



Researchstudie (Anno)



Stand 08.05.2008

KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 17

Rosenbauer AG ^{(5)*}**KAUFEN**

Kursziel: 50,06 Euro

Kurs: 30,34 Euro
08. Mai 2008 ; 11:00
Börse Wien**Letztes Rating/
Kursziel:**03. September 2007
KAUFEN / 45,34 €**Marktsegment:**
Prime Standard**Rechnungslegung:**
IFRS**Analysten:****Jörg Grunwald**
grunwald@gbc-ag.de**Cosmin Filker**
filker@gbc-ag.de**IR-Kontakt:**
Rosenbauer
International AG
Gerda Königstorfer

A-4060 Leonding

Tel.: +43(0)7326794568
Fax: +43(0)732679489www.rosenbauer.com
ir@rosenbauer.com**Unternehmensprofil:****Branche:** Fahrzeugbau
Mitarbeiter: 1651 (31.12.2007)
Unternehmenssitz: Leonding**Gründung:** 1866**Vorstandsvorsitzender:**
KommR Julian Wagner

WKN: 892502

ISIN: AT0000922554

Börsenkürzel: ROI.FSE

Anzahl Aktien: 6,8 Mio. Stück

Marktkap.: 206,0 Mio. EUR

Streubesitz: 44,0 %

52 W Hoch: 39,50 EUR

52 W Tief: 23,14 EUR

Durchs. Tagesvolumen : 28.809 €*
* Quelle Comdirect (Frankfurt Parkett und Xetra, 250 Tage),

In Mio. Euro	GJ 2006	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e
Umsatz	372,0	426,1	470,5	498,0
EBITDA	20,1	36,0	40,2	42,6
EBIT	14,8	30,8	34,2	36,6
Jahresüberschuss	13,7	15,1	16,1	17,3
In Euro				
Gewinn je Aktie	0,49	2,23	2,37	2,54
Dividende je Aktie	0,70	0,70	0,70	0,70
In % von Gesamtleistung				
EBITDA-Marge (auf Umsatz)	8,18	8,44	8,55	8,54
EBIT-Marge (auf Umsatz)	6,76	7,24	7,27	7,34
Kennzahlen				
EV/Sales	0,67	0,57	0,52	0,49
EV/EBITDA	8,37	7,07	6,19	5,86
KGV	15,07	13,61	12,44	11,62
KBV (05.05.2008)		2,84		

Highlights:

- Umsatzerlöse im „Rekordjahr“ 2007 um 14,6 % gesteigert
- Auftragseingänge auf einem „All-Time-High“ sichern die weitere hervorragende Entwicklung
- EBIT-Marge bezogen auf Umsatz leicht auf 7,27 % verbessert
- Deutscher Markt weiterhin schwach

INHALTSANGABE

Unternehmen

Aktionärsstruktur.....	4
Profil.....	4
Unternehmenstermine.....	4
Konsolidierungskreis.....	5

Marktumfeld

Marktumfeld.....	6
Wachstumsstrategie.....	6

Unternehmensentwicklung und Prognose

Zahlen im Überblick.....	7
Umsatz und Ergebnisentwicklung.....	8
Ergebnisbetrachtung 2007.....	11
Bilanzielle Betrachtung 2007.....	12

Bewertung

DCF-Bewertung.....	13
Bestimmung der Kapitalkosten.....	13
DCF-Modell.....	15

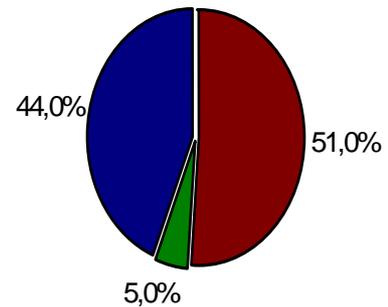
Anhang

Disclaimer/Haftungsausschuss.....	17
-----------------------------------	----

Unternehmen

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	Anteile
Rosenbauer Beteiligungsverwaltung GmbH	51,0 %
Institutioneller Investor (CH)	5,0 %
Streubesitz	44,0 %



Quelle: Rosenbauer International AG; GBC AG

Profil

Der Rosenbauer Konzern und ihre Tochter – und Beteiligungsgesellschaften haben ihre Geschäftstätigkeit auf die umfassenden Anforderungen aller Feuerwehren ausgerichtet. Mit diesem Fokus entwickelt, produziert und vertreibt der Konzern Fahrzeuge, Feuerlöschsysteme, Hubrettungssysteme, komplette, feuerwehrspezifische Ausrüstung sowie dazu ergänzend Service- und Ersatzteile nach der US – und europäischen Norm.

