



Researchstudie (Anno)



Stand 13.08.2009

Fairer Wert: 1,70 €

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

Auftrag

Die GBC AG wurde mit Auftrag vom 05. August 2009 von der KSR KUEBLER AG zur Erstellung einer Researchstudie (Anno) mandatiert. Diese Studie soll analog zu den Studien vom 20.11.2007 und 02.10.2008 erstellt werden und eine Bewertungsindikation auf Basis des Geschäftsberichtes 2008 beinhalten.

Der Durchführung des Auftrags und unserer Verantwortlichkeit, auch im Verhältnis zu Dritten, liegen unsere Allgemeinen Auftragsbedingungen für den Bereich Research (Stand 1.6.2002) zu Grunde. Diese sind am Ende des Dokuments beigefügt. Die Studie wurde auf Basis der Finanzanalyseverordnung erstellt.

Augsburg, den 13.08.2009

Manuel Hölzle, Dipl. Kfm.
Chefanalyst GBC AG

Für diese Analyse verantwortliche Analysten:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH)
Finanzanalyst

Manuel Hölzle, Dipl. Kfm.
Chefanalyst GBC AG

KSR KUEBLER Niveau-Messtechnik AG*⁵

Fairer Wert:
1,70 €

13. August 2008

Kurs zum 12.08.2009,
16:30 Uhr, Valora Ef-
fekten: 2,61 € (Geld)

Letzter fairer Wert:

2,19 €
(vom 02.10.2008)

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 Inter-
essenskonflikte auf S. 17

Unternehmensprofil:

Branche: Messtechnik
Fokus: Schwimmermagnetschal-
ter, Bypass-Niveaustandanzeiger,
Niveaumesswertgeber

Mitarbeiter: 265 (31.12.2008)

Firmensitz: Zwingenberg, D

Gründung: 1962

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

WKN: 633550

ISIN: DE0006335508

Börsenkürzel: KSK

Anzahl Aktien: 6,918 Mio.

Marktkap.: 18,06 Mio. €

Streubesitz: 22 %

52 W Hoch: 3,35 €

52 W Tief: 2,51 €



KSR-Kuebler AG - Messtechnik (Komplett)
zuletzt gehandelte Briefkurse in EUR (normalisiert)



In Mio. €	2007	2008	2009e	2010e
Umsatz	21,92	25,73	24,83	26,87
EBITDA	2,98	1,37	2,27	2,91
EBIT	2,39	0,78	1,52	2,06
Jahresüberschuss	1,36	0,28	0,86	1,27
In €				
Gewinn je Aktie**	0,27	0,04	0,12	0,18
Dividende je Aktie**	0,04	0,04	0,04	0,04
In %				
EBITDA-Marge	13,60 %	5,33 %	9,13 %	10,82 %
EBIT-Marge	10,90 %	3,04 %	6,11 %	7,66 %
Dividendenrendite	1,53 %	1,53 %	1,53 %	1,53 %
Kennzahlen***				
EV/Sales	0,86	0,91	0,94	0,87
EV/EBITDA	6,30	17,00	10,28	8,02
KGV	9,69	63,58	21,08	14,18
KBV (31.12.2008)	1,63			

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

** Aktienanzahl ab GJ 2008 6,918 Mio., zuvor 5.035 Mio.

*** Berechnung auf Basis festgestellter Geldkurs bei Valora Effekten

Highlights:

- Organisches als auch anorganisches Wachstum im GJ 2008
- Bereinigte Ergebniskennzahlen über Vorjahreswerten
- Ergebnis in 2008 durch Sondereffekte belastet
- Expansion der Gesellschaft weiter vorangetrieben, dennoch Senkung unserer Prognosen auf Grund Konjunkturmilieu
- Fairer Wert von 2,19 € (vor Abschlag: 2,74 €) auf 1,70 € (vor Abschlag: 2,12 €) reduziert

Inhaltsangabe

Unternehmen

Profil	5
Aktionärsstruktur.....	5

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick	6
Geschäftsentwicklung 2008.....	7
Umsatzentwicklung.....	7
Ergebnisentwicklung.....	8
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	9
SWOT-Analyse.....	10
Prognose und Modellannahmen.....	11
Umsatzprognosen.....	11
Ergebnisprognosen.....	12

Bewertung/ Fazit

DCF-Bewertung.....	13
Bestimmung der Kapitalkosten	13
Discounted Cashflow-Modell.....	14
Fazit	15

Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	16
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	18

Unternehmen

Profil

Die KSR KUEBLER Niveaumesstechnik 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 den Anlagen- und Maschinenbau bis hin zur Lebensmittelindustrie und der Umwelttechnik.

