SNP AG

4. September 2013

Kurzanalyse

Analysten:

Daniel Großjohann, Benjamin Ludacka
+49 69 71 91 838-42, +49 69 71 91 838-41
daniel.grossjohann@bankm.de,
benjamin.ludacka@bankm.de

Bewertungsergebnis

KAUFEN

(vormals KAUFEN)

Fairer Wert

€ 13,50

(vormals € 13,30)

Strategischer Asset Deal öffnet SNP die Tür zur Oracle-Welt

In der Asset-Deal-Übernahme der GL Consulting, Inc. („GL Associates“), einem Spezialisten für Oracle ERP-Lösungen, sehen wir einen strategisch klugen Schachzug der SNP AG, denn GL verfügt über ein eigenes Oracle-ERP-Transformations-Tool. Durch den Know-how-Erwerb wird der SNP Transformation Backbone binnen Jahresfrist neben SAP-SAP-Transformationen auch Transformationen innerhalb der Oracle-Welt abbilden können, ebenso wie Oracle-SAP-Projekte. Diese Kombination wäre weltweit einmalig und reduziert den Wettbewerbsdruck und die Abhängigkeit von SAP. Zudem gewänne die SNP-Lösung durch die größere Reichweite erheblich an Attraktivität für Partner (Berater) und potenzielle Kunden. Nebenbei stärkt der Deal die Marktstellung in den USA (Beraterkapazitäten, Kundenzugang). Erste Cross-Selling-Effekte aus der Übernahme erwarten wir in der zweiten Jahreshälfte 2014. Bei dem von uns vermuteten Übernahmepreis (EV/Umsatz-Multiple unter 1) hat die Übernahme einen wertsteigernden Effekt auf SNP - selbst unter Ausklammerung von Cross-Selling-Effekten.

- Die GL Consulting, Inc. und deren 100%ige Tochter, die CETOVA Corp. sind Beratungs- und Softwareunternehmen im Oracle-Umfeld. Der 2012er Umsatz lag bei über 5 Mio. USD, insgesamt beschäftigt die Gruppe rd. 25 Mitarbeiter. Von besonderem strategischem Interesse für SNP ist ein intern genutztes Software-Tool, das verschiedenste Transformationsszenarien für die Oracle-ERP-Lösungen wie JD Edwards und PeopleSoft abbildet. Das Tool soll in den SNP Transformation Backbone integriert werden. Die Integration würde es SNP ermöglichen, Zugang zu neuen Arten von Transformationsprojekten (SAP/Oracle; Oracle/Oracle) zu erhalten. Die hinzugewonnene Reichweite lässt sich am besten aus den ERP-Marktanteilen der beiden größten Spieler, SAP (22%) und Oracle (15%), abschätzen.
- Wir denken, dass es sechs bis neun Monate dauern dürfte, bis das Know-how der GL Consulting im SNP Transformation Backbone abgebildet ist. Dies wäre ein klares Alleinstellungsmerkmal, das von keinem anderen Tool beherrscht wird. SNP könnte dann, insbesondere in den USA, neue Kundenkreise adressieren. Typische Sales-Zyklen unterstellt, würde es damit voraussichtlich ein Jahr dauern, bis erste Cross-Selling-Effekte sichtbar werden. Der akquirierte Beratungsumsatz von GL Associates wird dagegen sofort sichtbar, eine Konsolidierung erfolgt ab dem 1.September 2013. Wir gehen hier von einem moderaten Wachstum des Basisgeschäftes aus.

Ergebniskennzahlen*

Jahr	Umsatz (Mio. €)	EBITDA (Mio. €)	EBIT (Mio. €)	EBT (Mio. €)	ber. JÜ (Mio. €)	ber. EPS (€)	DPS (€)	EBIT-Marge	Netto-Marge
2011	26,6	5,3	4,6	4,7	3,0	0,88	0,58	17,5%	11,2%
2012	27,2	3,7	2,9	2,9	1,8	0,48	0,24	10,9%	6,6%
2013e	24,6	-1,5	-2,3	-2,3	-2,1	-0,57	0,00	-9,2%	-8,7%
2014e	30,6	1,8	0,9	0,8	0,5	0,14	0,07	2,9%	1,7%
2015e	36,8	4,8	3,7	3,6	2,4	0,65	0,33	10,0%	6,6%

Quelle: BankM Research

* Aktienkurs (Chart), EPS und DPS wurden rückwirkend um den 1:3-Aktiensplit bereinigt.

