

Kurzanalyse

Analysten:

Daniel Großjohann, Tel.: +49 69 - 71 91 838-42, daniel.grossjohann@bankm.de

Michael Vara, Tel.: +49 69 - 71 91 838-41, michael.vara@bankm.de

Fair Value: €1,10

Kaufen

Zukauf komplettiert DACH-Präsenz

Mit dem Erwerb der beiT Consulting GmbH hat adesso den Markteintritt in Österreich vollzogen und das eigene Leistungsspektrum um zwei neue branchenspezifische Themenfelder erweitert. Vor dem Hintergrund der historischen Margenstärke und dem geplanten Wachstum der beiT sowie der Umsetzung von strategischen Zielen ist adesso in unseren Augen eine Übernahme auf einem attraktiven Bewertungsniveau gelungen. 80% des Zielumsatzes der beiT in 2009 sind vertraglich bereits abgesichert. Wir haben unsere Schätzungen dementsprechend um die Effekte aus der Übernahme angepasst. Aufgrund des gegenwärtigen Marktumfeldes haben wir die Margen für 2009 jedoch gesenkt. Das Kursziel, basierend auf FCF-Bewertung und Peer-Gruppen Vergleich, liegt weiterhin bei € 1,10 pro Aktie (zuvor: € 1,10). Wir empfehlen den Wert weiter zum Kauf.

- Der Kaufpreis besteht aus einer fixen Zahlung von € 2,7 Mio. und einer Zahlung von bis zu € 1,5 Mio., sofern bestimmte Ertragsziele binnen der kommenden zwei Jahre erreicht werden. beiT ist seit der Gründung (in 2003) profitabel und verfügt über eine historisch nachgewiesene EBT-Marge von über 10%. Erreicht beiT die vereinbarten, erfolgsabhängigen Zielgrößen, entspräche der Kaufpreis weniger als dem sechsfachen des Vorsteuergewinns in 2010.
- Die zugekaufte beiT soll in adesso Austria GmbH unbenannt werden und vom Leistungsportfolio wie adesso Deutschland aufgestellt werden. Die Integration ist somit tiefer als bei anderen adesso Beteiligungen wie z.B. Sitgate. Management und verkörperte Kultur der österreichischen Tochter sollen jedoch lokal bleiben. Die bisherige Geschäftsführung wird auch zukünftig die Geschäfte in Österreich führen. Es besteht hierzu eine langfristige vertragliche Vereinbarung mit dem operativen Geschäftsführer. Angesichts der im Vergleich zur adesso Gruppe (600 Mitarbeiter) geringen Mitarbeiterzahl der adesso Austria (30 Mitarbeiter) sehen wir keine nennenswerten Risiken aus der Integration.
- 2009 soll beiT bereits einen Umsatz in Höhe von € 5 Mio. erzielen (2008: € 3,4 Mio.). Da das Unternehmen erst mit Wirkung zum 01.02.2009 zum Konsolidierungskreis von adesso zählt, schätzen wir den Umsatzbeitrag auf etwa € 4,6 Mio.. Bedingt durch gute Auftragseingänge in der zweiten Jahreshälfte 2008 sind vier Fünftel der 2009er Umsätze von beiT bereits vertraglich abgesichert. Auch 2010 soll beiT, die 2008 erstmals zwei dezidierte Vertriebskräfte einstellte, zweistellig wachsen.

Ergebniskennzahlen

Jahr	Umsatz	EBITDA	EBIT	EBT	ber. JÜ	ber. EPS	DPS	EBIT Marge	Netto Marge
2006	27,4	2,9	2,5	2,5	1,5	0,14	0,00	9,1%	5,6%
2007	45,6	5,3	3,2	3,3	2,4	0,08	0,00	7,0%	5,2%
2008e	57,9	7,6	5,2	5,4	3,8	0,09	0,00	9,0%	6,5%
2009e	69,2	8,0	4,7	5,0	3,5	0,09	0,00	6,8%	5,1%
2010e	78,7	9,4	6,2	6,5	4,6	0,12	0,00	7,8%	5,9%

Quelle: BankM Research

Kennzahlen	2008	2009	2010
EV/Umsatz	0,23	0,19	0,17
EV/EBITDA	1,73	1,65	1,40
EV/EBIT	2,52	2,78	2,13
P/E bereinigt	6,6	7,1	5,37
Preis/Buchwert	1,00	0,88	0,76
Preis/FCF	2,52	2,78	2,13
ROE	0,17	0,13	0,15
Dividendenrendite	0%	0%	0%
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	40,0		
Market Cap./EV (Mio. €)	24,8 / 13,1		
Free Float	20%		
WKN	549370		
ISIN	DE0005493704		
Bloomberg	ADN:GR		
Branche	IT/Software		
Rechnungslegung	IFRS		
Marktsegment	General Standard		
Geschäftsjahr	31.12.		
Kurs 02.02.2009 (Xetra-Schlusskurs)	0,62		



adesso AG (Stammaktien, Xetra, schwarz) vs.
CDAX
(grau)
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 im Zusammenhang mit der Designated Sponsor Tätigkeit 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.

