

Kurzanalyse

Analysten:

Daniel Großjohann, Michael Vara
+49 69 71 91 838-42, +49 69 71 91 838-41
daniel.grossjohann@bankm.de, michael.vara@bankm.de

Bewertungsergebnis

KAUFEN

(vormals KAUFEN)

Fairer Wert

€ 9,20

(vormals € 7,90)

Erwartung übertroffen – Dividendenausschüttung geplant

Mit den vorgelegten Zahlen hat adesso unsere Erwartungen klar übertroffen. Trotz schwierigem Marktumfeld gelang die Erreichung eines neuen Rekordumsatzes. Der Konzernumsatzzuwachs von 7% ist überwiegend auf organisches Wachstum (+4%) zurückzuführen gewesen. Im Produktbereich bescherte ein starkes Jahresendgeschäft (E.ON-Auftrag) Verbesserungen in Umsatz und bei der operativen Marge. Da wir weitere Vertriebsserfolge im Produktbereich erwarten und drebis gut angelaufen ist, haben wir unsere 2010er EBITDA-Margenschätzung von 7,0% auf 8,8% angehoben. Die 2010er Umsatzerwartung haben wir dagegen auf € 74 Mio. (zuvor € 77,3 Mio.) reduziert. Bei der zu erwartenden moderaten Markterholung im IT-Dienstleistungsbereich 2010 mit nur rd. 2% ist der Umsatzzuwachs bei adesso (2010e: 3,7%) weiter überdurchschnittlich. Erstmals seit dem IPO soll eine Dividende (i.H.v. 15 Cent pro Aktie) ausgeschüttet werden. Dies entspricht einer Dividendenrendite von ca. 3%. Mit einem 2010er KGV von 8,9 sehen wir das Unternehmen weiter als klaren Kauf.

- EBITDA-Margen von über 8% auch im Krisenjahr. Die vorgelegten Zahlen zeigen, dass sich das antizyklische Vorgehen der adesso im Krisenjahr ausgezahlt hat. Der Mitarbeiterbestand zum Stichtag hatte Ende 2009 mit 598 Mitarbeitern um rund 13% über dem Vorjahreswert. Mit € 71,3 Mio. hat adesso unsere Umsatzerwartung (€ 68,5 Mio.) übertroffen. Auch die EBITDA-Marge lag mit 8,1% über unserer Erwartung (7,5%) und zeigt die Solidität des Geschäftsmodells. Der trotz zahlreicher neuer Mitarbeiter, die in den ersten neun bis zwölf Monaten noch nicht die volle Produktivität zeigen, erreichte überproportionale EBITDA-Anstieg, erklärt sich aus dem gestiegenen Produktgeschäft. Die Auslastung in 2010 sollte höher sein als in 2009, aber noch nicht die sehr guten Quoten aus den Jahren 2007 und 2008 erreichen. Auch bezogen auf das EPS (€ 0,61 vs. € 0,44) war adesso klar besser als von uns erwartet. Hintergrund hierzu war allerdings auch ein positiver Steuereffekt, der sich aus den latenten Steuern (Neubewertung von Verlustvorträgen) ergab und der in sich in diesem Jahr umkehren wird.

Ergebniskennzahlen

Jahr	Umsatz (Mio. €)	EBITDA (Mio. €)	EBIT (Mio. €)	EBT (Mio. €)	ber. JÜ (Mio. €)	ber. EPS (€)	DPS (€)	EBIT- Marge	Netto- Marge
2008	66,8	8,1	4,5	4,6	4,2	0,74	0,00	6,7%	6,3%
2009	71,3	5,8	3,0	3,3	3,5	0,61	0,15	4,2%	4,9%
2010e	74,0	6,5	5,0	5,2	3,9	0,68	0,16	6,7%	5,2%
2011e	78,8	7,5	5,8	6,2	4,3	0,75	0,18	7,4%	5,4%
2012e	83,9	8,2	6,5	6,9	4,7	0,83	0,20	7,7%	5,6%

Quelle: BankM-Research

Branche	IT/Software
WKN	A0Z23Q
ISIN	DE000A0Z23Q5
Bloomberg/Reuters	ADN1 GY / ADNG.DE
Rechnungslegung	IFRS
Geschäftsjahr	31.12.
Zwischenmitteilung Q1	12.05.
Marktsegment	Regulierter Markt
Transparenzlevel	General Standard

