



Researchstudie (Anno)



Stand 02.10.2008

Fairer Wert: 2,19 €

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 16

KSR KUEBLER Niveau-Messtechnik AG*⁵

Fairer Wert:
2,19 €

02. Oktober 2008

Kurs zum 02.10.2008,
16:30 Uhr, Valora Effekten: 2,51 € (Geld)

Letzter fairer Wert:

3,31 €
(vom 20.11.2007)

Rechnungslegung:
HGB

Analysten:

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

Manuel Hölzle
hoelzle@gbc-ag.de

IR-Kontakt:

KSR KUEBLER AG
Stefan Fuchs
Im Kohlstätterfeld 17
69439 Zwingenberg am Neckar

Tel.: 06263 870 47
Fax.: 06263 87 57

Info@ksr-kuebler.com

www.ksr-kuebler.com

Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 18

Unternehmensprofil:

Branche: Messtechnik
Fokus: Schwimmermagnetschalter, Bypass-Niveaustandanzeiger, Niveaumesswertgeber

Mitarbeiter: 230 (30.06.2008)

Firmensitz: Zwingenberg, D

Gründung: 1962

Vorstand: Hans Joachim Theiß (CEO), Stefan Fuchs (CFO)

WKN: 633550

ISIN: DE0006335508

Kürzel: KSK

Anzahl Aktien: 5,035 Mio.

Marktkap.: 12,64 Mio. € (bei einem Kurs (Valora) von 2,51 €)

Streubesitz: 22 %

In Mio. €	2006**	2007	2008e	2009e
Umsatz	18,78	21,92	24,50	25,24
EBITDA	2,19*	2,98	3,15	3,28
EBIT	1,50*	2,39	2,50	2,58
Jahresüberschuss	0,94	1,36	1,53	1,61
In €				
Gewinn je Aktie	0,37	0,27	0,30	0,32
Dividende je Aktie	0,06	0,04	0,05	0,06
In %				
EBITDA-Marge	11,68 %*	13,66 %	12,86 %	13,00 %
EBIT-Marge	7,96 %*	10,95 %	10,20 %	10,23 %
Dividendenrendite	2,12 %	1,41 %	1,77 %	2,12 %
Kennzahlen				
EV/Sales	0,86	0,84	0,75	0,73
EV/EBITDA	7,35*	6,20	5,87	5,63
KGV	13,70	9,47	8,38	7,99
KBV (31.12.2007)		1,74		

* vor Sonderertrag in Höhe von 0,437 Mio. € zur besseren Vergleichbarkeit

** Aktienanzahl im GJ 2006 zur besseren Vergleichbarkeit auf 5.035 Mio. nach Aktiensplit angepasst

Highlights:

- Jahr 2007 übertrifft Prognosen, 1. HJ 2008 ebenfalls erfolgreich abgeschlossen
- Ergebnisprognosen für die Jahre 2008 und 2009 angehoben
- Statt Börsengang deutliche Änderung in der Aktionärsstruktur durch neuen strategischen Großaktionär erfolgt
- Reduzierung der Bewertungseinschätzung von 3,31 € auf 2,19 € aufgrund abgesagten Börsengangs und damit geringer Fungibilität der Aktie
- Research Coverage wird auf Grund des abgesagten Börsengangs eingestellt

Unternehmen

Profil

Die KSR KUEBLER Niveaumessstechnik AG ist eines der führenden Unternehmen im Bereich der Niveau- und Füllstandsmesstechnik. Damit ist das Unternehmen dem Bereich Automatisierungstechnik zuzuordnen. Die von der KSR KUEBLER gefertigten Niveaumess- und Regelgeräte können bei Temperaturen von bis zu 450 °C und in Druckbereichen von 400 Bar eingesetzt werden. Damit ergibt sich auch ein breites Spektrum an Anwendungsmöglichkeiten, was an den unterschiedlichen Kundenbranchen ersichtlich wird. Die Palette reicht dabei von der Chemie- und Pharma-Branche über die Öl- und Gas-Branche sowie dem Anlagen- und Maschinenbau bis hin zur Lebensmittelindustrie und der Umwelttechnik.

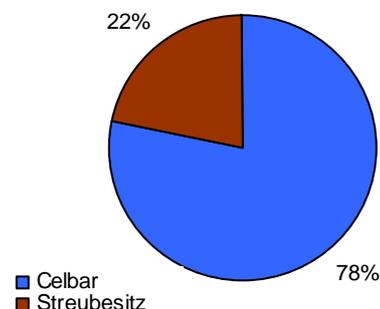
Das Unternehmen ist international aufgestellt und verfügt über Tochtergesellschaften in England, Singapur, China und den USA. Durch gezielte Übernahmen konnte sich das Unternehmen bereits in der Vergangenheit als aktiver Konsolidierer am Markt etablieren und möchte diese Strategie in dem stark segmentierten Markt auch in Zukunft fortsetzen.

Zu den Kunden der KSR KUEBLER zählen namhafte Industrieunternehmen wie BASF, BP AMOCO, Lukoil, Gazprom, Shell oder der Pharmariese Roche, mit denen zum Teil schon seit vielen Jahren erfolgreich zusammengearbeitet wird.

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	In %
Celbar GmbH	78 %
Free-Float	22 %
Summe	100 %

Aktionärsstruktur



Quelle: KSR KUEBLER AG

Seit Oktober 2007 setzt sich das Grundkapital der KSR KUEBLER AG nach einem Aktiensplit im Verhältnis von 1:2 aus 5.035.350 Stammaktien zusammen. Seit dem 1. Mai 2008 sind die ehemaligen Großaktionärinnen TFG Capital AG und Konsortium AG, die zusammen rund 54 % der Anteile hielten, als Investoren ausgeschieden. Die Stücke wurden an die Celbar GmbH veräußert, eine 100 %ige Tochtergesellschaft der WIKA Alexander Wiegand GmbH & Co. KG. Damit ist die KSR KUEBLER ein Teil der WIKA-Gruppe, die ihrerseits eine der führenden Anbieter für Druck- und Temperaturmesstechnik weltweit ist. Mit mehr als 5.600 Mitarbeitern in 34 Ländern setzt die Unternehmensgruppe jährlich rund 500 Mio. € um. Rund 22 % der KSR Kuebler- Aktien befinden sich indes noch in den Händen von Free-Float-Aktionären.