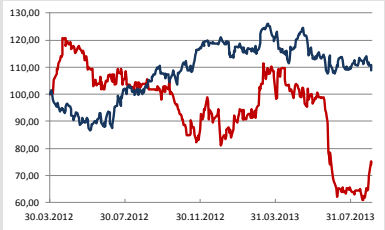
Branche	Software/IT
WKN	720370
ISIN	DE0007203705
Bloomberg/Reuters	SHF GR / SHFG.DE
Rechnungslegung	IFRS
Geschäftsjahr	31.12.
Finanzbericht Q3 2013	28.10.2013
Marktsegment	Regulierter Markt
Transparenzlevel	General Standard

Finanzkennzahlen	**2013e**	**2014e**	**2015e**
EV/Umsatz	1,5	1,2	1,0
EV/EBITDA	n.m.	20,4	7,8
EV/EBIT	n.m.	41,9	10,2
P/E bereinigt	n.m.	84,2	17,6
Preis/Buchwert	3,1	3,0	2,6
Preis/FCF	-25,7	38,4	13,6
ROE (in %)	-12,88	4,40	16,06
Dividendenrendite (in %)	-	0,60	2,83

Anzahl ausst. Aktien (in tsd.)	3,74
Marktkap. / EV (in € Mio.)	43,0 / 37,6
Free float (in %)	45,1
Ø tägl. Handelsvol. (3M, in €)	17.754
12M hoch / tief (in €; XETRA-Schluss)	19,66 / 9,42
Kurs 03.09.2013 (in €; XETRA-Schluss)	11,50

Performance	**1M**	**6M**	**12M**
absolut (in %)	21%	-33%	-36%
relativ (in %)	23%	-25%	-42%

Vergleichsindex DAXsubsector Software



SNP AG (XETRA) rot/hell)* im Vergleich mit DAXsubsector Software (blau/dunkel)

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.

Der Asset Deal birgt für SNP nur geringe Risiken, aber große Chancen

Die Form eines Asset-Deals hat SNP gewählt, um mögliche rechtliche Risiken ausklammern zu können. Die betrieblichen Assets (inkl. Software, Markenrechten, Kundenlisten, exkl. Kasse) wurden vollständig übernommen. Das strategisch bedeutsame Software-Tool wurde einer technischen Due Diligence unterzogen. Somit sollte das Risiko, dass die technische Integration des Tools in den SNP Transformation Backbone misslingt oder erheblichen Mehraufwand erfordert, sehr limitiert sein. Da es sich bei der Übernahme auch um eine Nachfolgethematik handelt und weil insbesondere das Humankapital der Mitarbeiter - neben dem Transformations-Tool - das wesentlichste Asset darstellt, gehen wir von einem moderaten Kaufpreis aus. SNP selbst spricht von einem Kaufpreis im niedrigen einstelligen Millionen-Euro-Bereich. Wir gehen von einem EV/Umsatz-Multiple unter 1 aus (Kaufpreisannahme: € 2,75 Mio.). Wie üblich bei derartigen Transaktionen dürfte der Kaufpreis gestaffelt sein, mit erfolgsabhängiger Komponente. Derzeit sieht es so aus, als würde der Großteil der Mitarbeiter für die neue Einheit tätig werden wollen - für die Consultants ergäbe sich hieraus die einzigartige Möglichkeit, in beiden großen ERP-Welten (SAP und Oracle) beheimatet zu sein. Der Vertrieb der GL steht auf breiten Füßen, da die GL-Berater als Kontaktpersonen der Kunden oft in einer Doppelrolle sind, insofern dürfte der Eigentümerwechsel hier keine negativen Auswirkungen auf das Beratungsgeschäft haben.

Bewertungs-implikationen: Asset Deal mit wertsteigerndem Effekt

In unserem Modell sind wir von einem zu erwartenden Kaufpreis i.H.v. € 2,75 Mio. ausgegangen, der gestaffelt zu entrichten ist. Den zusätzlichen Umsatz für 2013 sehen wir bei rund USD 2 Mio. bzw. € 1,54 Mio. – dies ist ein rein anorganischer Effekt da die übernommenen Assets für vier Monate (ab dem 1.9.2013) konsolidiert werden. Für 2014 haben wir einen zusätzlichen Umsatz von USD 6,0 Mio. (bzw. € 4,61 Mio.) berücksichtigt, der aus Gründen der Vorsicht ebenfalls nur geringe Cross-Selling-Effekte enthält. Ab 2015 dürften in den USA dann auch die Softwareverkäufe merklich zulegen. Die EBIT-Marge der bisherigen GL Associates dürfte vergleichbar der des SNP-Beratungsgeschäftes sein. Aus der Zusammenlegung der bisherigen US-Tochter der SNP und der GL Consulting, die dann beide unter einem gemeinsamen Markennamen auftreten werden, ergeben sich auch geringe Kostensynergien (Büromieten, Buchführung etc.), die wir aber nicht weiter berücksichtigt haben. Insgesamt sind unsere Annahmen als eher konservativ zu sehen, die Transaktion hat jedoch auch unter diesen Prämissen einen wertsteigernden Effekt. Was den Einfluss auf das EPS angeht, so sehen wir für 2013 u.a. bedingt durch Erwerbsnebenkosten einen negativen Effekt (€ -0,18), während die Akquisition in 2014 und 2015 einen positiven Effekt auf das Konzern-EPS haben wird, von € +0,03 (2014e) bzw. € +0,10 (2015e).