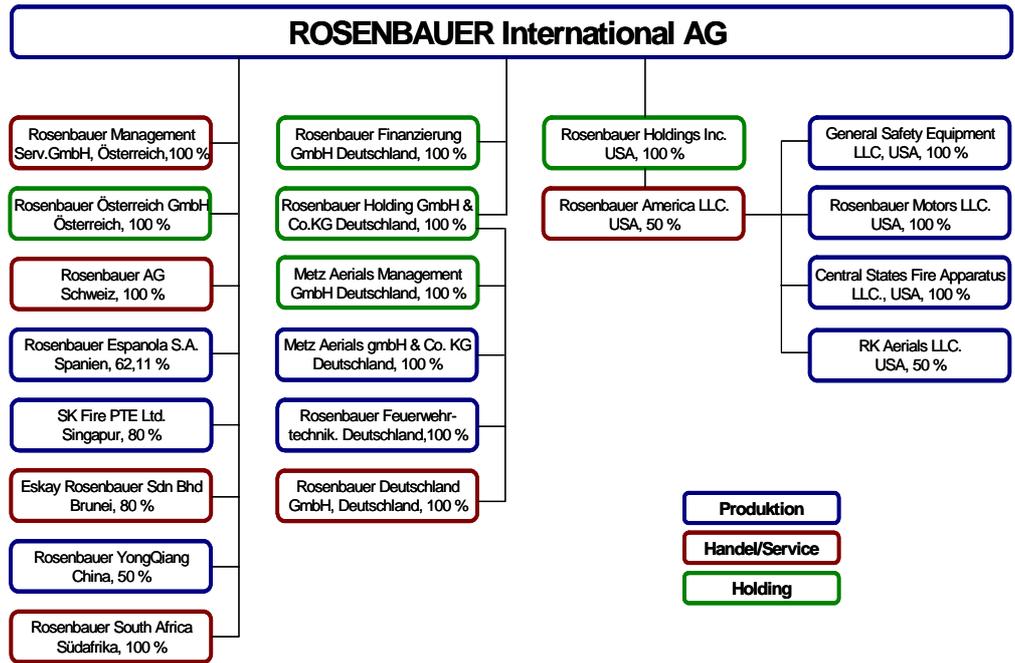
Der Rosenbauer Konzern ist der weltweit zweitgrößte Hersteller von Fahrzeugen für die Feuerwehr. Mit dem weltweiten Vertriebs – und Kundendienstnetz ist die Rosenbauer in über 100 Ländern vertreten. Die Zielgruppe umfasst die Berufs- und Freiwilligen Feuerwehren sowie die Betriebs – und Flughafenfeuerwehren.

Der Konzern mit Sitz in Leonding, Österreich ist Inhaber aller Rosenbauer-Beteiligungen und beschäftigt mit einem Auslandsanteil von 89 % an elf Produktionsstandorten sowie sechs Handelsbetrieben, welche sich in Europa, Asien, sowie Amerika befinden, insgesamt 1.651 Mitarbeiter.

Die nächsten Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Investorenkonferenz Warschau	07. Mai 2008
Roadshow London	14. Mai 2008
Veröffentlichung Q1-Bericht 2008	27. Mai 2008
Hauptversammlung, Linz	30. Mai 2008
Veröffentlichung Halbjahresbericht 2008	22. August 2008
Veröffentlichung Q3-Bericht 2008	21. November 2008

Der Konsolidierungskreis



Quelle: Rosenbauer International AG

Markt und Marktumfeld

Marktumfeld

Die stabile weltwirtschaftliche Entwicklung im Jahr 2007 wurde im zweiten Halbjahr von der Finanzmarktkrise gekennzeichnet. Das schwächer werdende Konsumverhalten auf dem nordamerikanischen Markt sowie die gedämpfte konjunkturelle Erwartung auf europäischer Ebene, wirkten sich unter anderem negativ auf die Dynamik der Absatzmöglichkeiten für Feuerwehrfahrzeuge aus. Das zuletzt weltweit hohe Absatzniveau konnte jedoch auf 2,4 Milliarden Euro leicht gesteigert werden. Kein Bestandteil dieses Volumens ist die feuerwehrtechnische Ausrüstung.

Nach wie vor sind die Hauptabnehmer die Regionen NAFTA, Westeuropa, Naher Osten sowie Zentral-, Süd- und Ostasien, mit mehr als 90 % des gesamten Marktvolumens. Der nordamerikanische Markt, konnte das überdurchschnittlich hohe Beschaffungsvolumen des Jahres 2006 nicht mehr erreichen. Vorgezogene Investitionen des Jahres 2006, die auf die Einführung neuer Abgasnormen im Jahr 2007 zurückzuführen sind, führten zu einem allgemeinen Marktrückgang.

Auch der europäische Markt war durch Vorzieheffekte des Jahres 2006 gekennzeichnet. So stieg die deutsche Nachfrage vor Einführung des erhöhten Mehrwertsteuersatzes zum 01. Januar 2007 kurzfristig um 10 % an, um im abgelaufenem Jahr wieder um 14 % zurückzugehen.

Die übrigen Märkte Osteuropa, Asien sowie der Nahe Osten gewannen durch die Investitionen in den Infrastrukturaufbau weiterhin an Attraktivität, waren jedoch durch behördliche Zertifizierungsverfahren sehr Vorlaufintensiv.

Wachstumsstrategie

Weiterhin sind die Einflussfaktoren US-Dollarentwicklung, Ölpreis und politische Konflikte, die wesentlichen Treiber der Feuerwehrbranche in den Emerging-Markets. Bei den hoch entwickelten Staaten geht man allerdings von einem stabilen Marktwachstum aus. Ein wesentlicher Einfluss wird dem internationalen Flugverkehr zugeschrieben, der nach den Anschlägen des 11. September 2001 nach wie vor drastischen Einschnitten und Sicherheitsvorkehrungen unterliegt. Der Anstieg des internationalen Flugverkehrs in Höhe von 7 %, sowie neue Sicherheitsanforderungen im Zusammenhang mit dem Einsatz neuer Großraumflugzeuge wie z.B. A 380, lassen weiteres Absatzpotenzial für die Rosenbauer erkennen.

Geringe Budgetmittel werden nach unserer Auffassung den deutschen Absatzmarkt, nach dem zuletzt starken Anstieg des Jahres 2006, bestimmen. Der Trend zum Einsatz kleinerer Fahrzeuge wird auch im laufenden Jahr ungebrochen sein.