Der geplante Börsengang, der Ende des vergangenen Jahres auf Grund des schwachen Kapitalmarktumfeldes verschoben worden war, ist damit nun keine wahrscheinliche Option mehr. Auch der bisherige Aufsichtsrat wurde durch die Mitglieder des Managements der WIKA-Gruppe Dirk Fellermann, Alexander Wiegand und Dr. Martin Hohenstatt ersetzt.

SWOT - ANALYSE KSR KUEBLER AG

Stärken

- Seit über 40 Jahren am Markt etabliert
- Internationale Präsenz bereits vorhanden
- Solide Kapitalausstattung und geringe Verschuldung
- Renommierte Kunden mit langjährigen Geschäftsverbindungen
- Breit gestreute Kundenstruktur minimiert Abhängigkeit
- Neues Betriebsgebäude am Standort Zwingenberg sollte zu Produktivitätsverbesserungen führen

Schwächen

- Nur kleine Unternehmensgröße
- Relativ hohe Pensionsrückstellungen belasten Zinsergebnis
- Hohe Abhängigkeit von Rohstoffpreisen für Stahl und Titan

Chancen

- Markt ist stark fragmentiert, wodurch Wachstum durch Akquisitionen gut möglich ist
- Möglichkeit der Erschließung neuer Märkte wie z.B. Osteuropa, China oder Russland
- Positionierung in einem Nischenmarkt der Automatisierungstechnik
- Beteiligung der WIKA-Gruppe verspricht neue Perspektiven bei Expansion und Wachstum

Risiken

- Die Integration der übernommenen Gesellschaften könnte nicht wie gewünscht verlaufen und eine hohe Kostenbelastung hervorrufen
- Übernahmen von geeigneten Unternehmen könnten Komplikationen bei der Integration mit sich bringen
- Globalisierung könnte sich negativ auf die Margen auswirken
- Rohstoffkosten könnten weiter steigen und die Materialkosten weiter erhöhen
- Durch Großaktionär ist IPO unwahrscheinlich geworden, damit auch zukünftig geringe Fungibilität der Aktie

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2006		GJ 2007		GJ 2008e		GJ 2009e	
Umsatzerlöse	18,78	100,00 %	21,92	100,00 %	24,50	100,00 %	25,24	100,00 %
Bestandsveränderungen	0,05	0,27 %	-0,10	-0,47 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,01	0,07 %	0,01	0,02 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
Sonstige betriebliche Erträge	0,17	0,88 %	0,07	0,33 %	0,10	0,41 %	0,10	0,40 %
Materialaufwand	-6,37	-33,91 %	-7,65	-34,92 %	-8,45	-34,50 %	-8,64	-34,25 %
Rohertrag	12,64	67,30 %	14,24	64,96 %	16,15	65,91 %	16,69	66,15 %
Personalaufwand	-7,13	-37,96 %	-8,15	-37,20 %	-9,20	-37,55 %	-9,50	-37,65 %
Abschreibungen	-0,70	-3,72 %	-0,59	-2,70 %	-0,65	-2,65 %	-0,70	-2,77 %
sonstige betriebliche Aufwendungen	-3,32	-17,66 %	-3,10	-14,16 %	-3,80	-15,50 %	-3,91	-15,50 %
Zinsergebnis	-0,10	-0,51 %	-0,10	-0,47 %	-0,18	-0,71 %	-0,20	-0,79 %
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	1,40	7,45 %	2,29	10,44 %	2,33	9,49 %	2,38	9,43 %
außerordentliches Ergebnis	0,44	2,33 %	-0,17	-0,76 %	-0,10	-0,41 %	-0,05	-0,20 %
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,88	-4,67 %	-0,66	-3,01 %	-0,67	-2,72 %	-0,70	-2,77 %
sonstige Steuern	-0,02	-0,10 %	-0,02	-0,02 %	-0,03	-0,10 %	-0,03	-0,10 %
Jahresfehlbetrag/-überschuss	0,94	5,01 %	1,44	6,57 %	1,53	6,26 %	1,61	6,37 %
Anteile anderer Gesellschafter am Gewinn	-0,01	-0,03 %	-0,08	-0,38 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
Konzernjahresüberschuss	0,94	4,99 %	1,36	6,19 %	1,53	6,26 %	1,61	6,37 %
EBITDA	2,194¹		2,980		3,15		3,28	
in %	11,68 %		13,60 %		12,86 %		13,00 %	
EBIT	1,496¹		2,389		2,50		2,58	
in %	7,96 %		10,90 %		10,20 %		10,23 %	
Ergebnis je Aktie in €	0,19 ²		0,27		0,30		0,32	
Dividende je Aktie in €	0,06 ²		0,04		0,05		0,06	

¹ vor Sonderertrag in Höhe von 0,437 Mio. € zur besseren Vergleichbarkeit

² Aktienanzahl im GJ 2006 zur besseren Vergleichbarkeit auf 5.035 Mio. nach Aktiensplit angepasst

Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. €)	Bilanzstichtag: 31.12.2005	Bilanzstichtag: 31.12.2006	Bilanzstichtag: 31.12.2007
Operatives Anlagevermögen *	5,40	6,16	7,92
Working Capital*	2,66	3,11	4,84
Zinsbare Verbindlichkeiten*	3,61	4,59	7,03
Finanzvermögen *	0,48	1,44	1,59
Nettoverschuldung*	3,13	3,16	5,45
Eigenkapitalquote in %	47,84	46,07	42,80
Gezeichnetes Kapital	4,578	5,035	5,035
Aktienanzahl	2,29	2,52	5,04 ³
Bilanzsumme	10,30	14,08	17,72