Die strategische Prämie blieb absolut im Rahmen

Hauptidee der Übernahme ist die Abbildung des Oracle-Know-hows der GL Consulting, Inc. im SNP Transformation Backbone. SNP würde sich hierdurch die Möglichkeit eröffnen, an deutlich mehr Ausschreibungen teilzunehmen - gerade in den USA. Der Umstand, dass GL Associates im bisherigen Geschäft (Beratung und eigenes Softwaretool) einen Umsatz von über 5 Mio. USD erzielt und über eine gesunde Bestandskundenbasis verfügt, zeigt, dass SNP keine (oder nur eine sehr geringe) strategische Prämie bezahlt hat.

Bank M
Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG

Neue Bestandskundenbasis USA

Durch die Übernahme der GL Consulting, Inc. (Businessname: „GL Associates“) erhält SNP Zugang zu deren US-amerikanischen Kunden. GL Consulting verfügt über Endkunden in verschiedensten Branchen und kann auch große Unternehmen als Referenzen aufweisen. Während Oracle auch über eine eigene ERP-Lösung für Großunternehmen verfügt, bedient JD Edwards (erworben 2003 durch Peoplesoft) vor allem den gehobenen Mittelstand. PeopleSoft (erworben 2005 durch Oracle) richtet sich eher an Unternehmen aus dem unteren Mittelstand. Das GL-eigene Tool kann Transformationsszenarien all dieser Oracle-Lösungen abbilden.

Kundenliste der GL Associates (Auszug)

Branche	Referenzen (Auszug)
Communication	Reuters, TeleCom-Canada, C-TEC Corporation, J. Walter Thompson, National Telephone,
Consulting, Großkanzleien	Hale & Dorr, McKinsey & Co., Milbank, Tweed, Hadley & McCloy
Kosmetik	Avon Products, International Flavors & Fragrances, Louis Vuitton, LVMH Moet Hennessey, Revlon
Energie & Chemie	Castrol Oil, Elf Atochem, Englehard, ExxonMobil, General Chemical, Rhein Chemie, Solvay
Equipment	GE Power Systems, Hamilton Standard, Ingersoll-Rand Corp.
Nahrungsmittel	A&P Stores, General Foods, Lipton, Nestle Foods, Pepsi, Reckitt & Coleman, Seagrams
Non-Profit	Columbia University, National Academy of Sciences, New York University, UNICEF
Pharma/Health Care	Ciba-Geigy, General Medical Corp, Hoffman LaRoche, Merck & Company, Novartis, Rhone Poulenc, Saint Claires Hospital, Sanofi
Medien	Knight Ridder, News America (NY Post), NY Daily News, Reader's Digest, Reuters, Scholastic, Time-Warner, U.S. News and World Report, Wiley & Sons
Immobilien	Charles E. Smith, Cushman & Wakefield, Decurion, Olympia & York, Simon Properties, The Mills Corporation, Vornado Realty Trust, Westfield

Quelle: GL Associates

Positiver Effekt auch auf die Partner

Für potenzielle Partner und bestehende Partnerschaften ist SNP durch den Deal interessanter geworden - denn auch die Partner können ab Ende 2014 eine größere Bandbreite von Projekten mittels des SNP Transformation Backbone adressieren. Große Consulting-Unternehmen, die Transformationsthematiken oft klassisch über Beratereinsatz lösen, bekommen nun auch bei Transformationsprojekten, in die ERP-Lösungen verschiedener Hersteller involviert sind, Wettbewerb durch softwarebasierte Ansätze. Dies war bisher nur bei reinen SAP oder reinen Oracle-Transformationen der Fall - insofern könnte das Interesse großer Beratungsfirmen steigen, durch eine Übernahme der SNP Zugang zum softwarebasierten SNP-Ansatz zu erlangen (statt nur durch eine Partnerschaft).

