

## Kurzanalyse

### Analysten:

Martin Pahn, Michael Vara  
+49 69 71 91 838-42, +49 69 71 91 838-41  
martin.pahn@bankm.de, michael.vara@bankm.de

### Bewertungsergebnis

# KAUFEN

(vormals KAUFEN)

### Fairer Wert

# € 3,15

(vormals € 3,40)

## EHLEBRACHT's Geschäftsmodell bietet auch 2012 Wachstumschancen

In Zeiten hoher Unsicherheit an den Finanzmärkten suchen Investoren Unternehmen, die auch 2012 und darüber hinaus wachsen werden und zudem attraktiv bewertet sind. Die EHLEBRACHT AG ist eine solche Aktie. Wir passen unsere 2011er und 2012er Schätzungen im Umsatz leicht nach oben an. Für 2011 und 2012 erwarten wir jedoch etwas höhere Kosten für den zweiten chinesischen Standort als bisher erwartet, so dass wir unsere Gewinnschätzungen reduzieren. Das Kursziel liegt nun bei € 3,15. Dies hat jedoch keine Auswirkungen auf unsere Dividendenschätzung. Wir rechnen damit, dass EHLEBRACHT 2012 für das Geschäftsjahr 2011 erstmals wieder seit 1999 eine Dividende ausschütten wird (€ 0,10). Dem Investor bietet sich eine attraktive Einstiegsmöglichkeit bei einem 2012er EV/Sales von 0,48 und einer Dividendenrendite von derzeit 4,3% für 2011.

- In Q3 lag das Umsatzwachstum zum Vorjahr auf dem Niveau, welches wir in Q2 gesehen haben. Eine Wachstumsverlangsamung, wie andere Unternehmen in ihren Quartalsveröffentlichungen berichteten, war nicht zu erkennen. Das Vorsteuerergebnis lag in Q3 bei rund € 1,0 Mio., was einer Marge von etwa 4,5% entsprach. Die Marge fiel etwas schwächer als in Q2 aus, vorwiegend durch höhere Abschreibungen. Darüber hinaus sind € 0,4-0,5 Mio. Anlaufkosten für den zweiten chinesischen Standort in den ersten 9 Monaten angefallen (Q3 € 0,2-0,3 Mio.). Wir schätzen die bereinigte Vorsteuermarge auf etwa 5,5% in Q3. Trotz der Sonderkosten wird EHLEBRACHT die Prognose für 2011 von € 3,5-4,0 Mio. EBT erreichen.
- EHLEBRACHT wird auch 2012 weiter wachsen. Das Unternehmen hat etablierte europäische Kunden der Haushaltsgeräteindustrie in China und profitiert von den zunehmenden Konsumwünschen der breiten Mittelschicht. Wir rechnen derzeit mit ca. 4% Umsatzwachstum auf Konzernebene. Preiserhöhungen beim Material können größtenteils weitergegeben werden. Durch den Aufbau des zweiten chinesischen Standortes in Suzhou rechnen wir jedoch mit weiteren Kosten insbesondere für den Personalaufbau und Lohnerhöhungen. Das Vorsteuerergebnis erwarten wir daher leicht unter dem Niveau von 2011.
- Die Wachstumschancen in der Möbelfunktions-Technik halten wir in der jetzigen Situation für begrenzt. Jedoch sehen wir auch keinen dramatischen Einbruch im Umsatz. EHLEBRACHT's Kernmärkte liegen in Westeuropa und Skandinavien. Die Produktpalette bietet innovative LED- und Halogenleuchten an, die zunehmend nachgefragt werden.

### Ergebniskennzahlen

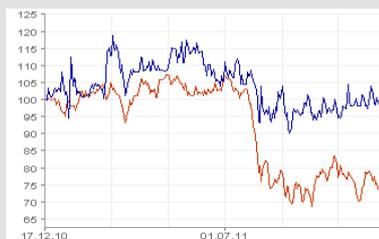
| Jahr  | Umsatz<br>(Mio. €) | EBITDA<br>(Mio. €) | EBIT<br>(Mio. €) | EBT<br>(Mio. €) | ber. JÜ<br>(Mio. €) | ber. EPS<br>(€) | DPS<br>(€) | EBIT-<br>Marge | Netto-<br>Marge |
|-------|--------------------|--------------------|------------------|-----------------|---------------------|-----------------|------------|----------------|-----------------|
| 2009  | 57,0               | 4,1                | 1,9              | 1,0             | 0,7                 | 0,05            | 0,00       | 3,3%           | 1,2%            |
| 2010  | 72,2               | 6,8                | 4,2              | 3,3             | 2,8                 | 0,22            | 0,00       | 5,9%           | 3,9%            |
| 2011e | 83,4               | 7,9                | 5,0              | 4,0             | 3,5                 | 0,27            | 0,10       | 6,5%           | 4,2%            |
| 2012e | 86,5               | 7,7                | 4,6              | 3,6             | 2,7                 | 0,21            | 0,10       | 5,3%           | 3,1%            |
| 2013e | 90,2               | 8,6                | 5,4              | 4,5             | 3,3                 | 0,26            | 0,10       | 6,0%           | 3,7%            |