* gemäß GBC-Berechnungen

³ im Geschäftsjahr 2007 wurde ein Aktensplit von 2:1 vollzogen

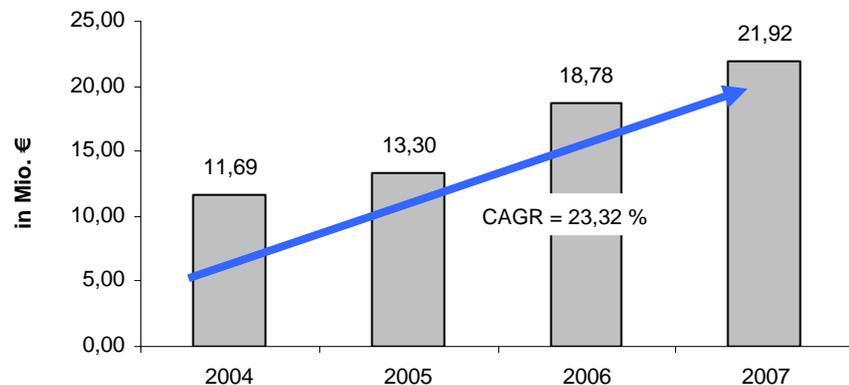
Geschäftsentwicklung 2007 und 1. Halbjahr 2008

Umsatzentwicklung

Die Umsatzentwicklung der KSR KUEBLER verlief auch im Geschäftsjahr 2007 weiter stark. So kletterten die Umsätze gegenüber dem Geschäftsjahr 2006 um 16,67 % auf 21,92 Mio. €. Erstmals wurde damit die Marke von 20 Mio. € durchbrochen. Auch unsere Erwartungen von 21,60 Mio. € wurden damit übertroffen. Insgesamt konnte seit dem Jahr 2004 eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 23,32 % erreicht werden.

Getragen wurde der starke Umsatzschub in 2007 vor allem aus dem Inland. Hier konnten die Umsatzerlöse gegenüber dem Vorjahr um 48,49 % auf 11,14 Mio. € gesteigert werden. Für diesen Anstieg verantwortlich war neben dem organischen Wachstum auch die Übernahme der Phönix Messtechnik in 2006, die in 2007 erstmalig ganzjährig in die Umsatzbetrachtung eingeflossen ist sowie der Umsatzbeitrag der Vaihinger Niveautechnik, die seit September 2007 Umsatzbeiträge liefert. Dagegen sanken die Auslandsumsätze um 4,50 % ab. Hierbei belastete ausschließlich die Region außerhalb Europas, die um 18,78 % rückläufige Umsatzerlöse zu verzeichnen hatte. Zurückzuführen ist dies hauptsächlich auf die ungünstige Wechselkursentwicklung zwischen Euro und US-Dollar. Zudem wurden im Geschäftsjahr 2006 durch einen Großauftrag außergewöhnlich hohe Umsatzerlöse außerhalb Europas erzielt, die in 2007 nicht mehr anfielen. Europaweit wurde eine Steigerungsrate von 9,71 % erzielt. Durch die wechselkursbedingte schwächere Entwicklung auf den außereuropäischen Absatzmärkten und der Berücksichtigung der getätigten Übernahmen, sank der Auslandsanteil in 2007 von 60,05 % im Vorjahr auf 49,15 % ab.

Umsatzentwicklung



Quelle: KSR Kuebler, GBC

Ergebnisentwicklung

Auch ergebnisseitig konnte die KSR KUEBLER im Geschäftsjahr 2007 erhebliche Verbesserungen erzielen, wozu neben der guten Umsatzentwicklung auch Kostenoptimierungen beitrugen.

Die einzige operative Kostenposition bei der keine Verbesserung der Kostenquote in Relation zu den Umsatzerlösen erzielt werden konnte, sind die Materialkosten. Diese erhöhten sich nicht nur absolut gesehen von 6,37 Mio. € auf 7,65 Mio. € um 20,13 %, auch die Materialkostenquote legte um 1,01 % auf 34,92 % zu. Bedingt ist dieser Anstieg vor allem durch anhaltend hohe

Rohstoffpreise. Da die Produkte der KSR KUEBLER fast ausschließlich aus kostenintensiven Rohstoffen gefertigt werden, ist die Sensitivität für Preisschwankungen besonders hoch. Die wesentlichen Materialien, die für die Produktion benötigt werden, sind dabei vor allem Edelstahl und Titan. Aber auch die Legierungszuschläge verfolgten im Geschäftsjahr 2007 einen weiter steigenden Trend.

Im Gegensatz dazu konnte die Personalkostenquote um 0,76 % auf 37,20 % gesenkt werden, obwohl der Mitarbeiterbestand auf Grund von Neueinstellungen von 202 auf 233 ausgebaut wurde. Die Verbesserung der Kostenquote ist dabei vor allem auf eine bessere Auslastung der Mitarbeiter im Rahmen der Umsatzausweitung zurückzuführen.

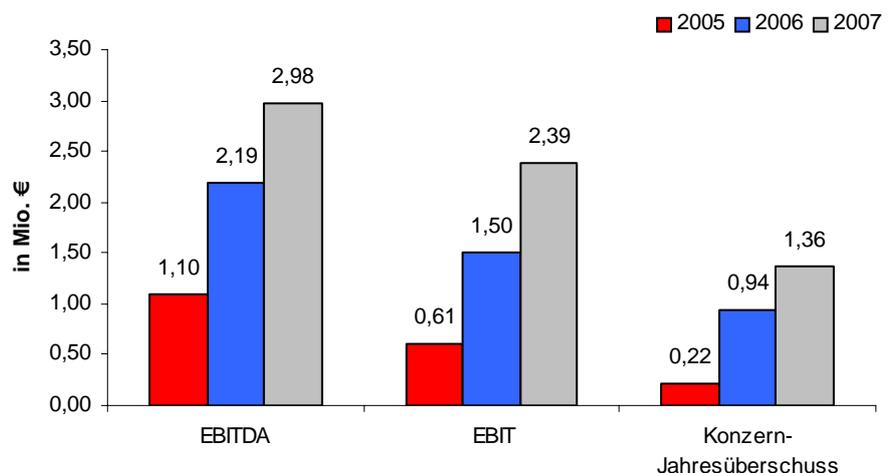
Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen wurde durch allgemeine Kostensenkungsmaßnahmen, vor allem im Bereich Vertrieb- und Marketing, eine absolute Senkung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen von 3,32 Mio. € auf 3,10 Mio. € erreicht. Entsprechend verbesserte sich auch die Kostenquote deutlich um 3,50 % auf 14,16 %.