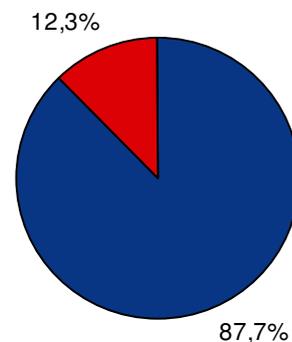
Das Unternehmen ist international aufgestellt und verfügt über Tochtergesellschaften in England, Frankreich, Singapur, China und den USA. Durch gezielte Übernahmen konnte sich das Unternehmen bereits in der Vergangenheit als aktiver Konsolidierer am Markt etablieren und möchte diese Strategie in dem 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	87,7 %
Free-Float	12,3 %
Summe	100,0 %

Aktionärsstruktur



Quelle: KSR KUEBLER AG

■ Celbar GmbH ■ Free-Float

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. Im Zuge eines Übernahmeangebots an die freien Aktionäre erhöhte sich der Stimmrechtsanteil der Celbar GmbH auf nunmehr rund 87,7 %. Rund 12,3 % der KSR KUEBLER-Aktien befinden sich indes noch in den Händen von Free-Float-Aktionären.

Mit Beschluss vom 20.11.2008 wurde vom genehmigten Kapital Gebrauch gemacht und das Grundkapital im Zusammenhang mit der Sacheinlage der KUEBLER France S.A. um 1.882.846 € auf 6.918.196 € erhöht.

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2007		GJ 2008		GJ 2009e		GJ 2010e	
Umsatzerlöse	21,916	100,00%	25,726	100,00%	24,826	100,00%	26,874	100,00%
Bestandsveränderungen	-0,104	-0,47%	0,056	0,22%	-0,100	-0,40%	-0,020	-0,07%
aktivierte Eigenleistungen	0,005	0,02%	0,002	0,01%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
sonstige betriebliche Erträge	0,072	0,33%	0,253	0,98%	0,250	1,01%	0,150	0,56%
Materialaufwand	-7,652	-34,92%	-10,380	-40,35%	-8,409	-33,87%	-9,146	-34,03%
Rohergebnis	14,237	64,96%	15,657	60,86%	16,566	66,73%	17,857	66,45%
Personalaufwand	-8,153	-37,20%	-9,926	-38,58%	-10,150	-40,89%	-10,750	-40,00%
Abschreibungen	-0,591	-2,70%	-0,589	-2,29%	-0,750	-3,02%	-0,850	-3,16%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-3,104	-14,16%	-4,360	-16,95%	-4,150	-16,72%	-4,200	-15,63%
EBIT	2,389	10,90%	0,782	3,04%	1,516	6,11%	2,057	7,66%
Erträge aus Ausleihungen des Finanzanlagevermögens	0,003	0,01%	0,005	0,02%	0,005	0,02%	0,005	0,02%
Zinserträge	0,026	0,12%	0,034	0,13%	0,045	0,18%	0,050	0,19%
Zinsaufwendungen	-0,131	-0,60%	-0,252	-0,98%	-0,250	-1,01%	-0,200	-0,74%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	2,287	10,44%	0,569	2,21%	1,316	5,30%	1,912	7,12%
außerordentliches Ergebnis	-0,167	-0,76%			0,000	0,00%	0,000	0,00%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,660	-3,01%	-0,228	-0,89%	-0,395	-1,59%	-0,574	-2,13%
sonstige Steuern	-0,021	-0,10%	-0,018	-0,07%	-0,025	-0,10%	-0,025	-0,09%
Jahresüberschuss	1,439	6,57%	0,323	1,26%	0,896	3,61%	1,314	4,89%
Anteile anderer Gesellschafter am Gewinn	-0,083	-0,38%	-0,039	-0,15%	-0,040	-0,16%	-0,040	-0,15%
Konzernjahresüberschuss	1,356	6,19%	0,284	1,10%	0,856	3,45%	1,274	4,74%
EBITDA	2,980		1,371		2,266		2,907	
In %	13,60		5,33		9,13		10,82	
EBIT	2,389		0,782		1,516		2,057	
In %	10,90		3,04		6,11		7,66	
Ergebnis je Aktie in €	0,27		0,04		0,12		0,18	
Dividende je Aktie in €	0,04		0,04		0,04		0,04	

Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. €) IFRS	Bilanzstichtag: 31.12.2006	Bilanzstichtag: 31.12.2007	Bilanzstichtag: 31.12.2008
Operatives Anlagevermögen *	6,16	7,92	10,65
Working Capital*	3,11	4,84	5,68
Zinsbare Verbindlichkeiten*	4,59	7,03	9,35
Finanzvermögen *	1,44	1,59	4,18
Nettoverschuldung*	3,16	5,45	5,17
Eigenkapitalquote in %	46,07	42,80	46,50
Gezeichnetes Kapital	5,035	5,035	6,918
Aktienanzahl	2,52	5,04 ³	6,92
Bilanzsumme	14,08	17,72	23,96