Quelle: BankM-Research

|                          |                       |
|--------------------------|-----------------------|
| <b>Branche</b>           | Industriegüter        |
| <b>WKN</b>               | 564910                |
| <b>ISIN</b>              | DE0005649107          |
| <b>Bloomberg/Reuters</b> | EHL GR Equity/EHLG.DE |
| <b>Rechnungslegung</b>   | IFRS                  |
| <b>Geschäftsjahr</b>     | 31.12.                |
| <b>FY 2011</b>           | n.a.                  |
| <b>Marktsegment</b>      | Regulierter Markt     |
| <b>Transparenzlevel</b>  | General Standard      |

| Finanzkennzahlen  | 2011e 2012e 2013e |       |      |
|-------------------|-------------------|-------|------|
|                   | EV/Umsatz         | 0,49  | 0,48 |
| EV/EBITDA         | 4,89              | 5,37  | 4,77 |
| EV/EBIT           | 7,56              | 8,98  | 7,59 |
| P/E bereinigt     | 8,83              | 11,34 | 9,19 |
| Preis/Buchwert    | 0,80              | 0,77  | 0,73 |
| Preis/FCF         | 32,14             | 10,79 | 8,39 |
| ROE               | 9,4%              | 6,9%  | 8,2% |
| Dividendenrendite | 4,3%              | 4,1%  | 4,1% |

|   |                    |
|---|--------------------|
| <b>Anzahl Aktien</b><br>(Mio. Stück)          | 12,9               |
| <b>Marktkap. / EV</b><br>(Mio. €)             | 30,7 / 41,25       |
| <b>Free float</b>                             | 36,8%              |
| <b>Ø tägl. Handelsvol.</b><br>(3M, in €)      | 2100               |
| <b>12 Monate hoch/tief</b><br>(XETRA-Schluss) | € 2,85/2,15        |
| <b>Kurs 16.12.2011</b><br>(XETRA-Schluss)     | 2,38               |
| <b>Performance</b>                            | 1M 6M 12M          |
| absolut                                       | 0,6% -10,4% -0,6%  |
| relativ                                       | 5,7% 24,0% 33,1%   |
| <b>Vergleichsindex</b>                        | DAX Subsector Ind. |



Ehlebracht AG (XETRA) blau/dunkel im Vergleich mit DAXsubsector Industrial, Diversified (rot/hell)  
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, Willlich.

- **Fazit:** Die Unsicherheiten an den Finanzmärkten haben durch die Schuldenkrise in Europa und den USA seit unserer letzten Analyse Ende August deutlich zugenommen. Die Investoren meiden jegliche riskante Geschäftsmodelle, aber auch Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung wie im Falle der EHLEBRACHT. Gleichwohl bietet EHLEBRACHT dem antizyklisch denkenden Investor eine attraktive Einstiegsmöglichkeit. Das Unternehmen wächst profitabel und hat sich rechtzeitig in China gut positioniert. Die Kunden in China sind etablierte, solvente Konzerne der Haushaltsgeräteindustrie. Zudem hat das Unternehmen die Wiederaufnahme der Dividendenzahlung signalisiert. Wir erachten diesen Schritt als Ausdruck der Stärke des Geschäftsmodells und als Zeichen dafür, über den Konjunkturzyklus hinweg dividendenfähig zu sein. Die Bewertung ist weiterhin attraktiv (EV/Sales 0,48; EV/EBIT 9,0; KGV 11,3), auch wenn wir unser Kursziel leicht nach unten angepasst haben. Wir empfehlen die Aktie zum Kauf.