Im Zuge der besprochenen Verbesserungen der Kostenstrukturen wurde das EBITDA deutlich überproportional zu den Umsatzerlösen um 35,82 % auf 2,98 Mio. € gesteigert. Damit kam es auch zu einer signifikanten Verbesserung der EBITDA-Marge, die von 11,68 % auf 13,60 % kletterte. Unsere Erwartungen lagen bei einem EBITDA von 2,59 Mio. € bzw. einer Marge von 11,97 %. Diese wurden damit ebenfalls übertroffen.

Die Abschreibungen fielen in 2007 mit 0,59 Mio. € um 0,11 Mio. € niedriger aus als im Geschäftsjahr 2006. Im Vorjahr wurden außerordentliche Abschreibungen auf eine Lagerhalle vorgenommen. Auf Grund des Abrisses der Lagerhalle verkürzte sich die Nutzungsdauer und führte entsprechend zu den einmaligen Abschreibungen.

Entsprechend war beim EBIT ein noch stärkerer Anstieg zu verzeichnen als beim EBITDA. Das EBIT kletterte von 1,50 Mio. € um 56,69 % auf 2,39 Mio. €.

Ergebnisentwicklung



Quelle: KSR Kuebler, GBC

Das Zinsergebnis fiel zum Vorjahr unverändert aus und verharrte mit –0,10 Mio. € weiterhin auf einem niedrigen Niveau. Der Zinsaufwand entstand, wie im Vorjahr, durch in Anspruch genommene Darlehen und Kontokorrentlinien. Das außerordentliche Ergebnis belief sich im Geschäftsjahr 2007 auf –0,17

Mio. €. Diese Aufwendungen fielen im Zusammenhang mit dem geplanten Börsengang an. Für diesen wurden bereits umfangreiche Vorbereitungen (Prospekterstellung etc.) getroffen, der Börsengang jedoch auf Grund des schwachen Kapitalmarktumfeldes abgesagt.

Die Steuerquote normalisierte sich im Geschäftsjahr 2007 wieder auf 31,13 %, nachdem diese in 2006 bei 47,83 % lag. Die hohe Steuerquote im Vorjahr ist mit Verlusten der Tochtergesellschaft in den USA zu begründen, die nicht auf das in Deutschland zu versteuernde Ergebnis anrechenbar waren. Zudem mussten in 2007 Steuernachzahlungen geleistet werden. Im Geschäftsjahr 2007 wies die amerikanische Tochtergesellschaft ein positives Ergebnis in Höhe von 5 Tsd. \$ aus und es mussten keine weiteren Steuernachzahlungen getätigt werden.

Der Konzernjahresüberschuss nach Minderheiten verbesserte sich von 0,94 Mio. € um 44,72 % auf 1,36 Mio. €, was einem Ergebnis pro Aktie von 0,27 € entspricht, nach 0,19 € im Vorjahreszeitraum. Wie auf den vorhergehenden Ergebnisstufen wurde unsere Prognose von 0,82 Mio. € auch beim Jahresüberschuss übertroffen.

Bisheriger Verlauf des Geschäftsjahres 2008

Die Entwicklung im ersten Halbjahr 2008 weist auf eine Fortsetzung der positiven Tendenz im laufenden Geschäftsjahr hin. Innerhalb der ersten sechs Monate steigerte die KSR KUEBLER ihre Umsatzerlöse um 21 % auf rund 12,60 Mio. €. Unter anderem verantwortlich für diesen Anstieg war ein starker Umsatzanstieg der Phoenix Messtechnik GmbH von 55,86 % auf 2,98 Mio. €, was auch auf die Akquisition der Assets der Vaihinger Niveautechnik zurückzuführen ist. Aber auch in der Muttergesellschaft und den weiteren Tochtergesellschaften verlief die Entwicklung weiterhin sehr zufriedenstellend.

Das Vorsteuerergebnis konnte ebenfalls erneut stark gesteigert werden. Mit einem Anstieg von 19 % auf 1,10 Mio. € ist die Ergebnisentwicklung im ersten Halbjahr 2008 aber leicht unterproportional zu den Umsatzerlösen verlaufen. Dies ist vor allem auf die weiter gestiegenen Materialkosten und den Integrationsaufwand der Vaihinger Niveautechnik zurückzuführen. Nichtsdestotrotz lag der Auftragsbestand zum Stichtag mit über 2,7 Mio. € deutlich über dem Niveau per Ende des Geschäftsjahres 2007, was auf einen weiterhin positiven Geschäftsverlauf in 2008 schließen lässt.

Zudem wird sich der im ersten Quartal 2008 fertiggestellte Erweiterungsbau bemerkbar machen. Neben der Ausweitung der Produktionskapazitäten ist es dem Unternehmen möglich, die Produktionsabläufe zu optimieren und den Materialfluss zu verbessern, so dass sich Produktivitätssteigerungen bemerkbar machen sollten.

Neben der Erweiterung des Standortes Zwingenberg wurde auch am Standort Frankfurt eine Erweiterung vorgenommen, indem eine Nachbarimmobilie der Phoenix Messtechnik GmbH erworben wurde. Diese Maßnahme wurde mit dem Hintergrund der Integration der Vaihinger Niveautechnik unternommen, die im Laufe des Geschäftsjahres 2008 erfolgen soll.

