,58 Mio. € erwirtschaftet wurden. Der Bereich Controls zeigte sich mit einem EBIT von 2,35 Mio. € deutlich stärker und wies sogar eine Steigerung gegenüber dem Q2 in Höhe von 39,9 % auf. Die EBIT-Marge im Bereiche Controls belief sich im Q3 auf 23,3 % und übertraf damit sogar die im Q1 und Q2 erzielten Werte von 16,0 %, respektive 18,2 %. Hierbei macht sich die Fokussierung auf innovative Produkte wie den GigE-Kameras bemerkbar, womit man sich dem allgemeinen Preiskampf am Markt zu weiten Teilen entziehen kann. Sollte der Preisdruck jedoch auch in den kommenden Quartalen anhalten, wird es auch im Bereich der GigE-Kameras schwieriger werden diesem Stand zu halten.

Positiv hervorzuheben ist die auch im Q3 weiterhin starke Cashflow-Situation. Operativ wurde in den ersten neun Monaten ein Cashflow in Höhe von 8,11 Mio. € erzielt. Bei einer gleichzeitig geringen Investitionstätigkeit von 4,42 Mio. € (ohne Des-/Investitionen in Finanzanlagen) ergibt sich ein Clean Free-Cashflow in Höhe von 3,69 Mio. €.

Das Verhältnis des operativen Cash-Flows zum EBIT (Cash Conversion Rate/CCR) in Höhe von 1,05 indiziert eine hohe Ergebnisqualität, trotz der zum Vorjahr niedrigeren absoluten Niveaus. Hierbei machen sich die im Jahresverlauf ergriffenen Kostensenkungen und Restrukturierungen bemerkbar, die insgesamt zu einer Senkung der betrieblichen Kosten bis Ende September 2009 um rund 2,20 Mio. € führten.

Prognose und Modellannahmen

In Mio. €	2009e (alt)	2009e (neu)	Delta 09e alt/09e neu	2010e (alt)	2010e (neu)	Delta 10e alt/10e neu
Umsatz	107,00	106,00	-0,9 %	113,42	113,42	+/- 0 %
EBITDA	15,28	13,85	-9,4 %	17,37	16,02	-7,8 %
EBITDA-Marge	14,3 %	13,1 %		15,3 %	14,1 %	
EBIT	12,28	10,85	-11,6 %	14,37	13,02	-9,4 %
EBIT-Marge	11,5 %	10,2 %		12,7 %	11,5 %	
Perioden- ergebnis	7,71	6,61	-14,3 %	8,91	7,97	-10,5 %

Quelle: GBC

Umsatzprognosen

Traditionell ist das Q4 bei der AUGUSTA das stärkste Quartal. Sowohl im Bereich Sensors, als auch Controls erwarten wir im Q4 Umsatzerlöse über dem Vorquartal. Im Vorjahr erreichte der Bereich Sensors im Q4 Umsatzerlöse in Höhe von 21,37 Mio. €, bei einem Auftragsbestand zum Ende des Q3 2008 von 33,54 Mio. €. Mit einem im Vergleich zum Vorjahr nur 6,6 % geringeren Auftragsbestand in Höhe von 31,31 Mio. € zum Ende des Q3 2009, sollte im Bereich Sensors im Q4 2009 ein Umsatzniveau von 17,50 Mio. €, und damit auf dem Q1-Niveau, erreichbar sein. Für den Bereich Controls antizipieren wir eine Stabilisierung der Umsatzerlöse oberhalb der 10 Mio. €-Marke. Die gute Entwicklung der AVT, inklusive Prosilica, im Q3 sollte sich auch im Q4 fortsetzen und zu dieser Stabilisierung beitragen. Mit erwarteten Umsätzen in Höhe von 11,39 Mio. € im Bereich Controls antizipieren wir entsprechend eine ähnliche Größenordnung wie im Vorjahresquartal.

Insgesamt nehmen wir unsere Umsatzprognose für das GJ 2009 für den AUGUSTA-Konzern von bisher 107 Mio. € leicht auf 106 Mio. € zurück. Gemäß dem neuen Umsatzziel erwarten wir im Q4 2009 eine Umsatzgröße von 28,89 Mio. €. Im Q4 2008 wurden 33,20 Mio. € erzielt.

Die Umsatzprognosen das GJ 2010 betreffend, sehen wir derzeit keine Veranlassung für eine Adjustierung und behalten diese daher bis auf weiteres bei. Damit gehen wir weiterhin von einem Umsatzvolumen in Höhe von 113,42 Mio. €, bzw. einer Steigerung gegenüber dem GJ 2008 um 7,0 % aus.

Ergebnisprognosen

Die erfolgreichen Kostensenkungen der Vorquartale werden sich auch im Q4 deutlich bemerkbar machen. Im Bereich Sensors werden die einmaligen Restrukturierungskosten von 0,80 Mio. € nicht erneut anfallen, so dass eine Marge auf dem Niveau des Q3 (bereinigt um die Restrukturierungsaufwendungen) von knapp 9 % erzielt werden können sollte. Wir gehen konservativ davon aus, dass sich der absolute EBIT-Betrag im Bereich Sensors im Q4 damit auf 1,50 Mio. € belaufen wird. Darin berücksichtigt sind auch rund 0,20 Mio. € Anlaufkosten für die neue Produktionsstätte für Druck- und Flusssensoren in Singapur, die Mitte November planmäßig die Produktion aufnehmen wird.