- Durch den Zukauf in Österreich ist adesso nun in allen Staaten der DACH-Region mit eigenen Landesgesellschaften vertreten. Mittelfristig kann Österreich als Brückenkopf für eine Expansion nach Osteuropa genutzt werden. Bezogen auf technische Themen ist beiT im österreichischen Markt in den Bereichen Oracle und SOA („Service-Oriented Architecture“) stark aufgestellt. Zudem erweitert sich auf fachlicher Ebene der branchenspezifische Beratungsansatz der adesso durch den Zukauf um die Themenfelder Medien und eGovernment. Cross-Selling Effekte für das Geschäft in Deutschland sind mittelfristig möglich. adesso wird dieses Thema ab Mitte dieses Jahres systematisch angehen, spürbare Auswirkungen hieraus sind vor 2010 nicht zu erwarten.
- Mit IBM, Accenture, T-Systems und CSC gibt es in Österreich vier führende IT-Dienstleister. Weitere Wettbewerber in diesem Feld kommen maximal auf bis zu 90 Mitarbeiter. Als Teil der adesso Gruppe (600 Mitarbeiter) wird die beiT von den österreichischen Kunden zukünftig anders wahrgenommen werden. Vertriebsseitig sollen die Fähigkeit zur Umsetzung von Großprojekten, sowie fachliche Referenzen der adesso insbesondere aus den Bereichen Banken und Versicherungen für Wachstum sorgen. Gewährleistet wird dies durch einen Kooperationsmanager. Gegenwärtig erzielt beiT etwa die Hälfte des Umsatzes mit zwei Kunden aus dem öffentlichen Sektor. Der verbleibende Umsatz ist breit diversifiziert.
- Bewertung. Aufgrund der Auswirkungen der Finanzkrise auf die Realwirtschaft sind wir von einem Absinken des Margenniveaus gegenüber unserer bisherigen Schätzung für 2009 und 2010 ausgegangen. 2008 könnte dagegen leicht über unserer Schätzung liegen. Bei der Bewertung haben wir keinerlei Synergieeffekte berücksichtigt. Das faire Kursniveau von € 1,10 errechnet sich aus den gleichgewichteten Resultaten der Peer-Bewertung und der FCF-Bewertung. Der Peer-Gruppen-Vergleich auf Basis von 2009(e) impliziert einen Wert von € 0,62 pro Aktie und liegt damit in etwa auf Höhe des aktuellen Kursniveaus. Die FCF-Bewertung auf Basis unserer Schätzungen liefert dagegen einen fairen Wert von € 1,58 pro Aktie.

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

adesso AG

4. Februar 2009

Tabellenanhang

Konzern Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio. €)	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz	27,421	45,646	57,929	69,205	78,740
Erhöhung/Verm. fertige und unf. Erzeugnisse	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige betriebliche Erträge	1,931	2,227	1,911	2,283	2,604
Gesamtleistung	29,352	47,873	59,840	71,488	81,345
Herstellungskosten	-2,230	-3,653	-7,571	-12,792	-15,956
Bruttoergebnis	27,122	44,220	52,269	58,696	65,389
Personalaufwand	-17,491	-26,700	-30,952	-34,984	-38,540
Sonstiger betrieblicher Aufwand	-6,756	-12,213	-13,732	-15,746	-17,437
EBITDA	2,875	5,307	7,585	7,966	9,412
Abschreibungen/Amortisation	-0,388	-2,108	-2,375	-3,231	-3,251
EBIT	2,487	3,199	5,209	4,735	6,160
Finanzergebnis	0,058	0,052	0,142	0,251	0,377
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	2,545	3,251	5,351	4,986	6,538
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,985	-0,822	-1,540	-1,435	-1,882
Anteile Fremder	-0,016	-0,041	-0,041	-0,041	-0,041
Nettoergebnis	1,544	2,388	3,770	3,510	4,615
Bereinigungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	1,544	2,388	3,770	3,510	4,615
Gewichtete Anzahl Aktien	10,792	29,852	40,000	40,000	40,000
EPS	0,14	0,08	0,09	0,09	0,12
EPS bereinigt	0,14	0,08	0,09	0,09	0,12
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Quelle: adesso/BankM

Kapitalflussrechnung (in Mio. €)	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	0,958	5,885	5,685	6,324	7,525
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-1,115	-2,197	-1,460	-5,117	-2,388
Mittelzu-/ -abfluss aus Finanzierungstätigkeit	-0,408	2,665	0,000	0,000	0,000
Veränderung der Zahlungsmittel	-0,565	6,353	4,225	1,207	5,137
Flüssige Mittel am Ende der Periode	5,231	11,597	15,822	17,029	22,166