* gemäß GBC-Berechnungen

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

Geschäftsentwicklung 2008

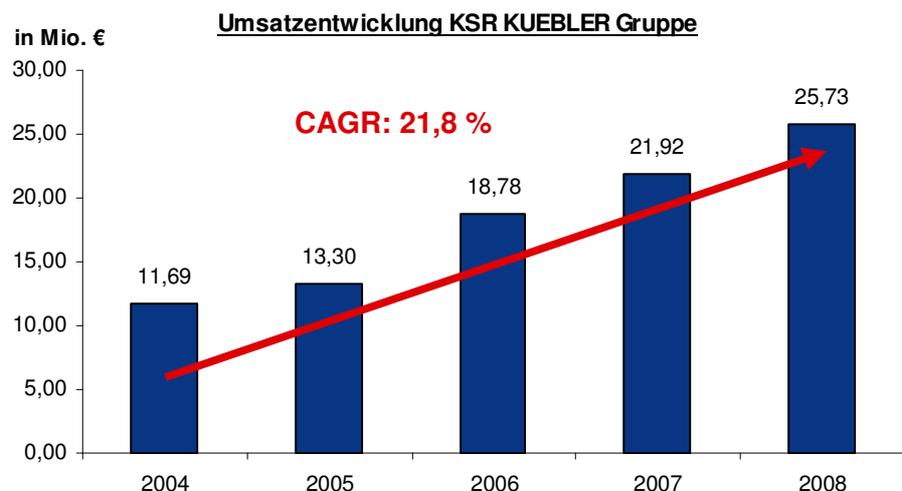
Umsatzentwicklung

Die Umsatzerlöse der KSR KUEBLER Gruppe (KSR KUEBLER) lagen im Geschäftsjahr 2008 um 17,4 % über dem Vorjahreswert. Dabei ist jedoch nicht das gesamte Wachstum organisch erzielt worden. Vielmehr steuerte die zum 01.09.2007 übernommene und in die Tochtergesellschaft Phönix Messtechnik GmbH eingebrachte Vaihinger Niveau-Messtechnik einen Umsatzbeitrag von 2,5 Mio. € bei. Das organische Wachstum lag dementsprechend bei 6,0 %, was allerdings in Anbetracht der im dritten Quartal eingesetzten Verlangsamung der Konjunktur als sehr gutes Resultat zu werten ist. Das ist insbesondere mit Hinblick darauf zu sehen, dass die Konjunkturkrise insbesondere die zyklischen Kundengruppen der KSR KUEBLER bspw. aus dem Maschinenbau oder der chemischen Industrie besonders stark getroffen hat.

Insgesamt, also inklusive der Vaihinger Niveau-Messtechnik GmbH, steuerte die Phönix Messtechnik GmbH einen Umsatz von 6,2 Mio. € bei und lag damit leicht über den Planungen. Die Muttergesellschaft KSR KUEBLER AG erwirtschaftete im GJ 2008 Umsatzerlöse von 17,2 Mio. €, die damit um 12,4 % über dem Vorjahreswert von 15,3 Mio. € lagen.

Regional gesehen war vor allem das Wachstum in Deutschland und außerhalb Europas (überwiegend Asien) stark. Während die Umsätze in Deutschland um 17,6 % gegenüber dem GJ 2007 kletterten, lag das Wachstum außerhalb Europas sogar bei 42,1 %. Besonders in China lag das Umsatzwachstum mit 32 % auf einem besonders hohen Niveau. Hierzu trugen unter anderem die in den Vorjahren durchgeführte Umstrukturierung der Shanghai Kuebler Automation Instruments Co. Ltd. sowie die Aufstockung der Anteile an dem Unternehmen von 70 % auf 100 % bei.

Der Umsatzanteil in China erhöhte sich auf Grund dessen merklich von 20,8 % im Vorjahr auf nunmehr 25,2 %. Größter Absatzmarkt war aber auch im GJ 2008 nach wie vor Deutschland mit einem Umsatzanteil von 50,8 %. Das restliche Europa steuerte ebenfalls rund ein Viertel zu den Umsätzen bei.



Quelle: KSR KUEBLER, GBC

Ergebnisentwicklung

Auf den ersten Blick war die Ergebnissituation der KSR KUEBLER im GJ 2008 nicht zufriedenstellend. Nach einem EBIT von 2,4 Mio. € im Vorjahr, lag dieses im abgelaufenen GJ bei 0,8 Mio. €. Jedoch war das Ergebnis in 2008 durch mehrere einmalige Sondereffekte geprägt, so dass ein unbereinigter Vergleich der Ergebniszahlen zu keiner treffenden Aussage führt.