Rosenbauer profitierte von der Schwäche etablierter Anbieter auf dem nordamerikanischen Markt. Auch der chinesische Markt bietet hervorragende Wachstumschancen, die mit dem Joint Venture mit YongQiang wahrgenommen werden können.

Im Jahr 2008 gehen wir für das Exportgeschäft von immer noch hohen Auftragseingängen aus und Infrastrukturbedingte Investitionen bilden die Grundlage weiterer erfolgreicher Projekte des Rosenbauer-Konzerns.

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2006	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e
Umsatzerlöse	371,966	426,128	470,530	498,000
Erhöhung des Bestandes an fertigen und unfertigen Erzeugnisse	10,324	18,008	18,000	19,000
Gesamtleistung	382,290	444,136	488,530	517,000
Sonstige betrieblichen Erträge	3,656	4,707	5,000	5,150
Materialaufwand	-252,348	-301,519	-330,800	-349,800
Rohertrag	133,598	147,324	162,730	172,350
Personalaufwand	-77,223	-83,288	-91,700	-97,200
Abschreibungen	-5,309	-5,136	-6,000	-6,000
Sonstige betrieblichen Aufwendungen	-25,930	-28,069	-30,800	-32,600
Finanzerträge	1,427	0,968	1,100	1,000
Finanzaufwendungen	-4,418	-6,370	-7,100	-7,300
Gewinne/Verluste aus Joint Ventures	-0,125	0,005	0,100	0,100
Ergebnis der gewöhnlichen Tätigkeit	22,020	25,434	28,330	30,350
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-3,620	-5,506	-7,007	-7,438
Ergebnis nach Steuer	18,400	19,928	21,248	22,763
Gewinnanteile Fremder	-4,726	-4,788	-5,045	-5,355
Konzernjahresüberschuss	13,674	15,140	16,148	17,300
Ergebniszahlen (in Mio. €)				
EBITDA	30,445	35,967	40,230	42,550
in % auf Umsatz	8,18	8,44	8,55	8,54
EBIT	25,136	30,831	34,230	36,550
in % auf Umsatz	6,76	7,24	7,27	7,34
Ergebnis je Aktie in €	2,01	2,23	2,37	2,54
Dividende je Aktie in €	0,70	0,70	0,70	0,70
Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. €) IFRS				
Bilanzstichtag: 31.12.2007				
Operatives Anlagevermögen	41,624			
Working Capital	77,972			
Nettoverschuldung	48,234			
Zinsbare Verbindlichkeiten	57,211			
Finanzvermögen	8,977			
Eigenkapitalquote in %	31,8			
Gezeichnetes Kapital	13,600			
Bilanzsumme	228,789			

Umsatz- und Ergebnisentwicklung - Geschäftsjahr 2007

in Mio. Euro	GJ 2006	Veränderung	GJ 2007
Umsatz Gesamt	372,0	+14,6 %	426,1
Umsatz Inland Österreich *	40,6	+ 2,0 %	41,4
Umsatz international	331,4	+16,1 %	384,7
EBITDA	30,4	+18,1 %	36,0
EBIT	25,1	+22,7 %	30,8
Konzernergebnis	13,7	+10,7 %	15,1
EPS in Euro	2,0	+10,7 %	2,2
Konzernüberschuss **	18,4	+8,3 %	19,9

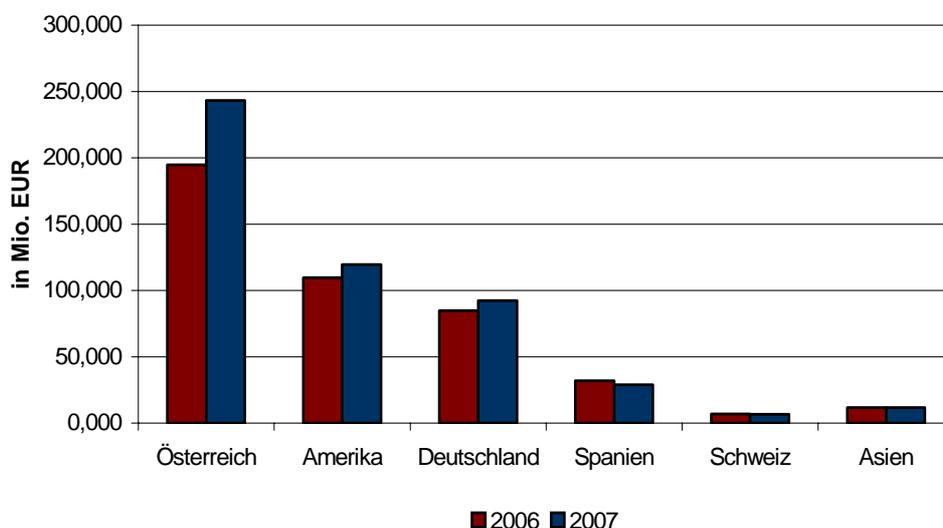
* Vertriebsgesellschaft Rosenbauer Österreich GmbH

** vor Minderheiten

Umsatzbetrachtung für das Geschäftsjahr 2008

Im neuen Rekordjahr 2007 erwirtschaftete der Rosenbauer-Konzern einen Gesamtumsatz in Höhe von 426,1 Mio. EUR nach 372,0 Mio. EUR im vorhergehendem Jahr 2006. Vom guten Marktumfeld profitierend, sowie durch die stark ausgerichtete Internationalisierung des Konzerns, konnte damit ein Umsatzwachstum in Höhe von 14,6 % erreicht werden. Als Folge zeitintensiver Produktion spielt die Bestandserhöhung der fertigen und halbfertigen Erzeugnisse zum Bilanzstichtag eine wichtige Rolle für die Berechnung der Gesamtleistung. Durch die Erhöhung des Bestandes um 18,0 Mio. EUR, stieg die Gesamtleistung im Jahr 2007 auf 444,1 Mio. EUR. Dies bedeutet gleichzeitig ein Anstieg 16,2 % gegenüber dem Vorjahr. Weiterhin werden die Umsätze der regionalen Segmente nach Standorten unterteilt und beziehen sowohl die lokal erzielten Umsätze als auch die im Export erzielten Umsätze mit ein.