## Tabellenanhang

| Konzern Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio. €)     | 2008    | 2009    | 2010    | 2011e   | 2012e   | 2013e   |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Umsatz  | 62,017  | 57,004  | 72,225  | 83,368  | 86,451  | 90,217  |
| Veränd. des Bestandes an fert./unfert. Erzeugnissen | -0,064  | 0,040   | 1,654   | 2,833   | 2,938   | 3,066   |
| Andere aktivierte Eigenleistungen                   | 0,361   | 0,367   | 0,217   | 0,210   | 0,218   | 0,228   |
| Sonstige betriebliche Erträge                       | 0,929   | 0,405   | 0,428   | 0,411   | 0,426   | 0,445   |
| Gesamtleistung                                      | 63,243  | 57,816  | 74,524  | 86,823  | 90,032  | 93,955  |
| Materialaufwand                                     | -37,707 | -33,668 | -45,726 | -54,398 | -56,962 | -58,820 |
| Rohergebnis   | 25,536  | 24,148  | 28,798  | 32,425  | 33,071  | 35,135  |
| Personalaufwand                                     | -12,672 | -12,935 | -14,207 | -15,809 | -16,387 | -17,092 |
| Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen          | -7,527  | -7,068  | -7,765  | -8,688  | -9,006  | -9,394  |
| EBITDA  | 5,337   | 4,145   | 6,826   | 7,928   | 7,677   | 8,648   |
| Abschreibungen/Amortisation                         | -1,889  | -2,278  | -2,581  | -2,970  | -3,082  | -3,210  |
| EBIT  | 3,448   | 1,867   | 4,245   | 4,958   | 4,595   | 5,438   |
| Finanzergebnis                                      | -0,922  | -0,908  | -0,935  | -0,986  | -0,986  | -0,986  |
| A.o. Ergebnis vor Steuern                           | 0,000   | 0,000   | 0,000   | 0,000   | 0,000   | 0,000   |
| Ergebnis vor Ertragssteuern                         | 2,526   | 0,959   | 3,310   | 3,972   | 3,609   | 4,452   |
| A.o. Ergebnis nach Steuern                          | 0,000   | 0,000   | 0,000   | 0,000   | 0,000   | 0,000   |
| Ertragssteuern                                      | -0,962  | 0,110   | 0,077   | -0,993  | -0,902  | -1,113  |
| Anteile Fremder                                     | -0,057  | 0,000   | 0,000   | 0,000   | 0,000   | 0,000   |
| Nettoergebnis                                       | 1,507   | 1,069   | 3,387   | 2,979   | 2,707   | 3,339   |
| Bereinigungen                                       | 0,000   | -0,400  | -0,600  | 0,500   | 0,000   | 0,000   |
| Bereinigtes Nettoergebnis                           | 1,507   | 0,669   | 2,787   | 3,479   | 2,707   | 3,339   |
| Gewichtete Anzahl Aktien                            | 12,90   | 12,90   | 12,90   | 12,90   | 12,90   | 12,90   |
| EPS   | 0,12    | 0,08    | 0,26    | 0,23    | 0,21    | 0,26    |
| EPS bereinigt                                       | 0,12    | 0,05    | 0,22    | 0,27    | 0,21    | 0,26    |
| DPS (Stammaktien)                                   | 0,00    | 0,00    | 0,00    | 0,10    | 0,10    | 0,10    |

Quelle: Ehlebracht AG (Historie)/BankM-Research (Prognose)

| Kapitalflussrechnung (in Mio. €)                | 2008   | 2009   | 2010   | 2011e  | 2012e  | 2013e  |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit | 3,820  | 2,945  | 3,807  | 5,440  | 5,468  | 6,152  |
| Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit         | -4,530 | -3,097 | -4,777 | -5,020 | -2,971 | -2,920 |
| Mittelzu-/ -abfluss aus Finanzierungstätigkeit  | -0,481 | 1,553  | -0,099 | 0,000  | -1,322 | -1,272 |
| Veränderung der Zahlungsmittel                  | -0,917 | 1,375  | -0,557 | 0,420  | 1,175  | 1,961  |
| Flüssige Mittel am Ende der Periode             | 0,424  | 1,799  | 1,242  | 1,662  | 2,837  | 4,798  |