Finanzkennzahlen

	2010e	2011e	2012e
EV/Umsatz	0,35	0,33	0,31
EV/EBITDA	4,02	3,50	3,19
EV/EBIT	5,29	4,49	4,06
P/E bereinigt	8,88	8,04	7,25
Preis/Buchwert	1,08	0,98	0,88
Preis/FCF	5,29	4,49	4,06
ROE	0,13	0,13	0,13
Dividendenrendite	2,7%	3,0%	3,4%

Anzahl Aktien (Mio. Stück)		5,715	
Marktkap. / EV (Mio. €)		34,3 / 23,8	
Free float		20%	
Ø tägl. Handelsvol. XETRA (3M, in €)		24.712	
12 Monate hoch/tief (XETRA)		€ 6,72 / 4,06	
Kurs 31.03.2010 (XETRA-Schluss)		€ 6,10	
Performance	1M	6M	12M
absolut	3,4%	20,8%	28,2%
relativ	12,8%	18,7%	-40,2%

Vergleichsindex



adesso AG (XETRA, blau/dunkel) im Vergleich mit
DAXsubsector IT-Services (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 mit dem 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.

- Die wichtigsten Wachstumsträger entwickeln sich planmäßig; die neuen Produkte kommen gut an. Das 2009 neu eingeführte Rechtsschutzportal „drebis“, zur elektronischen Abwicklung von Prozessen zwischen Anwälten und Rechtsschutzversicherern, erwies sich bereits im ersten Jahr als großer Erfolg. Besonders in Q3 09 konnten viele Start-Lizenzen abgesetzt werden, die einmalig zu zahlen sind und ein Transaktionskontingent enthalten. Der Umsatz übertraf bereits im ersten Jahr eine Million und das Margenniveau dürfte deutlich über dem Konzerndurchschnitt gelegen haben. Die Marktabdeckung der drebis bei den Rechtsschutzversicherern in Deutschland hat die 80%-Marke bereits erreicht. In 2010 werden die Transaktionsgebühren der wichtigste Umsatzträger dieses Geschäftsfeldes werden.
- Ausblick 2010. Das Unternehmen strebt für 2010 einen Umsatz zwischen € 73 Mio. und € 75 Mio. an, das EBITDA soll bei € 6,5 Mio. liegen. Damit würde das operative Ergebnis überproportional zum Umsatz steigen. Die Marge ist damit implizit auf einem Niveau zwischen 8,9% und 8,7% kalkuliert. Dies liegt noch deutlich unterhalb einer über den Zyklus erzielbaren Marge von über 10% und zeigt, dass sich das Unternehmen noch früh in einem wieder anziehenden Zyklus sieht. Der Umstand, dass das EPS nur moderat auf € 0,65 (2009: € 0,61) steigt, liegt an Verzerrungen durch Steuereffekte in 2009. Wir rechnen für 2010 mit einer moderaten Markterholung, die sich im adesso-Umsatz überproportional niederschlägt. Mit unseren neuen Schätzungen, die von einem schwächeren Umsatzwachstum, dafür aber einer stärkeren Margenausweitung ausgehen, liegen wir im Rahmen der Guidance des Unternehmens. Hohe Deckungsbeiträge des Produktgeschäftes sind bei der Unternehmensguidance kaum berücksichtigt, da diese jeweils einer gewissen Unsicherheit unterliegen. Insbesondere das Produktgeschäft (High-End CMS) sollte, nach der Erteilung des E.ON Auftrages, in 2010 weitere Projekte akquirieren können. Diese würden mit höheren Margen einhergehen und weiteres Kurspotenzial bergen.
- Branchenseitige Diversifikation schreitet voran. adesso erzielt in den drei wichtigsten Kundenbranchen jeweils zwischen 34% (Versicherungen) und 17% (Banken, Finanzdienstleister) des Gesamtumsatzes. In dem noch jungen Geschäftsfeld Banken, Fonds, Finanzdienstleister hat der Anteil branchenspezifischer IT-Dienstleistungen im vergangenen Jahr deutlich zugelegt. adesso hat das eigene Branchenspektrum um den Bereich „Öffentliche Verwaltung“ erweitert. Hier wurde bereits ein Großauftrag des Statistischen Bundesamtes (Volumen: rd. € 0,8 Mio.) akquiriert, der mit der Durchführung des für 2011 geplanten Mikrozensus (Volkszählung) zusammenhängt. Hier folgt adesso der eigenen Strategie neue Branchen zuerst über allgemeine IT-Dienstleistungen zu erschließen und dann im Rahmen der Projekte sukzessive weiteres spezifisches Know-how aufzubauen.
- Regional noch sehr stark auf Deutschland fokussiert. Regional ist weiterhin Deutschland mit einem Umsatzanteil von 84% der größte Markt. Mit den in 2009 neu eröffneten Standorten in Stuttgart und Hamburg deckt adesso nun alle wichtigen wirtschaftlichen Zentren in Deutschland ab. Bei der Standortwahl ist adesso den Kunden gefolgt. Weitere innerdeutsche Standorte sind nicht geplant. Auch mittelfristig wird der Schwerpunkt der adesso, bei wachsendem Auslandsgeschäft (Großbritannien, Benelux), in der DACH-Region sein.