Umsatzentwicklung nach Geschäftssegmenten im GJ 2007



Quelle: Rosenbauer International AG; GBC AG

Umsatzentwicklung im Segment Österreich

Das starke Exportgeschäft war für das Umsatzwachstum im österreichischen Segment in Höhe von 25,0 % verantwortlich. Mit einem Anstieg von 194,6 Mio. EUR (2006) auf 243,2 Mio. EUR (2007) konnte der Rosenbauer-Konzern zusammen mit der Vertriebsgesellschaft Rosenbauer Österreich GmbH vor allem vom Marktwachstum im Nahen Osten, Südostasien sowie Osteuropa profitieren. Mit einer Exportquote in Höhe von 89 % des Umsatzes, entsprach der Rosenbauer-Konzern mit dem Flughafenlöschfahrzeugen der Serie PANTHER, dem gestiegenen Verkehrswachstum internationaler Flughäfen.

Umsatzentwicklung im Segment Amerika

Als zweitgrößter Hersteller von Feuerwehrfahrzeugen in den USA, profitierte der Rosenbauer-Konzern von wirtschaftlichen Schwierigkeiten einiger Konkurrenten und erzielte auf diesem Markt Umsatzerlöse in Höhe von 119,5 Mio. EUR. Trotz einer reduzierten Gesamtnachfrage gepaart mit der ungünstigen US-Dollar-Entwicklung, konnte ein ansehnliches Wachstum in Höhe von 8,9 % erreicht werden. Die Central Division als umsatzstärkste amerikanische Repräsentanz hat sich auf die US-Standards spezialisiert und ist Lieferant industriell gefertigte Fahrzeuge an die US-Feuerwehren, als auch Exporteur in Länder, mit etablierten US-Standards. Der Umsatz der Central Division stieg im Jahr 2007 um 9,9 % auf 73,2 Mio. EUR. Auch die General Division, die für die Produktion von Hightech-Fahrzeugen zuständig ist, verzeichnete ein Umsatzwachstum in Höhe von 7,8 % auf 31,7 Mio. EUR im Jahr 2007. Das dynamischste Segment der nordamerikanischen Rosenbauer Holdings Inc., war im abgelaufenen Jahr die Rosenbauer Motors, die mit der Herstellung der Chassis für die PANTHER-Fahrzeuge, ein Umsatzwachstum von 41,7 % auf 15,3 Mio. EUR verbuchen konnte.

Umsatzentwicklung im Segment Deutschland

Verstärkte Vertriebsaktivitäten der Metz Aerials führten wieder zu Umsatzzuwächsen im schwierigen deutschen Markt. So konnten die Umsatzerlöse gegenüber 2006 (84,7 Mio. EUR) um 8,9 % auf 92,2 Mio. EUR im abgelaufenem Geschäftsjahr 2007 gesteigert werden. Ein Anstieg des Absatzvolumens konnte im deutschen Markt trotz anhaltend guter konjunktureller Anzeichen nicht verzeichnet werden. Mit der Steigerung der Stückzahlen in der Produktion vollautomatischer hydraulischer Drehleitern und Feuerwehrbühnen, erzielte die Karlsruher Tochter Metz Aerials mit 49,3 Mio. EUR, den größten Umsatzanteil im deutschen Segment.

Umsatzentwicklung im Segment Spanien

Das hohe Niveau von Exporterlösen im südamerikanischen und afrikanischen Markt, kennzeichnete die Entwicklung des spanischen Segments. Rosenbauer Española S.A. konnte dabei das Niveau des Vorjahres nicht erreichen. Die um 9,1 % auf 28,9 Mio. EUR gesunkenen Umsatzerlöse wurden hauptsächlich mit der Produktion und dem Vertrieb von Kommunal-; Waldlösch-; sowie Industrie- und Flughafenlöschfahrzeugen erzielt.

Umsatzentwicklung im Segment Schweiz

Durch eine Verschiebung der Beschaffung bereits nachgefragter Produkte, ging der Umsatz der Rosenbauer Schweiz AG leicht um 4,4 % auf 6,5

Mio. EUR zurück. Dabei erstreckt sich Angebot der schweizer Gesellschaft über die komplette Rosenbauer Produktpalette.

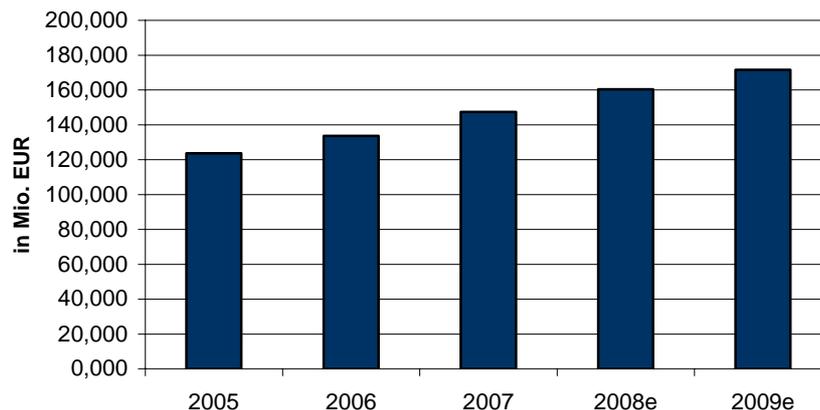
Umsatzentwicklung im Segment Asien

Im Asienbereich stagnierten die Umsätze der beiden Konzerntöchter SK Fire PTE Ltd., Singapur, und Eskay Rosenbauer Sdn Bhd, Brunei auf das gleiche Niveau des Jahres 2006. Das zweitschwächste Segment erzielte dabei 2007 mit dem Vertrieb von Löschfahrzeugen sowie der Produktion von Feuerwehrfahrzeugen und Aufbauten für Hubrettungsgeräte 11,6 Mio. EUR.