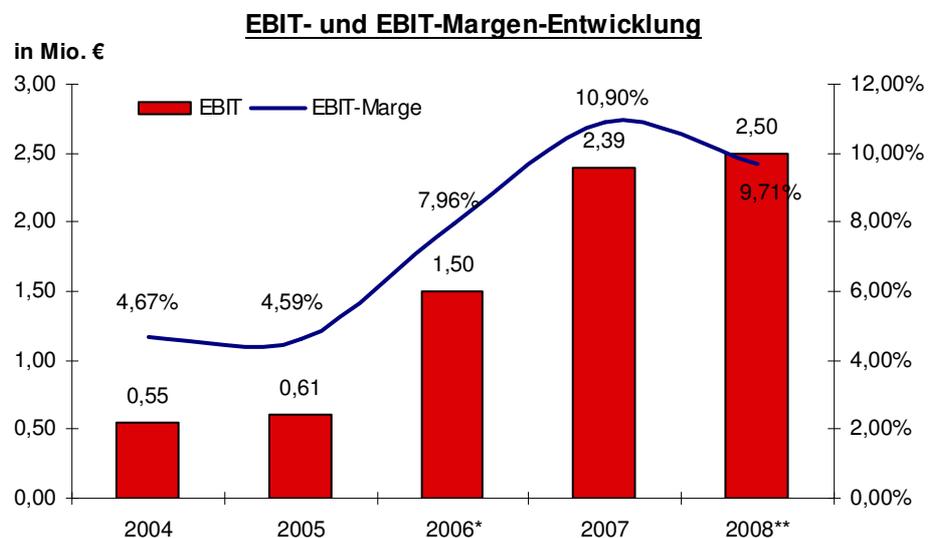
So wurden im Rahmen der Integration der Vaihinger Niveautechnik Abschreibungen auf Materialbestände vorgenommen, die als nicht mehr wert-haltig identifiziert wurden. Auch in der AG wurde Vorratsvermögen neu be-wertet. Insgesamt führten die Neubewertungen auf Konzernebene zu einer Belastung der Materialkosten in Höhe von rund 1,2 Mio. €. Des Weiteren wurde der Zinssatz zur Berechnung der Pensionsrückstellungen angepasst, woraus ein einmaliger mathematischer Aufwandseffekt in Höhe von 0,5 Mio. € entstand. Bereinigt um diese Effekte lag das EBIT bei 2,5 Mio. € und damit um 4,6 % über dem Vorjahresniveau.

Der leicht unterproportionale Zuwachs des bereinigten EBIT im Verhältnis zum organischen Wachstum ist vor allem auf erhöhte sonstige betriebliche Aufwendungen zurückzuführen. So unternahm das Unternehmen verstärkte Vertriebsaktivitäten im Exportbereich. Außerdem waren gestiegene Instand-haltungs- und Reparaturkosten durch den Neubau in Zwingenberg zu ver-zeichnen.

Auch die EBIT-Marge, unter Berücksichtigung der Bereinigung, lag zum En-de des GJ 2008 mit 9,7 % nur leicht unter dem Vorjahresniveau von 10,9 %. Der Rückgang ist mit den erhöhten sonstigen betrieblichen Aufwendungen zu begründen, welche durch verschiedene Einmaleffekte belastet wurden.

Während die Abschreibungen gegenüber dem Vorjahr mit 0,6 Mio. € nahezu unverändert blieben, sank das Zinsergebnis von -0,1 auf -0,2 Mio. €. Dies ist im Zuge der Ausweitung der Kreditbestände von 3,7 Mio. € auf 5,1 Mio. € zu sehen und wurde zur Finanzierung der Investitionen in die Betriebsgebäude in Frankfurt, Shanghai und Zwingenberg vorgenommen.

Unterm Strich lag der Jahresüberschuss mit 0,3 Mio. € deutlich unter dem Vorjahreswert von 1,3 Mio. €. Vor Bewertungsänderungen wäre das Ergeb-nis jedoch über dem Vorjahresniveau gelegen.



Quelle: KSR KUEBLER, GBC; * vor Sonderertrag in Höhe von 0,4 Mio. €, ** vor Bewertungsänderungen

Bilanzielle und finanzielle Situation

Im November 2009 führte die KSR KUEBLER AG eine Sachkapitalerhöhung um 1.882.846 € auf 6.918.196 € durch. Im Zuge dieser Kapitalmaßnahme wurde die KSR Kubler France S.A. eingebracht. Zudem erhöhte sich das Sachanlagevermögen durch die Fertigstellung des Neubaus am Standort der Muttergesellschaft in Zwingenberg, durch den Erwerb der Betriebsimmobilie in China sowie durch die Erweiterung der Betriebsimmobilie im Rahmen der Integration der Vaihinger Niveautechnik. Insgesamt stieg das Sachanlagevermögen im Zuge dessen von 5,9 Mio. € auf 8,8 Mio. €.