Für den Bereich Controls erwarten wir im Q4 einen EBIT-Beitrag von rund 2,15 Mio. €. Die EBIT-Marge sehen wir im Q4 konservativ mit 18,9 % leicht unter dem Q3. Die Holdingkosten taxieren wir für das Q4 auf dem Niveau des Q3 bei rund 0,55 Mio. €.

Insgesamt erwarten wir im Q4 ein EBIT in Höhe von 3,10 Mio. €, was auf das GJ 2009 gesehen ein EBIT von 10,85 Mio. € bedeutet. Entsprechend passen wir unsere bisherigen EBIT-Schätzungen leicht von 12,28 Mio. € auf 10,85 Mio. € an. Die erwartete EBIT-Marge für 2009 liegt damit weiterhin im zweistelligen Bereich bei 10,2 %.

Während wir davon ausgehen, dass die Rohmarge in 2010 wieder ein Niveau von rund 40 % erreichen wird, antizipieren wir einen proportionalen Anstieg der variablen Kostenpositionen in Höhe der erwarteten Umsatzsteigerung. Die im GJ 2009 ergriffenen Kostensenkungsmaßnahmen sollten sich darüber hinaus auch in 2010 positiv auswirken. Insgesamt erwarten wir daher eine Steigerung der EBIT-Marge auf 11,5 %, was einem absoluten Wert von 13,02 Mio. € entspricht. Damit passen wir unsere Ergebnisschätzung für das GJ 2010 proportional zur Anpassung im GJ 2009 leicht nach unten an. Bisher waren wir für das GJ 2010 von einem EBIT in Höhe von 14,37 Mio. € ausgegangen. Unterm Strich sollte sich für das GJ 2010 damit ein Jahresüberschuss von 7,97 Mio. €, bzw. ein Ergebnis pro Aktie von 1,05 € ergeben, womit sich ein günstiges 2010er KGV von unter 10 errechnet.

Bewertung

DCF Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der AUGUSTA Technologie AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 3,25 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,3839.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,86 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,13 %.

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	10,86 %
Gewicht in %	90,00 %
Fremdkapitalkosten	5,00 %
Gewicht in %	10,00 %
Taxshield in %	28,66 %
WACC	10,13 %

Discounted Cashflow-Modell

Die AUGUSTA Technologie AG wurde von uns an Hand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2009 und 2010 in Phase 1 (siehe Seiten 3), erfolgt von 2011 bis 2016 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 14,1 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2%.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,13 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2010 entspricht als **Kursziel 10,60 € (bisher 9,99 €)**.

AUGUSTA Technologie AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	14,1%	ewige EBITA - Marge	10,4%
AFA zu operativen Anlagevermögen	13,3%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	18,5%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	
Umsatz (US)	106,00	113,42	116,82	120,33	123,94	127,66	131,48	135,43	
US Veränderung	-16,6%	7,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	4,99	5,04	4,87	4,38	4,13	3,65	3,51	3,39	
EBITDA	13,85	16,02	16,51	17,00	17,51	18,04	18,58	19,14	
EBITDA-Marge	13,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	
EBITA	10,85	13,02	13,51	13,80	13,85	14,04	13,91	14,14	
EBITA-Marge	10,2%	11,5%	11,6%	11,5%	11,2%	11,0%	10,6%	10,4%	10,4%
Steuern auf EBITA	-3,27	-3,91	-4,05	-4,14	-4,15	-4,21	-4,17	-4,24	
zu EBITA	30,1%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	7,58	9,12	9,46	9,66	9,69	9,83	9,74	9,90	
Kapitalrendite	20,2%	22,4%	21,7%	21,2%	19,5%	18,6%	16,6%	16,0%	15,5%
Working Capital (WC)	19,40	21,00	21,64	22,28	22,95	23,64	24,35	25,08	
WC zu Umsatz	18,3%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	
Investitionen in WC	-1,59	-1,60	-0,64	-0,65	-0,67	-0,69	-0,71	-0,73	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	21,25	22,50	24,00	27,50	30,00	35,00	37,50	40,00	
AFA auf OAV	-3,00	-3,00	-3,00	-3,20	-3,67	-4,00	-4,67	-5,00	
AFA zu OAV	14,1%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	
Investitionen in OAV	-4,61	-4,25	-4,50	-6,70	-6,17	-9,00	-7,17	-7,50	
Investiertes Kapital	40,65	43,50	45,64	49,78	52,95	58,64	61,85	65,08	
EBITDA	13,85	16,02	16,51	17,00	17,51	18,04	18,58	19,14	
Steuern auf EBITA	-3,27	-3,91	-4,05	-4,14	-4,15	-4,21	-4,17	-4,24	
Investitionen gesamt	-6,20	-5,85	-5,13	-7,35	-6,83	-9,69	-7,87	-8,23	
Investitionen in OAV	-4,61	-4,25	-4,50	-6,70	-6,17	-9,00	-7,17	-7,50	
Investitionen in WC	-1,59	-1,60	-0,64	-0,65	-0,67	-0,69	-0,71	-0,73	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	4,38	6,27	7,32	5,51	6,52	4,14	6,53	6,67	108,18
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	84,94	87,28							
Barwert expliziter FCFs	29,89	26,65							
Barwert des Continuing Value	55,05	60,63							
Nettoschulden (Net debt)	8,97	6,48							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	75,97	80,80							
Fremde Gewinnanteile	-0,32	-0,34							
Wert des Aktienkapitals	75,65	80,46							
Ausstehende Aktien in Mio.	7,592	7,592							
Fairer Wert der Aktie in EUR	9,96	10,60							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,38
Eigenkapitalkosten	10,9%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	28,7%
WACC	10,1%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	9,1%	9,6%	10,1%	10,6%	11,1%
14,5%	11,52	10,71	10,01	9,39	8,85
15,0%	11,87	11,03	10,30	9,66	9,10
15,5%	12,23	11,36	10,60	9,93	9,35
16,0%	12,58	11,68	10,89	10,20	9,60
16,5%	12,94	12,00	11,19	10,47	9,85