Kostenbetrachtung für das Geschäftsjahr 2007

Die positive Entwicklung des Rohertrages setzte sich auch im abgelaufenem Geschäftsjahr 2007 fort und konnte gegenüber 2006 um 10,3 % auf 147,3 Mio. EUR gesteigert werden. Die auf den Umsatz bezogene Rohertragsmarge, verfehlte knapp das Niveau des Vorjahres und reduzierte sich von 35,9 % auf 34,6 %. Der starke Anstieg der Umsatzerlöse kompensierte jedoch die leicht rückläufige Entwicklung der Rohertragsmarge.

Entwicklung des Rohertrages



Quelle: Rosenbauer International AG, GBC AG

Maßgeblich für den leichten Rückgang der Rohertragsmarge, sind die Aufwendungen für Material und sonstige bezogene Herstellungsleistungen verantwortlich. In der abgelaufenen Berichtsperiode stieg dabei der Materialaufwand um 19,5 % auf 301,5 Mio. EUR. Erwartungsgemäß war die unterjährige Entwicklung dieser Position. Bedingt durch die Kundenstruktur, fiel dabei wie in den Vorjahren, der Hauptteil der Materialkosten im Schlussquartal an. Durch konsequente Hedging-Instrumente sowie durch ein sehr hohes Beschaffungsvolumen aus dem europäischen Ausland, sollten auch in Zukunft massive Preisspitzen beim Materialaufwand erfolgreich vermieden werden.

Den wesentlichsten Beitrag zum Erfolg des Unternehmens tragen die Mitarbeiter bei. Im abgelaufenem Geschäftsjahr stieg, im Zuge der kontinuierlichen Personalpolitik, die Personalquote um 7 % in Europa sowie um 10 % bei den ausländischen Tochtergesellschaften. Dieser Umstand wirkte sich in den Personalkosten aus, die von 77,2 Mio. EUR auf 83,3 Mio. EUR einen Anstieg um 7,9 % gegenüber dem Vorjahr verzeichnen-

ten. Die Aufwandsquote bezogen auf die Gesamtleistung konnte allerdings von 20,2 % auf 18,8 % reduziert werden.

Verwaltungs- und Vertriebsaufwendungen, als Bestandteil sonstiger Aufwendungen, stiegen in Summe leicht von 25,9 Mio. EUR (2006) auf 28,1 Mio. EUR (2007). Hauptursache für diesen Anstieg in Höhe 8,2 % ist der vertriebsbedingte Mehraufwand in den Vertriebstöchter sowie im Bereich des Joint Venture mit YongQiang im chinesischen Markt.

Ergebnisbetrachtung für das Geschäftsjahr 2007

Auch das Ergebnis vor Zinsen und Abschreibungen (EBITDA) stieg als Folge erfolgreichen Wachstums von 30,4 Mio. EUR um 18,1 % auf 36,0 Mio. EUR. Die EBITDA-Marge, auf Gesamtleistung bezogen, konnte auch demzufolge von 7,9 % (2006) auf 8,1 % (2007) erhöht werden. Auf den Umsatz bezogen erhöhte sich die EBITDA-Marge von 8,2 % (2006) auf 8,4 % (2007)

Die Abschreibungen auf Geschäfts- und Fabrikgebäude zusammen mit den Abschreibungen auf Technische Anlagen sowie Betrieb- und Geschäftsaustattung, stellen den größten Anteil der Abschreibungen in Höhe von 5,1 Mio. EUR im Jahr 2007. Im Vergleich zum Vorjahr reduzierte sich die Summe aufgrund keiner nennenswerten Investitionen um 3,3 %.

In Folge stieg das operative Ergebnis vor Zinsen (EBIT) von 25,1 Mio. EUR im Geschäftsjahr 2006 um 22,7 % auf 30,8 Mio. EUR im abgelaufenem Geschäftsjahr 2007. Dementsprechend kam es auch zu einem Anstieg der EBIT-Marge bezogen auf die Gesamtleistung. Diese beträgt nun 6,9 %. Auf Umsatzbasis beträgt die EBIT-Marge nun 7,2 %.

Bestehende Kredite für diverse Investitionen in das operative Geschäft sowie für Produktionsfinanzierungen, stellen den größten Anteil zinsbarer Verbindlichkeiten. Aus den gesamten verzinslichen Finanzverbindlichkeiten ergaben sich mit einem durchschnittlichen Zinssatz von 6,1 % Zinsaufwendungen in Höhe von 4,9 Mio. EUR. Weitere anfallende Zinsen für Pensionsrückstellungen sowie ähnliche Zinsaufwendungen runden den Gesamtbetrag von 6,4 Mio. EUR für 2007 ab, der im Vergleich zum Vorjahr um 44,2 % höher ausfiel. Die Zinserträge verringerten sich von 1,4 Mio. EUR (2006) auf 1,0 Mio. EUR (2007).