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

- Kursziel angehoben. Basierend auf den neuen Schätzungen mit verbesserten Margenniveaus hat sich der von uns ermittelte Faire Wert auf € 9,20 pro Aktie (zuvor: € 7,90) erhöht. Hierzu haben wir die Bewertungsmethoden der Cash-Flow- und der Peer-Group-Analyse zu jeweils 50% einfließen lassen. Die Peer-Gruppe indiziert einen Wert von € 7,60, während die Cash-Flow-Bewertung den Fairen Wert bei € 10,80 pro Aktie sieht. Die adesso-Aktie hat sich in den vergangenen Jahren deutlich weniger volatil gezeigt als bei vergleichbaren anderen börsennotierten Unternehmen aus dem Small-Cap-Bereich. Seit April 2009 befindet sich die Aktie in einem moderaten Aufwärtstrend.

Tabellenanhang

Konzern Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio. €)	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	66,774	71,338	74,011	78,761	83,906
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	2,307	2,135	2,215	2,358	2,512
Gesamtleistung	69,081	73,473	76,227	81,119	86,417
Herstellungskosten	-6,416	-7,977	-8,168	-8,869	-9,984
Bruttoergebnis	62,665	65,496	68,058	72,250	76,434
Personalaufwand	-40,149	-45,372	-46,736	-49,177	-51,816
Sonstiger betrieblicher Aufwand	-14,433	-14,367	-14,799	-15,572	-16,407
EBITDA	8,083	5,757	6,523	7,501	8,210
Abschreibungen/Amortisation	-3,579	-2,760	-1,564	-1,657	-1,756
EBIT	4,504	2,997	4,959	5,845	6,454
Finanzergebnis	0,126	0,293	0,286	0,344	0,406
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	4,630	3,290	5,245	6,189	6,859
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,352	0,293	-1,311	-1,857	-2,058
Anteile Fremder	-0,054	-0,071	-0,071	-0,071	-0,071
Nettoergebnis	4,224	3,512	3,863	4,262	4,731
Bereinigungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	4,224	3,512	3,863	4,262	4,731
Gewichtete Anzahl Aktien	5,715	5,714	5,714	5,714	5,714
EPS	0,74	0,61	0,68	0,75	0,83
EPS bereinigt	0,74	0,61	0,68	0,75	0,83
DPS	0,00	0,15	0,16	0,18	0,20

Quelle: BankM

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

Bilanzen (in Mio. €)	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Anlagevermögen	12,085	17,816	17,187	16,716	16,144
Immaterielle Vermögensgegenstände	10,717	16,249	14,998	13,673	12,268
Sachanlagen	0,946	1,026	1,648	2,502	3,336
Finanzanlagen	0,422	0,541	0,541	0,541	0,541
Umlaufvermögen	33,814	34,561	38,540	42,871	47,711
Vorräte	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen aus LuL	14,284	16,442	17,058	18,153	19,339
Sonstige Forderungen	0,761	0,779	0,808	0,860	0,916
Kasse und Wertpapiere	18,769	17,340	20,674	23,858	27,456
Sonstiges Aktiva	9,919	6,507	6,507	6,507	6,507
Summe Aktiva	55,818	58,884	62,234	66,093	70,362
Eigenkapital	25,341	28,847	31,924	35,314	39,076
Rücklagen	25,291	28,793	31,799	35,118	38,809
Anteile Dritter	0,050	0,054	0,125	0,196	0,267
Rückstellungen	2,511	2,410	2,434	2,459	2,485
Verbindlichkeiten	15,694	15,243	15,493	15,937	16,418
Zinstragende Verbindlichkeiten	7,412	8,574	8,574	8,574	8,574
Verbindlichkeiten aus LuL	7,341	5,956	6,179	6,576	7,005
Sonstige nichtzinstragende Verbindlichkeiten	0,941	0,713	0,740	0,787	0,839
Sonstige Passiva	12,272	12,383	12,383	12,383	12,383
Summe Passiva	55,818	58,883	62,233	66,092	70,361