Fazit

Auch das Q3 verlief für die AUGUSTA zufriedenstellend. Sowohl bei den Auftragseingängen, als auch den Umsatzerlösen konnte an die Resultate der beiden Vorquartale angeknüpft werden. Ergebnisseitig belasteten Restrukturierungsaufwendungen in Höhe von rund 0,80 Mio. € bei der Tochtergesellschaft HE System Electronic, die auf Grund von notwendigen Kapazitätsanpassungen anfielen. Bereinigt um diesen einmaligen Aufwand lag auch das EBIT mit 2,70 Mio. € auf dem Niveau des Vorquartales, als 2,74 Mio. € erwirtschaftet wurden.

Stark entwickelte sich im Q3 auch weiterhin der Cashflow der Gesellschaft. Mit einem operativen Cashflow in Höhe von 8,11 Mio. € und einem Investitions-Cashflow (ohne Des-/Investitionen in Finanzanlagen) von 4,42 Mio. €, ergibt sich nach neun Monaten ein Clean Free-Cashflow von 3,69 Mio. €. Die Cash Conversion Rate von 1,05 indiziert eine hohe Ergebnisqualität, welche auf die erfolgreiche Umsetzung der Kostensenkungsprogramme und Restrukturierung zurückzuführen ist. Auch die über die drei Quartale des laufenden Geschäftsjahres hinweg konstante EBIT-Marge von rund 11 % macht diesen Erfolg deutlich.

Das Q4 ist traditionell das stärkste Quartal der AUGUSTA. Dennoch haben wie unsere bisherigen Schätzungen leicht zurückgenommen. Dies ist vor allem der etwas schleppender als bisher erwartet verlaufenden Belebung der Auftragslage geschuldet. Wir haben daher unsere Umsatzprognose von 107 Mio. € leicht auf 106 Mio. € nach unten korrigiert. Für 2010 gehen wir weiterhin von Umsatzerlösen in Höhe von 113,42 Mio. € aus.

Auch die Ergebniserwartung haben wir nach unten angepasst. Nach einem EBIT von zuvor 12,28 Mio. € gehen wir nun davon aus, dass 10,85 Mio. € erreicht werden. In den adjustierten Prognosen berücksichtigen wir zum Einen die einmaligen Restrukturierungskosten, zum Anderen auch die Anlaufkosten für das im November in Singapur in die Produktion gehende Werk für Druck- und Durchflusssensoren. Die EBIT-Marge erwarten wir dennoch weiterhin im zweistelligen Bereich bei 10,2 %. Für das GJ 2010 erwarten wir eine Steigerung der EBIT-Marge auf dann 11,5 %.

Das Kursziel von bisher 9,99 € heben wir trotz der leichten Senkung der Umsatz- und Ergebnisprognosen auf nunmehr 10,60 € an. Hintergrund ist die weitere Optimierung des Working Capital-Bestandes. Der Bestand an Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, Vorräten und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen reduzierte sich im Q3 weiter um 0,1 Mio. € auf 27,1 Mio. €. Dies wird auch am starken operativen Cashflow deutlich. Bis zum Jahresende soll das Working Capital auf einen Stand von 26,0 Mio. € gesenkt werden. Dies hat zur Folge, dass sich die für die DCF-Bewertung maßgebliche Kapitalrendite verbessert und in der Stetigkeitsphase (Endwert) von 13,3 % auf 15,5 % angehoben wird. Dieser Effekt überkompensiert die leicht reduzierten Ergebnisniveaus für 2009 und 2010.

Der Kurs hat zuletzt stark im Wert zugelegt und zwischenzeitlich unser bisheriges Kursziel erreicht. Beim neuen Kursziel von 10,60 € ergibt sich nun auf dem aktuellen Kursniveau von 9,63 € ein neues Kurspotenzial von rund 10 %. Das Rating Kaufen wird daher beibehalten.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwendet, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de**.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de