Das Vorsteuerergebnis (EBT) verzeichnete im Vergleich zum Vorjahr einen Anstieg von 22,0 Mio. EUR auf 25,4 Mio. EUR, was eine Veränderung von 15,5 % zur Folge hatte.

Aufgrund des rechnerischen Steuersatzes in Höhe von 25,0 %, sowie der Steuerentlastung aufgrund der Gewinnanteile der Minderheitsgesellschafter, errechnet sich für das Geschäftsjahr 2007 ein effektiver Steuersatz in Höhe von 21,7 % . Der Steueraufwand von 5,5 Mio. EUR führt zu einem Ergebnis vor Minderheitsgesellschafter in Höhe von 19,9 Mio. EUR.

Der den Aktionären zuzurechnende Gewinn aus dem abgelaufenem Geschäftsjahr, wird durch den Gewinnanteil der Minderheiten, gehalten von den Mitgesellschaftern der Rosenbauer Amerika sowie der Rosenbauer Española S.A., um 4,8 Mio. EUR verringert und beträgt für 2007 schließlich 15,1 Mio. EUR. Gegenüber dem Vorjahreswert bedeutet dies ein Anstieg in Höhe von 10,7%.

Dividende 2007

Vor dem Hintergrund des hervorragenden Geschäftsverlaufes im Jahr 2007, wird erneut eine Dividendenzahlung in Höhe von 0,70 EUR erwartet. Unter Berücksichtigung des Aktiensplits von 1:4, entspricht dies einer vergleichbaren Vorjahresdividende von 2,80 EUR. Vom jetzigen Kursniveau ausgehend errechnet sich somit eine Dividendenrendite von 2,3 %

Bilanzielle Betrachtung zum 31.12.2007

Auch die Entwicklung der bilanziellen Situation beim Rosenbauer-Konzern präsentiert sich sehr solide. So konnte im abgelaufenem Geschäftsjahr die Eigenkapitalquote nach 30,7 % im Jahr 2006 auf 31,8 % gesteigert werden. Das Eigenkapital beträgt somit 72,7 Mio. EUR. Stark positiv wirkte sich des gute Konzernergebnis auf diese Entwicklung aus.

Die weitere wesentliche Veränderung der Passivseite bei der Jahresbilanz des Rosenbauer-Konzerns, ist der Anstieg bereits erhaltener Anzahlungen von Kunden. So stieg diese Position von 10,7 Mio. EUR auf 22,2 Mio. EUR und bewirkte somit einen Anstieg in Höhe von 11,4 % der kurzfristigen Verbindlichkeiten. Die langfristigen Verbindlichkeiten behielten das Vorjahresniveau und verzeichneten lediglich einen Anstieg in Höhe von 3,0 % auf 36,3 Mio. EUR.

Kennzeichnend für die Entwicklung der Aktivseite ist der Anstieg des kurzfristigen Vermögens. Durch den Aufbau von Vorräten und der, vom guten Jahresergebnis beeinflussten liquiden Mittel, konnten die kurzfristigen Vermögensgegenstände um 15,2 % auf 180,6 Mio. EUR angehoben werden. Das langfristige Vermögen blieb nahezu unverändert und reduzierte sich von 49,5 Mio. EUR (2006) auf 48,2 Mio. EUR (2007) um 2,5 %. Eine Rolle spielte der Rückgang aktivierter Verlustvorträge, der auch gleichzeitig zu einer Reduktion der aktiven latenter Steuern geführt hat. So fiel der Ausweis aktiver latenter Steuern mit 2,6 Mio. EUR um 55,8 % geringer aus. (2006: 5,8 Mio. EUR)

In Summe betrug die gesamte Bilanzsumme 228,8 Mio. EUR (2006: 206,2 Mio. EUR). Der Anstieg in Höhe von 11,0 % war wesentlich durch das organische Wachstum des Konzerns bedingt.

Entwicklung des Cashflows im GJ 2007

Der operative CashFlow konnte auch von dieser positiven Entwicklung, sowie von einem verbesserten Forderungsmanagement profitieren und konnte von -1,417 Mio. EUR auf 24,1 Mio. EUR gesteigert werden. Aufgrund reduzierter Investitionen in das Anlagevermögen, wurde der Investitions-CashFlow von -11,4 Mio. EUR (2006) auf -7,4 Mio. EUR (2007) konsolidiert. Durch die Rückführung verzinslicher Verbindlichkeiten fiel auch der Finanzierungs-CashFlow im abgelaufenen Geschäftsjahr auf -14,3 Mio. EUR nach zuletzt 9,5 Mio. EUR des Vorjahres 2006.

Bewertung

DCF Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 4,0 %.

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,21.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,7 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Die Fremdkapitalkosten belaufen sich auf Basis unserer aktuellen Erwartung auf 5,0 %. Da wir derzeit eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 75 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,0 %. (bisher 9,0 %)