Quelle: Ehlebracht AG (Historie)/BankM-Research (Prognose)

| Bilanzen (in Mio. €)                         | 2008   | 2009   | 2010   | 2011e  | 2012e  | 2013e  |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Anlagevermögen                               | 35,175 | 36,013 | 38,432 | 40,482 | 40,371 | 40,081 |
| Immaterielle Vermögensgegenstände            | 18,610 | 18,809 | 18,892 | 18,892 | 18,892 | 18,892 |
| Sachanlagen                                  | 16,546 | 17,195 | 19,538 | 21,588 | 21,477 | 21,187 |
| Finanzanlagen                                | 0,019  | 0,009  | 0,002  | 0,002  | 0,002  | 0,002  |
| Umlaufvermögen                               | 13,055 | 16,340 | 17,906 | 19,331 | 21,160 | 23,919 |
| Vorräte                                      | 7,529  | 8,725  | 9,637  | 10,219 | 10,596 | 11,058 |
| Forderungen aus LuL                          | 0,000  | 5,099  | 6,466  | 6,856  | 7,110  | 7,420  |
| Sonstige Forderungen                         | 5,102  | 0,717  | 0,561  | 0,595  | 0,617  | 0,644  |
| Kasse und Wertpapiere                        | 0,424  | 1,799  | 1,242  | 1,662  | 2,837  | 4,798  |
| Sonstiges Aktiva                             | 1,381  | 1,570  | 1,740  | 1,740  | 1,740  | 1,740  |
| Summe Aktiva                                 | 49,611 | 53,923 | 58,078 | 61,553 | 63,271 | 65,740 |
| Eigenkapital                                 | 30,173 | 31,215 | 35,385 | 38,364 | 39,748 | 41,815 |
| Rücklagen                                    | 30,173 | 31,215 | 35,385 | 38,364 | 39,748 | 41,815 |
| Anteile Dritter                              | 0,000  | 0,000  | 0,000  | 0,000  | 0,000  | 0,000  |
| Rückstellungen                               | 2,966  | 2,774  | 2,719  | 2,745  | 2,773  | 2,802  |
| Verbindlichkeiten                            | 15,110 | 19,411 | 19,427 | 19,897 | 20,202 | 20,576 |
| Zinstragende Verbindlichkeiten               | 10,225 | 11,781 | 11,639 | 11,639 | 11,639 | 11,639 |
| Verbindlichkeiten aus LuL                    | 0,000  | 4,976  | 6,221  | 6,596  | 6,840  | 7,138  |
| Sonstige nichtzinstragende Verbindlichkeiten | 4,885  | 2,654  | 1,567  | 1,662  | 1,723  | 1,798  |
| Sonstige Passiva                             | 1,362  | 0,523  | 0,547  | 0,547  | 0,547  | 0,547  |
| Summe Passiva                                | 49,611 | 53,923 | 58,078 | 61,553 | 63,271 | 65,740 |

Quelle: Ehlebracht AG (Historie)/BankM-Research (Prognose)