Bank M Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG

Tabellenanhang

Konzern Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio. €)	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	**22,077**	**26,631**	**27,157**	**24,587**	**30,649**	**36,779**
Veränderung fertige und unf. Erzeugnisse	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige betriebliche Erträge	0,119	0,334	0,250	0,215	0,268	0,321
Gesamtleistung	22,196	26,965	27,407	24,802	30,917	37,100
Herstellungskosten	-1,023	-1,700	-1,605	-1,260	-1,570	-1,884
Bruttoergebnis	**21,173**	**25,265**	**25,802**	**23,542**	**29,346**	**35,216**
Personalaufwand	-11,322	-14,102	-15,780	-18,158	-18,893	-20,070
Sonstiger betrieblicher Aufwand	-4,568	-5,818	-6,313	-6,904	-8,606	-10,327
EBITDA	**5,284**	**5,345**	**3,710**	**-1,520**	**1,847**	**4,818**
Abschreibungen	-0,662	-0,696	-0,763	-0,738	-0,950	-1,140
EBIT	**4,622**	**4,649**	**2,947**	**-2,257**	**0,897**	**3,678**
Finanzergebnis	0,014	0,012	-0,087	-0,059	-0,069	-0,063
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	4,636	4,661	2,860	-2,316	0,829	3,615
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-1,416	-1,566	-0,946	0,303	-0,191	-1,051
Anteile Fremder	-0,032	-0,106	-0,127	-0,127	-0,127	-0,127
Nettoergebnis	**3,188**	**2,989**	**1,787**	**-2,140**	**0,510**	**2,437**
Bereinigungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	3,188	2,989	1,787	-2,140	0,510	2,437
Gewichtete Anzahl Aktien	3,390	3,399	3,738	3,738	3,738	3,738
EPS	**0,94**	**0,88**	**0,48**	**-0,57**	**0,14**	**0,65**
EPS bereinigt	**0,94**	**0,88**	**0,48**	**-0,57**	**0,14**	**0,65**
DPS	**0,57**	**0,58**	**0,24**	**0,00**	**0,07**	**0,33**

Quelle: BankM Research

* Aktienbezogenen Kennzahlen wurden rückwirkend um den 1:3-Aktiensplit bereinigt

Kapitalflussrechnung (in Mio. €)	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	1,9	4,5	1,2	-0,6	0,4	2,6
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-1,0	-0,8	-0,6	-2,0	-0,4	-0,4
Mittelzu-/ -abfluss aus Finanzierungstätigkeit	-1,9	-2,1	2,8	-0,9	0,0	-0,3
Veränderung der Zahlungsmittel	-1,0	1,6	3,5	-3,5	0,1	1,9
Flüssige Mittel am Ende der Periode	5,1	6,7	10,2	6,7	6,7	8,6

Quelle: BankM Research

Bank M
Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG

Bilanzen (in Mio. €)	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Anlagevermögen	**3,945**	**4,098**	**3,813**	**6,119**	**5,534**	**4,832**
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,050	2,278	2,327	3,327	3,327	3,327
Sachanlagen	1,896	1,820	1,486	2,791	2,207	1,505
Finanzanlagen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Umlaufvermögen	**11,392**	**13,381**	**17,461**	**13,174**	**14,579**	**17,765**
Vorräte	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen aus LuL	6,008	6,387	6,900	6,108	7,440	8,719
Sonstige Forderungen	0,263	0,299	0,409	0,409	0,409	0,409
Kasse und Wertpapiere	5,121	6,695	10,152	6,657	6,730	8,637
Sonstiges Aktiva	**0,385**	**0,429**	**1,245**	**1,245**	**1,245**	**1,245**
Summe Aktiva	**15,722**	**17,908**	**22,519**	**20,538**	**21,357**	**23,842**
Eigenkapital	**11,407**	**12,345**	**17,083**	**14,172**	**14,810**	**17,117**
Rücklagen	11,377	12,209	16,895	13,857	14,368	16,548
Anteile Dritter	0,030	0,136	0,188	0,315	0,442	0,569
Rückstellungen	**0,543**	**0,513**	**0,544**	**1,567**	**1,591**	**1,616**
Verbindlichkeiten	**3,310**	**4,649**	**4,713**	**4,619**	**4,777**	**4,930**
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Verbindlichkeiten aus LuL	0,704	0,786	0,821	0,727	0,885	1,038
Sonstige nichtzinstragende Verbindlichkeiten	2,606	3,863	3,892	3,892	3,892	3,892
Sonstige Passiva	**0,462**	**0,402**	**0,180**	**0,180**	**0,180**	**0,180**
Summe Passiva	**15,722**	**17,908**	**22,519**	**20,538**	**21,357**	**23,842**