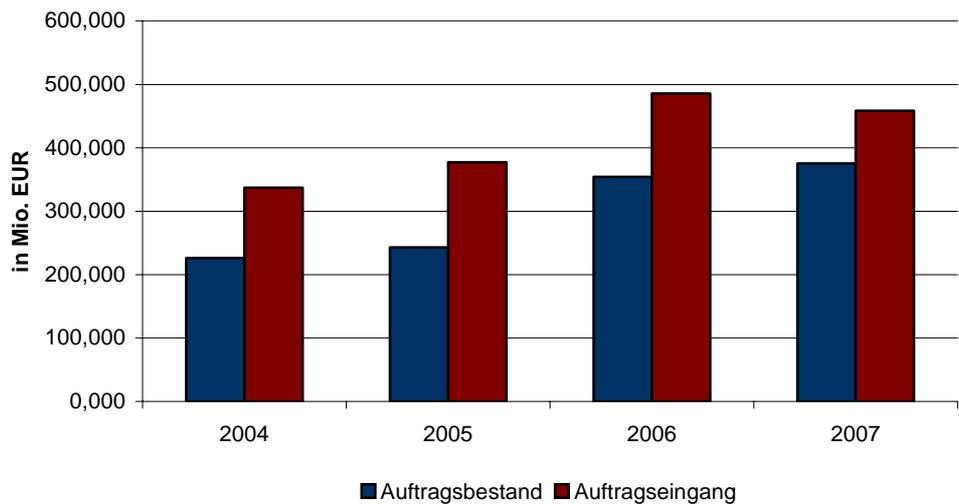
WACC von 9,0 %
ermittelt

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	10,7 %
Gewicht in %	75 %
Fremdkapitalkosten	5,0 %
Gewicht in %	25 %
Taxshield in %	25 %
WACC	9,0 %

Prognose und Ausblick für das Geschäftsjahr 2008

Eine wichtige Größe für die Indikation der weiteren Entwicklung der Rosenbauer International AG, ist das Niveau der Auftragseingänge sowie der derzeitige Auftragsbestand. Gegenüber dem Vorjahr konnte der Auftragsbestand um 6,0 % auf die neue Rekordmarke von 375,4 Mio. EUR gesteigert werden. Auch die Auftragseingänge bewegten sich im abgelaufenem Geschäftsjahr 2007 auf einem sehr hohen Niveau, sie konnten allerdings an die Entwicklung des vergangenen Jahres nicht anschließen und gingen um 5,6 % auf 458,7 Mio. EUR zurück.

Auftragseingänge/ -bestände GJ 2004-2007



Quelle: Rosenbauer International AG; GBC AG

Wir antizipieren, vor dem Hintergrund dieser erfreulichen Entwicklung, für das Jahr 2008 ein Umsatzwachstum von 10,0 % und gehen auch gleichzeitig von einem leichten Anstieg der EBIT-Marge bezogen auf den Umsatz in Höhe von 7,3 % aus. Das Geschäftsjahr 2009 wird laut unseren Schätzungen, nicht mehr die Dynamik der vergangenen Jahre aufweisen und wird mit einem Umsatzwachstum von 5,8 %, sowie einer leicht erhöhten EBIT-Marge, der immer noch stabilen Situation des Unternehmens gerecht werden.

Die zweite Schätzphase ist weiterhin von der hervorragenden Positionierung des Rosenbauer-Konzerns geprägt. Wir gehen im Zuge kontinuierlichem Wachstums von Umsatzzuwächsen in Höhe von 6,0 % bei einer konstanten leicht angehobenen EBIT-Marge von 7,3 %. Mit der Annahme der langfristigen Kapitalrendite in Höhe von 20,0 % bewegen wir uns dabei, vom historischen Standpunkt aus gesehen, in einem konservativen Bereich.

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2010 - Phase 2	
Umsatzwachstum	6,0 %
EBITDA-Marge	8,4 %
Steuerquote	25,0 %
Working Capital in % vom Umsatz	15,1 %
Umsatz zu OAV	1242,6 %
Abschreibungen vom OAV	12,7 %

Werttreiber - Endwert- Phase 3	
ewiges Umsatzwachstum	2,0 %
langfristige Kapitalrendite	20,0 %

Discounted Cashflow-Modell

Rosenbauer wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF- Modells bewertet. Angefangen mit konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2008 bis 2009 in Phase Eins erfolgt in den Jahren 2010 bis 2014 eine Verstetigung der Annahmen mit einer Anpassung der Margen. In der dritten Phase wird schließlich nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,0 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2008 entspricht als **Kursziel 50,06 € (bisher 45,34 €)**.

DISCOUNTED CASHFLOW Modellszenario Rosenbauer International AG								
in Mio. EUR	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	Endwert
Umsatz	488.530	517.000	548.020	580.901	615.755	652.701	691.863	
Umsatzveränderung	10,0%	5,8%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	2,0%
EBITDA-Marge	8,2%	8,2%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	
Abschreibungen (auf IK)	-6.000	-6.000	-5.286	-5.601	-5.937	-6.293	-6.671	
Abschreibungen vom OAV	14,4%	14,4%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	
EBITA	34.230	36.550	40.748	43.195	45.786	48.534	51.446	
EBITA-Marge	7,0%	7,1%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
EBI (NOPLAT)	25.673	27.413	30.561	32.396	34.340	36.400	38.584	32.030
Working Capital	77.972	77.970	82.751	87.716	92.979	98.558	104.471	
Working Capital zu Umsatz	16,0%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	
Operatives Anlagevermögen	41.624	41.620	44.103	46.749	49.554	52.527	55.679	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen	11,737	12,422	12,426	12,426	12,426	12,426	12,426	
Investiertes Kapital (IK)	119.596	119.590	126.854	134.465	142.533	151.085	160.150	
Kapitalrendite	21,5%	22,9%	25,6%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%	20,0%
Free Cashflows:								
EBITDA	40.230	42.550	46.034	48.796	51.723	54.827	58.116	
Steuern auf EBITA	-8.557	-9.137	-10.187	-10.799	-11.447	-12.133	-12.861	
Investitionen in OAV	-6.000	-5.996	-7.768	-8.247	-8.742	-9.267	-9.823	
Veränderung des Working Capital	-	0,2%	-478,1%	-496,5%	-526,3%	-557,9%	-591,3%	
Investitionen in Goodwill	-	-	-	-	-	-	-	
Freier Cashflow	25,67	27,42	23,30	24,78	26,27	27,85	29,52	413,13