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

# EHLEBRACHT AG

19. Dezember 2011

Tabellenanhang - 5/8 -

| Kennzahlen                           | 2008  | 2009   | 2010  | 2011e | 2012e | 2013e |
|--------------------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Bewertungskennzahlen</b>          |       |        |       |       |       |       |
| EV/Umsatz                            | 0,41  | 0,42   | 0,64  | 0,49  | 0,48  | 0,46  |
| EV/EBITDA                            | 5,55  | 6,99   | 6,80  | 4,89  | 5,37  | 4,77  |
| EV/EBIT                              | 8,59  | 15,52  | 10,94 | 7,56  | 8,98  | 7,59  |
| KGV berichtet *                      | 12,50 | 17,26  | 10,47 | 10,31 | 11,34 | 9,19  |
| KGV bereinigt *                      | 12,50 | 27,57  | 12,73 | 8,83  | 11,34 | 9,19  |
| PCPS *                               | 0,00  | 0,00   | 6,00  | 5,14  | 5,28  | 4,67  |
| Preis/Buchwert *                     | 0,61  | 0,58   | 1,00  | 0,80  | 0,77  | 0,73  |
| <b>Rentabilitätskennzahlen in %</b>  |       |        |       |       |       |       |
| Bruttomarge                          | 41,2% | 42,4%  | 39,9% | 39,5% | 38,3% | 38,9% |
| EBITDA-Marge                         | 8,6%  | 7,3%   | 9,5%  | 10,1% | 8,9%  | 9,6%  |
| EBIT-Marge                           | 5,6%  | 3,3%   | 5,9%  | 6,5%  | 5,3%  | 6,0%  |
| Vorsteueremarge                      | 4,1%  | 1,7%   | 4,6%  | 5,4%  | 4,2%  | 4,9%  |
| Nettomarge                           | 2,4%  | 1,2%   | 3,9%  | 4,2%  | 3,1%  | 3,7%  |
| ROE                                  | 5,2%  | 2,2%   | 8,4%  | 9,4%  | 6,9%  | 8,2%  |
| ROCE                                 | 10,2% | 6,0%   | 10,0% | 11,3% | 9,4%  | 10,8% |
| <b>Produktivitätskennzahlen</b>      |       |        |       |       |       |       |
| Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)    | 114,2 | 89,9   | 87,7  | 77,2  | 76,2  | 75,8  |
| Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro) | 2,8   | 1,1    | 3,4   | 3,2   | 2,4   | 2,8   |
| Anzahl Mitarbeiter                   | 543   | 634    | 824   | 1080  | 1134  | 1191  |
| <b>Finanzkennzahlen</b>              |       |        |       |       |       |       |
| Eigenkapitalquote                    | 60,8% | 57,9%  | 60,9% | 62,3% | 62,8% | 63,6% |
| Gearing                              | 33,8% | 33,7%  | 30,9% | 27,5% | 23,7% | 17,9% |
| Dividendenrendite (Stammaktien)      | 0,0%  | 0,0%   | 0,0%  | 4,3%  | 4,1%  | 4,1%  |
| <b>Cash-Flow Kennzahlen</b>          |       |        |       |       |       |       |
| Cash-Flow pro Aktie                  | 0,21  | 0,24   | 0,46  | 0,46  | 0,45  | 0,51  |
| Free-Cash-Flow pro Aktie             | -0,18 | 0,00   | 0,09  | 0,07  | 0,22  | 0,28  |
| <b>Sonstige Kennzahlen</b>           |       |        |       |       |       |       |
| Abschreibungen/Umsatz                | 3,0%  | 4,0%   | 3,6%  | 3,6%  | 3,6%  | 3,6%  |
| Capex/Umsatz                         | 8,0%  | 5,6%   | 6,6%  | 6,0%  | 3,4%  | 3,2%  |
| Working Capital/Umsatz               | 12,5% | 12,1%  | 12,3% | 11,3% | 11,3% | 11,3% |
| Steuerquote                          | 38,1% | -53,2% | -2,3% | 25,0% | 25,0% | 25,0% |

Quelle: Ehlebracht AG (Historie)/BankM-Research (Prognose)

\* Die jeweiligen Kennzahlen beziehen sich auf Stammaktien

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: Michael Vara, Analyst, und Martin Pahn, Analyst.**

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 Ehlebracht AG.

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

| Analyst                      | Datum             | Bewertungsergebnis | Fairer Wert |
|------------------------------|-------------------|--------------------|-------------|
| Michael Vara und Martin Pahn | 26. November 2009 | Kaufen             | 2,25        |
| Michael Vara und Martin Pahn | 19. Mai 2010      | Neutral            | 2,40        |
| Michael Vara und Martin Pahn | 26. August 2010   | Neutral            | 3,45        |
| Michael Vara und Martin Pahn | 04. Oktober 2010  | Neutral            | 2,90        |
| Michael Vara und Martin Pahn | 10. November 2010 | Neutral            | 2,90        |
| Michael Vara und Martin Pahn | 08. März 2011     | Kaufen             | 3,40        |
| Michael Vara und Martin Pahn | 20. Mai 2011      | Kaufen             | 3,40        |
| Michael Vara und Martin Pahn | 31. August 2011   | Kaufen             | 3,40        |

### 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 drei 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:

19.12.2011

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

Schlusskurse vom 16.12.2011

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

## 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,
- waren (innerhalb der vergangenen 12 Monate) nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,
- waren weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- 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 der Analysten dieses Dokuments ist nicht von Investmentbanking-Geschäften des eigenen oder mit diesem verbundener Unternehmen abhängig. Die Analysten haben zu keinem Zeitpunkt Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind erhalten oder erworben. Die auf der Titelseite dieses Dokuments aufgeführten Analysten erklären, dass die dargestellten Meinungen und Aussagen ihre eigene persönliche Einschätzung bezüglich der analysierten Finanzinstrumente des Emittenten widerspiegeln und ihre Vergütung weder direkt noch indirekt von ihren 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](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.

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