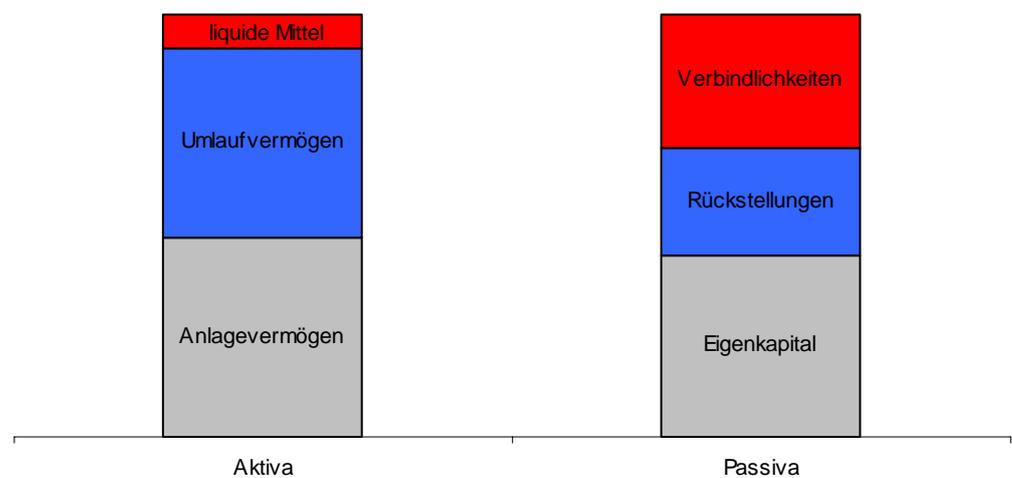
Zudem wurde Anfang 2008 eine Betriebsimmobilie mit 3.000 m² Nutzfläche in Shanghai erworben, um die dortige Tochtergesellschaft von den stark steigenden Mietpreisen unabhängig zu machen. Zudem wurde die Beteiligungsquote an der chinesischen Beteiligung von 70 % auf nunmehr 100 % erhöht.

Bilanzielle und finanzielle Situation

Die Bilanz stellte sich auch zum Ende des Geschäftsjahres 2007 weiterhin als sehr solide dar. Das Eigenkapital erhöhte sich auf Grund des guten operativen Verlaufs von zuvor 6,49 Mio. € auf 7,58 Mio. €. Die Eigenkapitalquote verringerte sich dagegen von 46,07 % auf 42,80 %.

Dies ist zu begründen mit der Ausweitung der Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten auf 3,69 Mio. €, die im Zusammenhang mit der Erweiterung der Produktionsstätten am Standort Zwingenberg sowie der Übernahme der Assets der Vaihinger Niveautechnik zu sehen sind. Zur Finanzierung dieser Maßnahmen wurden in 2007 Darlehen in Höhe von 2,71 Mio. € aufgenommen. Die Darlehen haben überwiegend Laufzeiten von länger als einem Jahr, womit keine außergewöhnlich kurzfristige Belastung der liquiden Mittel aus Tilgungsleistungen zu erwarten ist.

Bilanzrelationen zum 31.12.2007



Quelle: KSR Kuebler, GBC

Auf der Aktivseite rührt die wesentliche Veränderung ebenfalls aus der Übernahme der Vaihinger Niveautechnik sowie dem Neubau des Produktionsgebäudes in Zwingenberg. Hierdurch erhöhte sich das Anlagevermögen um 1,82 Mio. € auf 5,92 Mio. €. Im bisherigen Jahresverlauf 2008 sollte sich der Anteil des Sachanlagevermögens durch den Kauf der Betriebsimmobilie in Shanghai und die Grundstückserweiterung in Frankfurt noch weiter erhöhen.

Daneben erhöhten sich die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen um 0,73 Mio. € auf 3,18 Mio. € sowie die Vorräte um 1,08 Mio. € auf 4,13 Mio. €. Diese sind einerseits auf die Ausweitung der Geschäftstätigkeit und andererseits auf den Assetdeal mit der Vaihinger Niveautechnik zurückzuführen.

Die liquiden Mittel erhöhten sich von 1,31 Mio. € auf 1,44 Mio. €. Damit decken diese 8,15 % der Bilanzsumme ab, was einen sehr soliden Cash-Anteil darstellt.

Der operative Cash-Flow lag im Berichtszeitraum mit 1,39 Mio. € nochmals über dem bereits im Vorjahr starken Wert von 1,23 Mio. €. Dennoch lag der Free-Cash-Flow auf Grund des Asset Deals und der Baumaßnahmen mit 1,90 Mio. € im negativen Bereich. Dies wurde durch die Aufnahme der Bankdarlehen ausgeglichen.

Prognose und Modellannahmen

Angesichts der guten Entwicklung innerhalb des ersten Halbjahres 2008 und des anhaltend hohen Auftragsbestands ist davon auszugehen, dass auch zum Ende des Geschäftsjahres 2008 eine hohe Steigerung der Umsatzerlöse gegenüber dem Vorjahr erreicht werden kann. Dabei hat auch die im September 2007 per Asset Deal übernommene Vaihinger Niveautechnik einen wesentlichen Effekt, der sich nach unternehmenseigenen Angaben mit der Ausweitung des jährlichen Umsatzpotenzials von 2,5 bis 2,8 Mio. € bemerkbar macht. Wir rechnen daher für das Geschäftsjahr 2008 mit einem Umsatzwachstum von 11,79 % auf 24,50 Mio. €. Damit heben wir unsere bisherige Umsatzschätzung leicht an. Auch für 2009 passen wir unsere Umsatzprognosen leicht von 24,92 Mio. € auf 25,24 Mio. € nach oben an.

	2008e alt	2008e neu	2009e alt	2009e neu
Umsatzerlöse	24,19	24,50	24,92	25,24
EBITDA	3,00	3,15	3,12	3,28
EBITDA-Marge	12,39 %	12,86 %	12,50 %	13,00 %
EBIT	2,30	2,50	2,39	2,58
EBIT-Marge	9,49 %	10,20 %	9,58 %	10,23 %

Quelle: GBC

Gleichzeitig erwarten wir nun in 2008 und 2009 bei den Ergebnissen höhere als bisher angenommene Größenordnungen. Angesichts der Tatsache, dass unsere bisherigen EBITDA-Schätzungen für 2008 bereits in 2007 nahezu erreicht wurden, heben wir diese nun auf 3,15 Mio. € an. Für 2009 gehen wir von einer weiteren Steigerung des EBITDA auf 3,28 Mio. € aus. In einer ähnlichen Spanne passen wir auch unsere EBIT-Erwartungen für 2008 und 2009 nach oben an.