Die Finanzierung der Ausweitung des Anlagevermögens wurde zum einen durch die Sachkapitalerhöhung, wodurch dem Unternehmen 2,1 Mio. € an liquiden Mitteln zufließen, und zum anderen durch die Aufnahme von Bankverbindlichkeiten finanziert. Die Bankverbindlichkeiten erhöhten sich daher von 3,7 Mio. € auf 5,1 Mio. €. Trotz der Ausweitung der Bankverschuldung macht diese mit 21,4 % der Bilanzsumme aber immer noch einen sehr geringen Umfang aus.

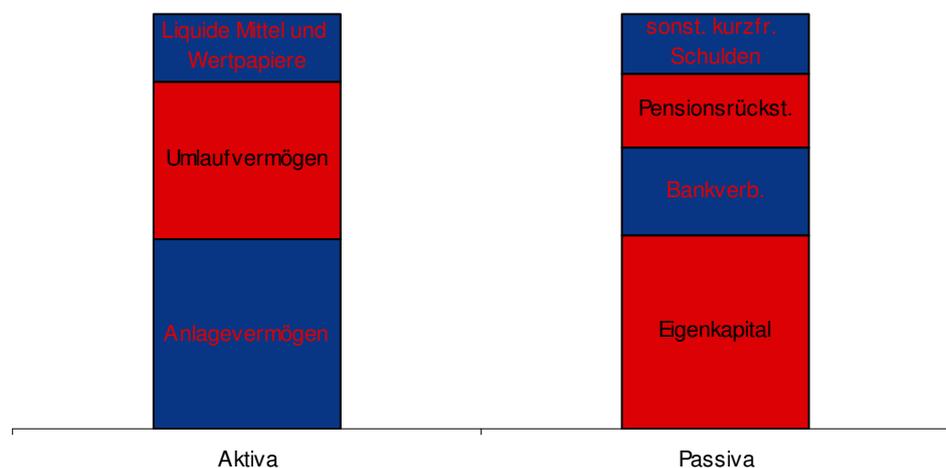
Zudem erhöhten sich die Pensionsrückstellungen von 3,3 Mio. € auf 4,2 Mio. €, was zum Einen auf die Übernahme der KUBLER France S.A. und zum Anderen auf die Änderung des Zinssatzes zur Berechnung der Pensionsrückstellungen zurückzuführen ist.

Den größten Einzelposten der Passivseite stellt weiterhin das Eigenkapital dar. Mit 11,2 Mio. € Eigenkapital beträgt die Eigenkapitalquote 46,5 % und hat sich gegenüber dem 31.12.2007 um 3,7 %-Punkte verbessert. Hierbei spielte vor allem die durchgeführte Kapitalerhöhung eine Rolle. Aber auch der Jahresüberschuss erhöhte das Eigenkapital weiter.

Auf der Aktivseite erhöhten sich zudem die liquiden Mittel im Rahmen der Kapitalerhöhung, der weiteren Darlehensaufnahme sowie dem positiven operativen Cash-Flow in Höhe von 1,1 Mio. €. Nach 1,4 Mio. € zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres 2008 verfügte die KSR KUEBLER nun über einen Finanzmittelbestand, inklusive in Geldmarktfonds investierte Mittel, von 3,9 Mio. €.

Insgesamt hat sich an der soliden bilanziellen und finanziellen Situation des Unternehmens gegenüber dem Vorjahresstichtag keine Änderungen ergeben.

Bilanz KSR KUEBLER Gruppe



Quelle: KSR KUEBLER, GBC

SWOT - ANALYSE KSR KUEBLER AG

Stärken

- Internationale Präsenz über mehrere Tochtergesellschaften
- Solide Kapitalausstattung und geringe Verschuldung
- Renommierte Kunden mit langjährigen Geschäftsverbindungen
- Breit gestreute Kundenstruktur minimiert Abhängigkeit von Konjunkturzyklen
- Starker strategischer Großaktionär mit über 87 % beteiligt

Schwächen

- Nur kleine Unternehmensgröße
- Relativ hohe Pensionsrückstellungen belasten Zinsergebnis
- Hohe Abhängigkeit von Rohstoffpreisen für Stahl und Titan
- Sehr geringe Fungibilität der Aktie

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 und damit einhergehender Wettbewerbsdruck könnte sich negativ auf die Margen auswirken
- Hohe Abhängigkeit von zyklischen Abnehmerbranchen

Prognose und Modellannahmen

Umsatzprognosen

Die Kunden der KSR KUEBLER stammen zu einem großen Teil aus der Maschinenbauindustrie und der (petro)chemischen Industrie. Diese Branchen waren weitgehend den Konjunkturschwankungen stark ausgesetzt, wie an den Branchenzahlen für das erste Halbjahr 2009 abzulesen ist. So lag der Auftragseingang im deutschen Maschinen- und Anlagenbau laut dem Verband Deutscher Maschinen und Anlagenbauer (VDMA) im Juni um real 46 % unter dem Vorjahresniveau. Auch in der chemischen Industrie zeichnet sich ein ähnliches Bild. Die Chemieproduktion ging laut dem Verband der Chemischen Industrie (VCI) im ersten Halbjahr 2009 um 15,5 % zurück und fiel damit wieder auf das Niveau des Jahres 2003.