Quelle: BankM

Kapitalflussrechnung (in Mio. €)	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	8,400	2,311	5,126	5,312	5,823
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-0,687	-5,254	-0,935	-1,185	-1,185
Mittelzu-/ -abfluss aus Finanzierungstätigkeit	-0,751	1,579	-0,857	-0,943	-1,040
Veränderung der Zahlungsmittel	6,962	-1,364	3,334	3,184	3,598
Flüssige Mittel am Ende der Periode	18,769	17,340	20,674	23,858	27,456

Quelle: BankM

Kennzahlen	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Bewertungskennzahlen					
EV/Umsatz	0,29	0,32	0,35	0,33	0,31
EV/EBITDA	2,37	3,96	4,02	3,50	3,19
EV/EBIT	4,26	7,61	5,29	4,49	4,06
P/E berichtet	7,10	8,79	8,88	8,04	7,25
P/E bereinigt	7,10	8,79	8,88	8,04	7,25
PCPS	3,63	5,19	6,29	5,77	5,26
Preis/Buchwert	1,19	1,07	1,08	0,98	0,88
Rentabilitätskennzahlen in %					
Brutto Marge	93,8%	91,8%	92,0%	91,7%	91,1%
EBITDA Marge	12,1%	8,1%	8,8%	9,5%	9,8%
EBITA Marge	6,7%	4,2%	6,7%	7,4%	7,7%
EBIT Marge	6,7%	4,2%	6,7%	7,4%	7,7%
Vorsteuer Marge	6,9%	4,6%	7,1%	7,9%	8,2%
Netto Marge	6,3%	4,9%	5,2%	5,4%	5,6%
ROE	18,5%	13,2%	12,9%	12,9%	12,9%
ROCE	14,2%	8,7%	13,0%	15,1%	16,3%
Produktivitätskennzahlen					
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	126,2	119,3	113,4	110,8	108,8
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	8,0	5,9	5,9	6,0	6,1
Anzahl Mitarbeiter	529	598	653	711	771
Finanzkennzahlen					
Eigenkapitalquote	45,4%	49,0%	51,3%	53,4%	55,5%
Gearing	-0,429	-0,287	-0,363	-0,417	-0,469
Dividendenrendite	0,0%	2,8%	2,7%	3,0%	3,4%
Cashflow Kennzahlen					
Cashflow pro Aktie	1,45	1,04	0,95	1,04	1,14
Free Cashflow pro Aktie	1,36	0,92	0,79	0,83	0,93
Sonstige Kennzahlen					
Abschreibungen/Umsatz	5,4%	3,9%	2,1%	2,1%	2,1%
Working Capital/Umsatz	10,1%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
Steuerquote	7,6%	-8,9%	25,0%	30,0%	30,0%

Quelle: 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: Daniel Großjohann, Analyst und Michael Vara, 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 mind. in den letzten zwölf Monaten:

Analyst	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
Michael Vara, Daniel Großjohann	02.02.2009	Kaufen	€ 7,70*
Michael Vara, Daniel Großjohann	07.04.2009	Kaufen	€ 7,35*
Michael Vara, Daniel Großjohann	31.08.2009	Kaufen	€ 7,35
Michael Vara, Daniel Großjohann	07.12.2009	Kaufen	€ 7,90
Michael Vara, Daniel Großjohann	09.02.2010	Kaufen	€ 7,90

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 resultierte eine inhaltliche 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:

06.04.2010

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

Schlusskurse vom 31.03.2010

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), 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 einnehmen 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,
- 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 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. 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.

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

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.

© 2010 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.