Entsprechend den gesteigerten Ergebniszahlen, bei gleichbleibenden Umsätzen, verbessern sich auch unsere Erwartungen bezüglich den Margen. So erhöht sich beispielsweise die von uns prognostizierte EBITDA-Marge für 2008 von 12,39 % auf nunmehr 12,86 %. Allerdings liegt diese damit unter der erzielten Größe in 2007. Auch für 2009 erwarten wir mit einer EBITDA-Marge von 13,00 %, dass das Margenniveau von 2007 nicht noch einmal erreicht wird.

Den margenbelastenden Effekt erwarten wir zum einen aus den Personalkosten und zum anderen aus den sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Von einer positiven Entwicklung gehen wir dagegen bei den Materialkosten aus. Die Rohstoffpreissituation sollte sich in den kommenden Quartalen weiter entspannen und die aktuell bemerkbare Entwicklung sich damit fortsetzen. Zudem erwarten wir auf Grund der getroffenen Investitionen eine maßgebliche Verbesserung der Effizienz durch optimierte Fertigungsprozesse und logistische Abläufe. Daraus sollten Skaleneffekte erzielbar sein, die einen positiven Beitrag liefern. Auch die Zugehörigkeit zur WIKA-Gruppe kann zu einer Margenverbesserung führen, in dem Volumeneffekte beim Einkauf bestimmter Materialien genutzt werden. Zudem ist derzeit bereits eine deutliche Entspannung auf den für die KSR KUEBLER relevanten Rohstoffmärkten zu spüren. Dies sollte ebenfalls zu Materialkostensenkungen führen.

Im Geschäftsjahr 2007 und im ersten Halbjahr 2008 wurden die Fertigungskapazitäten mit dem Hintergrund der Expansion des Unternehmens an den Standorten Zwingenberg, Frankfurt und Shanghai ausgebaut. Eine entspre-

chende Ausweitung der Mitarbeiterzahl ist indes noch nicht erfolgt. Wir erwarten daher, dass die Personalaufwendungen in 2008 und 2009 leicht überproportional zu den Umsatzerlösen ansteigen werden, da freie Kapazitäten gefüllt werden.

Auch bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen erwarten wir in 2008 eine Erhöhung. Nach 3,10 Mio. € im Vorjahr gehen wir davon aus, dass in 2008 3,80 Mio. € anfallen werden. Dies entspricht einer Kostenquote in Relation zum Umsatz von 15,50 % und läge damit um 1,34 % über dem Wert von 2007. Zu begründen ist der Anstieg mit den Kosten für die Integration der Vaihinger Niveautechnik in die Phönix Messtechnik GmbH. Auch Messekosten für zweijährig stattfindende Branchenmessen sind dabei berücksichtigt.

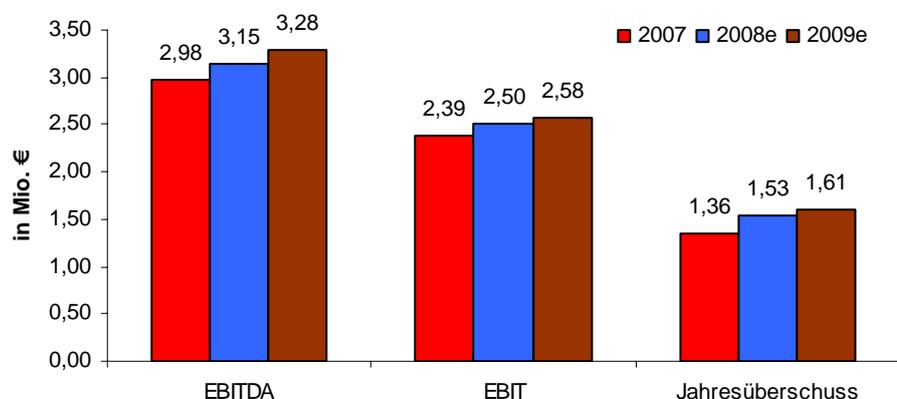
Die Abschreibungen werden sich nach unseren Prognosen von 0,59 Mio. € auf 0,65 Mio. € erhöhen. Dies steht im Zusammenhang mit dem neu errichteten Betriebsgebäude am Standort Zwingenberg und dem erworbenen Gebäude in Shanghai. Die Bebauung der erworbenen Nachbarimmobilie der Phönix Messtechnik in Frankfurt sollte darüber hinaus auch in 2009 zu einem weiteren leichten Anstieg der Abschreibungen führen.

Auf Grund der Aufnahme der Kredite zur Finanzierung der vorher genannten Erwerbe sowie der Übernahme der Assets der Vaihinger Niveautechnik, wird die Zinsbelastung im Geschäftsjahr 2008 zunehmen. Wir gehen davon aus, dass das Zinsergebnis in 2008 von -0,11 Mio. € auf -0,18 Mio. € ansteigen wird. Auch in 2009 erwarten wir eine nochmals erhöhte Zinsbelastung von 0,20 Mio. €, da wir erwarten, dass verstärkt Kontokorrentlinien zur Finanzierung des Working Capital-Bedarfs in Anspruch genommen werden müssen.

Die Steuerquote erwarten wir in den kommenden Jahren konstant bei Werten um die 30 %.

Da die chinesische Tochtergesellschaft in Shanghai in 2008 vollständig übernommen wurde, entfallen ab dem Geschäftsjahr 2008 die Minderheitenanteile vollständig. Den Jahresüberschuss erwarten wir daher bei 1,53 Mio. € in 2008 und 1,61 Mio. € in 2009, was Ergebnissen pro Aktie von 0,30 € und 0,32 € entspricht.

Umsatz- und Ergebnisprognosen



Quelle: GBC

Bewertung

DCF Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der KSR Kuebler AG 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. 4,50 % (zuvor: 4,35 %).

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 1,43 (zuvor: 1,37).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 12,40 % (zuvor: 11,90 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 75 % (zuvor: 60 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,39 % (zuvor: 9,00 %).