Inzwischen wird von einer leichten allgemeinen Erholung der konjunkturellen Lage ausgegangen, wenngleich diese auf dem aktuellen Stand nur moderat ausfallen soll. Zumindest kann aktuell von einer Bodenbildung ausgegangen werden.

	2008e(GBC)	2008a	2009e alt	2009e neu	2010e
Umsatzerlöse	24,50	25,73	25,24	24,83	26,87
EBITDA	3,15	3,09*	3,28	2,27	2,91
EBITDA-Marge	12,86 %	12,01 %*	13,00 %	9,13 %	10,82 %
EBIT	2,50	2,50*	2,58	1,52	2,06
EBIT-Marge	10,20 %	9,71 %*	10,23 %	6,11 %	7,66 %

Quelle: KSR KUEBLER, GBC; *bereinigt um Sondereffekte aus Bewertungsänderungen

Auf Basis der Umsatzerlöse konnte die KSR KUEBLER unsere Prognosen für das Geschäftsjahr 2008 übererfüllen, was auch auf das anorganische Wachstum zurückzuführen war. Unsere Ergebnisprognosen (bereinigt um Sondereffekte aus Bewertungsänderungen) wurden des Weiteren nahezu erfüllt.

Die Auswirkungen der Konjunkturkrise machten sich bei KSR KUEBLER im Q4 2008 bemerkbar, als die Auftragseingänge merklich rückläufig waren. Auch im Q1 2009 setzte sich diese Entwicklung fort und es war zum Ende des Q1 ein deutlich reduzierter Bestand an Aufträgen gegenüber dem Vorjahresstichtag zu verzeichnen.

Auch wenn sich die konjunkturelle Lage im weiteren Jahresverlauf nicht wesentlich verbessern sollte, wird sich der Umsatzrückgang im GJ 2009 gemäß unseren Erwartungen nur im niedrigen einstelligen Bereich einpendeln. Der Grund hierfür ist vor allem anorganisches Wachstum. Ab 2009 wird beispielsweise die im November 2008 erworbene KUEBLER France S.A. auch ergebnisseitig konsolidiert, woraus ein positiver Umsatz- und Ergebnisbeitrag resultieren sollte. In 2008 erwirtschaftete die Tochter einen Umsatz von etwa 3,8 Mio. €.

Wir erwarten daher trotz einem schwächeren Start ins neue Jahr, mit Umsatzrückgängen im zweistelligen Prozentbereich, ein Umsatzniveau zum Ende des Geschäftsjahres 2009 von 24,8 Mio. €. Unsere bisherige Prognose haben wir damit leicht von 25,2 Mio. € um 1,6 % reduziert. Im darauffolgenden Geschäftsjahr 2010 erwarten wir eine Rückkehr zu deutlich stärkeren Wachstumswerten. Mit einem Zuwachs von erwarteten 8,3 % sollte dann ein Umsatzniveau von 26,9 Mio. € erreichbar sein. Bei diesen Annahmen haben wir kein weiteres anorganisches Wachstum angenommen.

Ergebnisprognosen

Schon bevor die Konjunkturkrise begann, hat KSR KUEBLER eine Reihe von Maßnahmen eingeleitet, um die Effizienz innerhalb des Unternehmens zu verbessern. So wurden mit dem Neubau der Produktionsflächen am Standort Zwingenberg die Produktionssysteme verbessert und machen sich bereits in 2008 bemerkbar. Gleichzeitig wurde im Unternehmen die Kaizen-Philosophie umgesetzt, eine Form der Unternehmensführung, mit Hilfe derer ein kontinuierlicher Verbesserungsprozess im Unternehmen verfolgt soll.

Bereinigt um Sondereffekte konnte die KSR KUEBLER auch im GJ 2008 eine Rohertragsmarge von über 65 % erreichen. Wir gehen davon aus, dass sich die Effizienz steigernden Maßnahmen nun im GJ 2009 entsprechend noch merklicher auswirken werden. Daher erwarten wir eine Steigerung der Rohertragsmarge auf 67,0 %. Auch die Reduzierung der Rohstoffpreise (insbesondere Stahl), verglichen mit dem Vorjahresdurchschnitt, sollte dabei eine Rolle spielen.

Dagegen erwarten wir bei den Personalkosten einen Anstieg auf rund 10,2 Mio. €. Die Konsolidierung der KSR KUEBLER France S.A. ist hierbei ein wesentlicher Grund. Gegenüber dem um die Effekte aus der Zinssatzänderung zur Berechnung der Pensionsrückstellungen bereinigten Personalaufwendungen in 2008 erwarten wir damit einen Anstieg um 0,8 Mio. € bzw. rund 8 %.

Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen gehen wir im Gegensatz dazu von einem Rückgang von 4,4 Mio. € in 2008 auf 4,2 Mio. € aus. Hierbei sollte sich vor allem der Wegfall der Instandhaltungskosten für den Neubau in Zwingenberg bemerkbar machen. Entsprechend sollte sich die Kostenquote leicht von 16,9 % auf 16,8 % reduzieren. Der vergleichsweise geringe Rückgang der Quote ist auf das verminderte Umsatzniveau zurückzuführen, als auch auf den erwarteten absoluten Anstieg der Kostenposition im Zuge der Einbeziehung der KSR KUEBLER France S.A.

Bei den Abschreibungen wird sich im Zuge der Immobilienerwerbe in Shanghai und Frankfurt, dem Neubau in Zwingenberg sowie der Einbeziehung der französischen Tochter eine Erhöhung auf schätzungsweise 0,8 Mio. € ergeben.

Beim EBIT gehen wir davon aus, dass dieses im GJ 2009 bei rund 1,5 Mio. € liegen wird und damit knapp 1 Mio. € unter dem bereinigten EBIT des Vorjahres. Das verminderte Umsatzniveau als auch die erhöhten Kostenpositionen im Personalbereich sind hierbei die maßgeblichen Faktoren. Entsprechend gehen wir auch von einem Rückgang der EBIT-Marge von bereinigt 9,7 % auf 6,1 % aus. Gegenüber unserer bisherigen Prognose entspricht dies einer der Konjunkturkrise geschuldeten Rücknahme der EBIT-Erwartung um 41,1 %. In 2010 erwarten wir dagegen bereits wieder einen merklichen Anstieg der EBIT-Marge auf dann 7,7 %, was im Zusammenhang mit dem dann wieder erwarteten dynamischer wachsenden Umsatz und der einhergehenden Fixkostendegression zu sehen ist.

Auch beim Vorsteuerergebnis sollte sich der Rückgang gegenüber dem Vorjahr in einer ähnlichen Größenordnung bewegen. Nach 2,3 Mio. € (bereinigt um Sondereffekte aus Bewertungsveränderungen) in 2008 erwarten wir in 2009 ein Vorsteuerergebnis von 1,3 Mio. €.

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. 3,50 % (zuvor: 4,50 %).

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 1,39 (zuvor: 1,43).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,16 % (zuvor: 12,40 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80 % (zuvor: 75 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,83 % (zuvor: 10,39 %).

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	11,16 %
Gewicht in %	80,00 %
Fremdkapitalkosten	6,00 %
Gewicht in %	20,00 %
Taxshield in %	24,99 %
WACC	9,83 %

KSR KUEBLER AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	11,0%	ewige EBITA - Marge	8,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	8,0%	effektive Steuerquote im Endwert	32,0%
Working Capital zu Umsatz	17,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio.	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	
Umsatz (US)	24,83	26,87	28,22	29,63	31,11	32,67	34,30	36,01	
US Veränderung	-3,5%	8,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,36	2,53	2,60	2,71	2,82	2,92	2,98	3,09	
EBITDA	2,27	2,91	3,10	3,26	3,42	3,59	3,77	3,96	
EBITDA-Marge	9,1%	10,8%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
EBITA	1,52	2,06	2,25	2,39	2,55	2,71	2,88	3,04	
EBITA-Marge	6,1%	7,7%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	8,4%	8,5%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,48 31,9%	-0,64 31,3%	-0,72 32,0%	-0,77 32,0%	-0,82 32,0%	-0,87 32,0%	-0,92 32,0%	-0,97 32,0%	-0,97 32,0%
EBI (NOPLAT)	1,03	1,41	1,53	1,63	1,73	1,84	1,96	2,07	
Kapitalrendite	6,3%	9,2%	10,1%	10,4%	10,8%	11,3%	11,7%	11,9%	11,9%
Working Capital (WC)	4,80	4,57	4,80	5,04	5,29	5,55	5,83	6,12	
WC zu Umsatz	19,3%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	
Investitionen in WC	0,88	0,23	-0,23	-0,24	-0,25	-0,26	-0,28	-0,29	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	10,51	10,64	10,86	10,94	11,03	11,20	11,50	11,65	
AFA auf OAV	-0,75	-0,85	-0,85	-0,87	-0,87	-0,88	-0,89	-0,92	
AFA zu OAV	7,1%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
Investitionen in OAV	-0,61	-0,98	-1,07	-0,95	-0,97	-1,05	-1,19	-1,07	
Investiertes Kapital	15,31	15,21	15,65	15,97	16,32	16,75	17,33	17,77	
EBITDA	2,27	2,91	3,10	3,26	3,42	3,59	3,77	3,96	
Steuern auf EBITA	-0,48	-0,64	-0,72	-0,77	-0,82	-0,87	-0,92	-0,97	
Investitionen gesamt	0,27	-0,75	-1,30	-1,19	-1,22	-1,31	-1,47	-1,36	
Investitionen in OAV	-0,61	-0,98	-1,07	-0,95	-0,97	-1,05	-1,19	-1,07	
Investitionen in WC	0,88	0,23	-0,23	-0,24	-0,25	-0,26	-0,28	-0,29	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	2,05	1,51	1,09	1,31	1,39	1,41	1,38	1,63	22,42
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	18,36	18,65							
Barwert expliziter FCFs	6,73	5,88							
Barwert des Continuing Value	11,63	12,77							
Nettoschulden (Net debt)	3,61	2,52							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	14,76	16,14							
Fremde Gewinnanteile	-0,08	-0,09							
Wert des Aktienkapitals	14,67	16,04							
Ausstehende Aktien in Mio.	6,918	6,918							
Fairer Wert der Aktie in €	2,12	2,32							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,39
Eigenkapitalkosten	11,2%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	6,0%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	25,0%
WACC	9,8%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in €