VALUATION in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Barwert expliziter FCFs	132,107	118,294	101,496	87,311
Barwert des Continuing Value	226,321	246,640	268,782	292,913
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	358,428	364,934	370,278	380,223
Nettoschulden (Net debt)	48,234	29,733	8,561	-9,548
Barwert aller Optionsrechte	-	-	-	-
Wert des Eigenkapitals	310,194	335,201	361,717	389,771
Fremde Gewinnanteile	4,788	5,174	5,583	6,016
Wert des Aktienkapitals	314,982	340,375	367,300	395,788
Ausstehende Aktien in Mio.	6,800	6,800	6,800	6,800
Fairer Wert der Aktie in EUR	46,32	50,06	54,01	58,20

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Dividendenzahlung	-4,760	-4,760	-4,760	-
Aktienrückkäufe	-	-	-	-
Zinsaufwand/ertrag	-2,412	-1,487	-0,428	0,191

Sensitivitätsanalyse Fairer Wert je Aktie in Euro

Fairer Wert pro Aktie liegt bei 50,06 €

	WACC					
	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	
Kapitalrendite	16,0%	48,59	45,02	42,00	39,40	37,14
	18,0%	53,56	49,49	46,03	43,05	40,48
	20,0%	58,53	53,95	50,06	46,71	43,82
	22,0%	63,50	58,41	54,09	50,37	47,15
	24,0%	68,47	62,87	58,12	54,03	50,49

Fazit

Das Geschäftsjahr 2008 sollte im Markt für Feuerwehrfahrzeuge- und Equipment stabil verlaufen, einzelne Regionen können jedoch Schwankungen unterliegen. Haupttreiber für diese Entwicklung werden die steigenden Passagierzahlen im internationalen Flugverkehr sein, die Weltkonjunktur gekoppelt mit der US-Dollarentwicklung sowie die politischen Risiken im vorderasiatischem Raum.

Die internationalen Exportmärkte werden vor allem vom Investitionsbedarf in Infrastrukturprojekte der emerging markets gekennzeichnet sein. Eine starke Abhängigkeit von Fördermitteln insbesondere in Osteuropa ist hier erkennbar. Ein hohes Niveau des Auftragsbestandes sowie bereits gestartete Projekte lassen jedoch auf ein steigendes internationales Geschäft des Rosenbauer-Konzerns schließen.

Als wichtigster Absatzmarkt unterliegt der europäische Markt einer starken wirtschaftlichen Dynamik. Auch dieser Markt, insbesondere der osteuropäische Bereich ist vom Aufbau der Infrastruktur gekennzeichnet. Im deutschen Markt wird allerdings nach dem starken Anstieg, bedingt durch die nachfolgende Mehrwertsteuererhöhung verursachten Vorzieheffekte im Jahr 2006 in Höhe von 10 %, durch die Verringerung der Budgetmittel sowie aufgrund der Verschiebung des Trends zu kleineren Fahrzeugen, eine Trendwende am Feuerwehrmarkt nicht erwartet.

Für Nordamerika erwarten wir eine gleich bleibend hohe Nachfrage. Das zwischenzeitliche Hoch aus dem Jahr 2006 ging, bedingt durch die Einführung neuer Abgasnormen 2007, zurück. Das Niveau des Jahres 2006 wird dabei nicht wieder erreicht werden. Die Verstärkung der Vertriebsmannschaft garantiert allerdings den weiteren Ausbau der hervorragenden Marktposition.

Auch der asiatische Raum bietet sehr gute Expansionsaussichten. Mit dem Joint Venture Rosenbauer YongQiang in Dongguan im chinesischen Markt, wird die Produkt- und Qualitätspolitik konsequent weitergeführt, um vom großen Absatzvolumen zu profitieren. Das verstärkte Vertriebsnetz soll hier unterstützend wirken.

Insgesamt gehen wir, vor dem Hintergrund der weiterhin hohen Kapazitätsauslastung aus dem hohen Auftragsbestand resultierend, von einem weiteren Umsatz- und Ergebniswachstum aus. Wir erwarten für das Jahr 2008 einen Umsatz in Höhe von 488,5 Mio. EUR mit einem EBIT von 34,2 Mio. EUR. Wir haben im Rahmen unserer DCF-Analyse einen fairen Wert für die Rosenbauer International AG in Höhe von 50,06 Euro je Aktie ermittelt und somit den Wert je Aktie aus unserer letzten Studie in Höhe von 45,34 Euro nach oben angepasst. Ausgehend von einem Kursniveau von 30,34 Euro (08. Mai 2008), entspricht dies einem Potenzial von ca. 60 %. Wir stufen die Rosenbauer mit „KAUFEN“ ein.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Analyst 1: Jörg Grunwald; Finanzanalyst

Analyst 2: Cosmin Filker; Finanzanalyst (junior)

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

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

Internet: <http://www.gbc-ag.de>
E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC® AG

- R E S E A R C H & I N V E S T M E N T A N A L Y S E N -

GBC AG

Halderstraße 27

86150 Augsburg

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

Fax: ++49 (0)821/241133-30

Tel.: ++49 (0)821/241133-0

Email: office@gbc-ag.de

Analysten für diese Studie:

Jörg Grunwald; Finanzanalyst

Cosmin Filker; Finanzanalyst (junior)