Kapitalkosten von
10,39 % ermittelt

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	12,40 %
Gewicht in %	75,00 %
Fremdkapitalkosten	6,00 %
Gewicht in %	25,00 %
Taxshield in %	25,00 %
WACC	10,39 %

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2010 - Phase 2	
Umsatzwachstum	3,0 %
EBITDA-Marge	13,0 %
Steuerquote	30,0 %
Working Capital in % vom Umsatz	25,8 %
Umsatz zu OAV	2,9
Abschreibungen vom OAV	8,1 %
Werttreiber - DCF Bewertung Endwert - Phase 3	
Umsatzwachstum	2,00 %
Kapitalrendite	12,4 %

Discounted Cashflow-Modell

Die KSR Kuebler AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF- Modells bewertet. Angefangen mit konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2008 bis 2009 in Phase Eins (siehe auch Seiten 11/12), erfolgt in den Jahren 2010 bis 2014 eine Verstetigung der Annahmen.

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 10,39 % (zuvor: 9,00 %) errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2009 entspricht als **Kursziel 2,74 €**

DISCOUNTED CASHFLOW Modellszenario KSR KUEBLER AG								
in Mio. EUR	GJ 2007e	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	Endwert
Umsatz	24,500	25,235	25,992	26,772	27,575	28,402	29,254	
Umsatzveränderung	11,8%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
EBITDA-Marge	12,9%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	
Abschreibungen	-0,650	-0,700	-0,697	-0,718	-0,740	-0,762	-0,785	
Abschreibungen vom OAV	7,3%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	
EBITA	2,500	2,581	2,682	2,762	2,845	2,930	3,018	
EBITA-Marge	10,2%	10,2%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	30,3%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
EBI (NOPLAT)	1,741	1,806	1,877	1,933	1,991	2,051	2,113	2,174
Working Capital	5,996	6,500	6,706	6,907	7,114	7,328	7,548	
Working Capital zu Umsatz	24,5%	25,8%	25,8%	25,8%	25,8%	25,8%	25,8%	
Operatives Anlagevermögen	8,850	8,610	8,868	9,134	9,408	9,690	9,981	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen	276,8%	293,1%	293,1%	293,1%	293,1%	293,1%	293,1%	
Investiertes Kapital (IK)	14,846	15,110	15,574	16,041	16,522	17,018	17,529	
Kapitalrendite	13,7%	12,2%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%
Free Cashflows:								
EBITDA	3,150	3,281	3,379	3,480	3,585	3,692	3,803	
Steuern auf EBITA	-0,759	-0,774	-0,804	-0,829	-0,853	-0,879	-0,905	
Investitionen in OAV	-1,584	-0,460	-0,955	-0,984	-1,014	-1,044	-1,076	
Veränderung des Working Capital	-1,158	-0,504	-0,206	-0,201	-0,207	-0,213	-0,220	
Investitionen in Goodwill	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
Freier Cashflow	-0,351	1,542	1,413	1,466	1,510	1,555	1,602	21,721

VALUATION in Mio. EUR	GJ 2006	GJ 2007e	GJ 2008e	GJ 2009e
Barwert expliziter FCFs	5,5683	6,4976	5,6304	4,8024
Barwert des Continuing Value	10,8714	12,0012	13,2485	14,6254
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	16,4397	18,4988	18,8789	19,4278
Nettoschulden (Net debt)	5,4470	6,1739	5,0833	4,1473
Barwert aller Optionsrechte	0,000	0,000	0,000	0,000
Wert des Eigenkapitals	10,993	12,325	13,796	15,281
Fremde Gewinnanteile	0,000	0,000	0,000	0,000
Wert des Aktienkapitals	10,993	12,325	13,796	15,281
Ausstehende Aktien in Mio.	5,035	5,035	5,035	5,035
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,18	2,45	2,74	3,03

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR	GJ 2007e	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Dividendenzahlung	-0,201	-0,252	-0,302	0,000
Aktienrückkäufe	0,000	0,000	0,000	0,000
Zinsaufwand/ertrag	-0,175	-0,200	-0,175	-0,150

Sensitivitätsanalyse Fairer Wert (ohne Abschlag) je Aktie in Euro

Fairer Wert (ohne Abschlag) pro Aktie liegt bei 2,74 €

		WACC				
		9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%
Kapitalrendite	8,4%	2,03	1,87	1,73	1,60	1,49
	10,4%	2,63	2,42	2,23	2,07	1,92
	12,4%	3,23	2,97	2,74	2,54	2,36
	14,4%	3,84	3,52	3,25	3,00	2,79
	16,4%	4,44	4,07	3,75	3,47	3,22

Abgesagter Börsengang und Großaktionärswechsel

Ende des Jahres 2007 sollte die KSR Kuebler AG den Weg an die Börse gehen. Erste Aufwendungen in Höhe von 0,17 Mio. € wurden dafür damals bereits getroffen. Jedoch wurde der Börsengang auf Grund des schwachen Kapitalmarktumfeldes abgesagt.

Stattdessen übernahm die Celbar GmbH, eine 100 %ige Tochtergesellschaft der WIKA Alexander Wiegand GmbH & Co. KG, zum 1. Mai 2008 die Anteile der bisherigen Großaktionärinnen TFG Capital AG und Konsortium AG. Beide Gesellschaften sind entsprechend als Investoren ausgeschieden. Damit ist die KSR KUEBLER nun ein Teil der WIKA-Gruppe, die ihrerseits eine der führenden Anbieter für Druck- und Temperaturmesstechnik weltweit ist. Mit mehr als 5.600 Mitarbeitern in 34 Ländern setzt die Unternehmensgruppe jährlich rund 500 Mio. € um. Rund 22 % der KSR Kuebler-Aktien befinden sich indes somit noch in den Händen von Free-Float-Aktionären.

Im Vorfeld des Erwerbs durch die Celbar GmbH unterbreitete die TFG Capital AG den freien Aktionären ein freiwilliges öffentliches Kaufangebot für 290.000 Aktien der KSR KUEBLER zu einem Preis von 2,35 € je Aktie. Der Zweck des Kaufangebots war in der Entflechtung der Aktionärsstruktur zu sehen, da die Aktien der KSR KUEBLER, trotz einer fehlenden Notierung an einer Börse, einen großen Streubesitz mit vielen Einzelaktionären aufwies.