Quelle: BankM Research

Bank M
Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG

Kennzahlen	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz	2,61	2,64	2,23	1,53	1,23	1,02
EV/EBITDA	10,91	13,15	16,29	n.m.	20,35	7,80
EV/EBIT	12,47	15,12	20,51	n.m.	41,91	10,22
KGV (berichtet)	19,59	25,40	38,78	n.m.	84,24	17,64
KGV (bereinigt)	19,59	25,40	38,78	n.m.	84,24	17,64
Kurs/Cash-Flow pro Aktie (exkl. WC)	16,00	19,88	25,61	n.m.	28,96	11,93
Kurs/Buchwert	5,49	6,22	4,10	3,10	2,99	2,60
Rentabilitätskennzahlen in %						
Bruttomarge	95,9%	94,9%	95,0%	95,7%	95,7%	95,7%
EBITDA-Marge	23,9%	20,1%	13,7%	-6,2%	6,0%	13,1%
EBIT-Marge	20,9%	17,5%	10,9%	-9,2%	2,9%	10,0%
Vorsteuermarge	21,0%	17,5%	10,5%	-9,4%	2,7%	9,8%
Nettomarge	14,4%	11,2%	6,6%	-8,7%	1,7%	6,6%
ROE	30,0%	26,1%	13,0%	-12,9%	4,4%	16,1%
ROCE	70,6%	60,9%	37,6%	-24,4%	8,7%	33,4%
Produktivitätskennzahlen						
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	129,1	144,0	122,1	107,0	133,4	141,1
Nettoergebnis/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	18,6	16,2	8,0	-9,3	2,2	9,3
Anzahl Mitarbeiter	171	185	223	230	230	261
Finanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	72,6%	68,9%	75,9%	69,0%	69,3%	71,8%
Gearing	-0,41	-0,51	-0,57	-0,43	-0,42	-0,47
Dividendenrendite	3,1%	2,6%	1,3%	0,0%	0,6%	2,8%
Cash-Flow-Kennzahlen						
Cash Earnings pro Aktie	1,15	1,12	0,72	-0,37	0,40	0,96
Operativer Cash Flow pro Aktie	0,55	1,33	0,33	-0,15	0,12	0,70
Free-Cash-Flow pro Aktie	0,88	0,95	0,63	-0,45	0,30	0,85
Sonstige Kennzahlen						
Abschreibungen/Umsatz	3,0%	2,6%	2,8%	3,0%	3,1%	3,1%
Capex/Umsatz	4,4%	3,1%	2,0%	1,2%	1,2%	1,2%
Working Capital/Umsatz	24,0%	21,0%	22,4%	21,9%	21,4%	20,9%
Steuerquote	30,6%	33,6%	33,1%	13,1%	23,1%	29,1%

Quelle: BankM Research

* Aktienbezogenen Kennzahlen wurden rückwirkend um dem 1:3-Aktiensplit bereinigt

Bank M
Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG

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: Daniel Großjohann, Analyst und Benjamin Ludacka, 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 SNP Schneider-Neureither & Partner 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*
Daniel Großjohann; Michael Vara, Benjamin Ludacka	04.05.2012	Kaufen	€ 24,45
Daniel Großjohann; Michael Vara, Benjamin Ludacka	28.08.2012	Kaufen	€ 24,45
Daniel Großjohann; Michael Vara, Benjamin Ludacka	08.11.2012	Kaufen	€ 23,23
Daniel Großjohann; Michael Vara, Benjamin Ludacka	07.01.2013	Kaufen	€ 18,42
Daniel Großjohann; Michael Vara, Benjamin Ludacka	08.02.2013	Kaufen	€ 18,83
Daniel Großjohann; Michael Vara, Benjamin Ludacka	05.04.2013	Neutral	€ 17,58
Daniel Großjohann; Benjamin Ludacka	02.05.2013	Kaufen	€ 17,58
Daniel Großjohann; Benjamin Ludacka	09.07.2013	Kaufen	€ 13,30
Daniel Großjohann; Benjamin Ludacka	01.08.2013	Kaufen	€ 13,30

* Die Kursziele wurden rückwirkend um den 1:3-Aktiensplit bereinigt

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 resultierte eine Änderung.

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:

04.09.2013

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

03.09.2013

BankM Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG

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 im Wege eines öffentlichen Angebots von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,**
- **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 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 Weitergebe 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.

© 2013 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.