Quelle: adesso/BankM

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

Bilanzen (in Mio. €)	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Anlagevermögen	1,709	14,731	13,816	15,702	14,839
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,909	13,586	10,586	10,986	8,485
Sachanlagen	0,715	1,053	3,138	4,624	6,262
Finanzanlagen	0,085	0,092	0,092	0,092	0,092
Umlaufvermögen	12,246	23,270	30,636	34,727	42,302
Vorräte	0,008	0,004	0,005	0,006	0,007
Forderungen	7,007	11,669	14,809	17,692	20,129
Kasse und Wertpapiere	5,231	11,597	15,822	17,029	22,166
Sonstiges Aktiva	3,725	10,230	10,230	10,230	10,230
Summe Aktiva	17,680	48,231	54,682	60,658	67,371
Eigenkapital	3,779	20,983	24,794	28,345	33,001
Rücklagen	3,733	20,922	24,692	28,202	32,817
Anteile Dritter	0,046	0,061	0,102	0,143	0,184
Rückstellungen	4,775	7,379	7,402	7,427	7,453
Verbindlichkeiten	5,425	13,475	16,091	18,493	20,524
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,070	3,753	3,753	3,753	3,753
Nichtzinstragende Verbindlichkeiten	5,355	9,722	12,338	14,740	16,771
Sonstige Passiva	3,701	6,394	6,394	6,394	6,394
Summe Passiva	17,680	48,231	54,682	60,658	67,371

Quelle: adesso/BankM

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

adesso AG

4. Februar 2009

Kennzahlen	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Bewertungskennzahlen					
EV/Umsatz	0,38	0,60	0,23	0,19	0,17
EV/EBITDA	3,62	5,14	1,73	1,65	1,40
EV/EBIT	4,19	8,53	2,52	2,78	2,13
P/E berichtet	6,64	11,25	6,58	7,07	5,37
P/E bereinigt	6,64	11,25	6,58	7,07	5,37
PCPS	3,49	4,73	4,02	3,67	3,14
Preis/Buchwert	2,75	1,28	1,00	0,88	0,76
Rentabilitätskennzahlen in %					
Brutto Marge	98,9%	96,9%	90,2%	84,8%	83,0%
EBITDA Marge	10,5%	11,6%	13,1%	11,5%	12,0%
EBITA Marge	9,1%	7,0%	11,6%	9,0%	9,7%
EBIT Marge	9,1%	7,0%	9,0%	6,8%	7,8%
Vorsteuer Marge	9,3%	7,1%	9,2%	7,2%	8,3%
Netto Marge	5,6%	5,2%	6,5%	5,1%	5,9%
ROE	82,6%	19,6%	16,7%	13,4%	15,2%
ROCE	70,6%	20,0%	26,6%	23,9%	28,1%
Produktivitätskennzahlen					
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	112,8	110,8	123,3	133,1	137,6
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	6,4	5,8	8,0	6,8	8,1
Anzahl Mitarbeiter	243	412	470	520	572
Finanzkennzahlen					
Eigenkapitalquote	21,4%	43,5%	45,3%	46,7%	49,0%
Gearing	-1,320	-0,351	-0,466	-0,449	-0,541
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cashflow Kennzahlen					
Cashflow pro Aktie	0,27	0,19	0,15	0,17	0,20
Free Cashflow pro Aktie	0,18	0,17	0,12	0,13	0,15
Sonstige Kennzahlen					
Abschreibungen/Umsatz	1,4%	4,6%	1,5%	2,5%	2,2%
Working Capital/Umsatz	6,1%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Steuerquote	38,7%	25,3%	28,8%	28,8%	28,8%

Quelle: adesso/BankM

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 Daniel Großjohann, 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 adesso AG.

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

Analyst	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
Michael Vara, Daniel Großjohann	29.04.2008	Kaufen	€ 1,06
Michael Vara, Daniel Großjohann	21.05.2008	Kaufen	€ 1,06
Michael Vara, Daniel Großjohann	26.08.2008	Kaufen	€ 1,18
Michael Vara, Daniel Großjohann	08.10.2008	Kaufen	€ 1,10
Michael Vara, Daniel Großjohann	18.11.2008	Kaufen	€ 1,10

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 zugänglich gemacht. Aus diesem Tatsachenabgleich resultierten keine inhaltlichen Änderungen.

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

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

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

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

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

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

3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

04.02.2009

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

Schlusskurse vom 02.02.2009

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.

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

adesso AG

4. Februar 2009

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), 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. Vorstände, leitende Angestellte, Mitarbeiter oder Kunden der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG sind aber möglicherweise Eigentümer von Wertpapieren oder Anlagen, die in dem Dokument genannt sind (oder in Beziehung zu solchen stehen), könnten Positionen eingehen und könnten Käufe und/oder Verkäufe tätigen als Auftraggeber oder Vermittler in denen im Dokument genannten Wertpapieren oder Anlagen,
- 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,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG war innerhalb der letzten 12 Monate an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, und hat aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten.

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 Interessenkonflikte 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 der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG oder mit ihr verbundenen 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 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.

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

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.

© 2009 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!