Die auf Grund des Kaufangebots erhaltenen Aktien wurden im Rahmen der Veräußerung von der TFG an die Celbar GmbH weitergegeben. Zusammen mit den ebenfalls veräußerten Stücken der Konsortium AG beläuft sich der Anteilsbesitz der Celbar GmbH nun auf rund 77 %.

Angesichts der neuen Eigentümerstruktur halten wir einen Börsengang auch auf mittlerer Sicht inzwischen für sehr unwahrscheinlich und glauben, dass die KSR KUEBLER AG als Teil der WIKA-Gruppe unnotiert bleiben wird. Dies schränkt die Fungibilität der Aktien zukünftig deutlich ein.

Die Aktie kann zwar über das börsenunabhängige Wertpapierhandelshaus Valora Effekten Handel AG gehandelt werden. Dort wird der Kurs jedoch mit einem sehr großen Spread von derzeit circa 20 % gestellt. Aus diesem Grund und vor dem Hintergrund, dass wenig fungible Aktien im aktuell schwierigen Marktumfeld einen hohen Abschlag zugemessen bekommen, nehmen wir ebenfalls einen Abschlag von 20 % auf den von uns gemäß DCF-Modell ermittelten Wert von 2,74 € vor, woraus sich ein fairer Wert von 2,19 € ergibt. Hierbei wird der geringen Fungibilität durch die Nicht-Notierung an einer öffentlichen Börse und den hohen Spreads, zu dem die Aktie über die Valora Effekten Handel AG gehandelt werden kann, Rechnung getragen. Wenig fungible Aktien sind derzeit eigentlich nur für strategische Investoren interessant.

Sensitivitätsanalyse Fairer Wert je Aktie inkl. 20 % Bewertungsabschlag in Euro

		WACC				
		9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%
Kapitalrendite	8,4%	1,62	1,50	1,38	1,28	1,19
	10,4%	2,10	1,94	1,78	1,66	1,54
	12,4%	2,58	2,38	2,19	2,03	1,89
	14,4%	3,07	2,82	2,60	2,40	2,23
	16,4%	3,55	3,26	3,00	2,78	2,58

Fazit

Die KSR KUEBLER AG konnte die positive Entwicklung der Vorjahre auch im Geschäftsjahr 2007 fortsetzen und eine Umsatzsteigerung von 16,67 % erreichen. Überproportional dazu schaffte es das Unternehmen, die Ergebnisse zu verbessern. So kletterte das EBIT deutlich überproportional zu den Umsatzerlösen um 59,69 % auf 2,39 Mio. € Auch die Margen wurden im Zuge dessen ordentlich gesteigert. Die EBIT-Marge legte von 7,96 % auf 10,90 % zu.

Ähnlich setzte die KSR KUEBLER die Entwicklung im ersten Halbjahr 2008 fort. Auch in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres erreichte das Unternehmen eine neuerliche Umsatzsteigerung um 21 % und ein Plus beim Vorsteuerergebnis von 19 %. Unterdessen beläuft sich auch der Auftragsbestand auf einem weiterhin hohem Niveau.

Um dem steigenden Produktionsbedarf gerecht zu werden und die Expansion voranzutreiben, hat die KSR KUEBLER im Geschäftsjahr 2007 und 2008 ihre Produktionskapazitäten weiter ausgebaut. Dafür wurde am Standort Zwingenberg ein neues Betriebsgebäude mit einer Gesamtfläche von 2.500 m² errichtet. Dieses soll neben den erweiterten Kapazitäten auch den Materialfluss verbessern und zu einem effizienteren Produktionsablauf führen. Um die im September 2007 übernommenen Assets der Vaihinger Niveautechnik am Standort Frankfurt bei der Phönix Messtechnik GmbH zu integrieren, wurde darüber hinaus eine Nachbarimmobilie, an das bisherige Grundstück grenzend, erworben. Schließlich ist auch in Shanghai, dem Standort der chinesischen Tochtergesellschaft, ein Produktionsgebäude gekauft worden. Dieser Erwerb dient vor allem der Mietensparung, da die Mietentwicklung in China derzeit sehr rasant voranschreitet.

Unterstützend für die geplante weitere Expansion des Unternehmens dürfte die neue Großaktionärin Celbar GmbH tätig werden. Celbar ist eine 100 % ige Tochtergesellschaft der WIKA-Gruppe, eines der führenden Unternehmen weltweit für Druck- und Temperaturmesstechnik. Eine Zusammenarbeit sollte vor allem zu Synergien in den Bereichen Vertrieb und Einkauf führen.

Im Zuge der guten Entwicklung des Unternehmens haben wir unsere Ergebnisschätzungen nach oben angepasst. Jedoch erwarten wir für die kommenden Jahre, dass die hohe Margensituation aus 2007 nicht gehalten werden kann. Vor allem Integrationsaufwendungen und Personaleinstellungen sollten zu leicht niedrigeren Margen als 2007 führen.

Entsprechend dem hohen Working Capital-Zuwachs durch die Übernahmen der Phönix Messtechnik und der Assets der Vaihinger Niveautechnik sowie dem ausgeweiteten Geschäftsvolumen, gehen wir in den kommenden Jahren von einer leicht niedrigeren Kapitalrendite aus als bisher. Zudem erhöhten sich die Kapitalkosten von 9,00 % auf nunmehr 10,39 %. Zudem nehmen wir auf den gemäß DCF-Modell ermittelten Wert einen Abschlag in Höhe von 20 % vor, um dem schwierigen Börsenumfeld, der geringen Fungibilität und den hohen Spreads, zu dem die Aktie über die Valora Effekten Handel AG gehandelt werden kann, Rechnung getragen. In Folge dessen passen wir unsere bisherige Bewertungsindikation von 3,31 € auf nunmehr 2,19 € nach unten an.

Darüber hinaus stellen wir das Coverage auf Grund des nicht erfolgten Börsengangs mit diesem Update 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 Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
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 möglichen Interessenskonflikten 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:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chef-Analyst

§ 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[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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