Kapitalrendite	WACC				
	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%
7,9%	1,66	1,54	1,44	1,35	1,27
9,9%	2,08	1,92	1,78	1,66	1,56
11,9%	2,49	2,29	2,12	1,97	1,84
13,9%	2,91	2,67	2,46	2,28	2,12
15,9%	3,33	3,05	2,80	2,59	2,41

Die KSR KUEBLER AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF- Modells bewertet. Angefangen mit konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2009 bis 2010 in Phase Eins (siehe auch Seite 10-11), erfolgt in den Jahren 2011 bis 2016 eine Verstetigung der Annahmen. In der dritten Phase wird schließlich nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt.

Der daraus resultierende faire Wert je Aktie beträgt 2,12 € (zuvor: 2,74 €). Auf Grund der eingeschränkten Handelbarkeit der Aktie nehmen wir erneut einen Abschlag von 20 % auf den errechneten Wert vor. Damit ergibt sich ein fairer Wert nach Abschlag von 1,70 €.

Fazit

Auch im GJ 2008 erreichte die KSR KUEBLER eine Steigerung der Umsatzerlöse. Diese kletterten gegenüber dem Vorjahr um 17,4 % auf 25,7 Mio. €. Davon war ein wesentlicher Teil auf anorganisches Wachstum zurückzuführen. Insbesondere die Übernahme der Vaihinger Niveautechnik ist hierbei anzuführen. Das organische Wachstum betrug 6,0 %.

Aber die im 2. HJ 2008 einsetzende Konjunkturkrise ging auch an der KSR KUEBLER nicht spurlos vorbei. So mussten im Q4 massive Rückgänge bei den Auftragseingängen verzeichnet werden, eine Entwicklung, die sich auch im Q1 2009 fortsetzte.

Dennoch wurden im GJ 2008 auch ergebnisseitig Steigerungen gegenüber dem Vorjahr erreicht, wenn man einmalige Sondereffekte außen vor lässt. So wurde beim EBIT ein bereinigter Wert von 2,5 Mio. € erreicht, was einer Steigerung gegenüber dem Vorjahr von 4,6 % entspricht. Jedoch fielen im GJ 2008 verschiedene Sondereffekte an, die das Ergebnis belasteten. So wurden beispielsweise im Rahmen der Eingliederung der Vaihinger Niveautechnik Vorratsbestände identifiziert, die nicht mehr als werthaltig zu erachten waren und daher wertberichtigt wurden. Insgesamt betrugen die Bewertungsänderungen der Vorräte 1,2 Mio. €. Ein weiterer Sondereffekt resultierte aus der Veränderung des Zinssatzes zur Berechnung der Pensionsrückstellungen. Hieraus wurden die Personalaufwendungen auf Konzernebene mit 0,5 Mio. € belastet. Inklusive der Sonderbelastungen lag das EBIT bei 0,8 Mio. € und damit entsprechend signifikant unter dem Vorjahresniveau.

Im Zuge der sich eingetrübten Rahmenbedingungen haben wir unsere Prognosen für das GJ 2009 nach unten angepasst. Während wir bei den Umsatzerlösen auf Grund von anorganischem Wachstum nur eine Adjustierung nach unten von 1,6 % auf 24,8 Mio. € vorgenommen haben, sehen wir eine weitaus größere Belastung der Ergebniskennzahlen. Daher haben wir unsere bisherige EBIT-Prognose von 2,6 Mio. € um 41,1 % auf 1,5 Mio. € reduziert.

Auf Grund der getätigten Übernahmen hat sich der Working Capital-Bestand im Geschäftsjahr 2008 weiter erhöht. Bei einem gleichzeitigen konjunkturbedingten Rückgang der Ergebnisse, reduzierte sich die Kapitalrendite gegenüber unseren letzten Einschätzung vom 02.10.2008. Zudem führt die in 2008 durchgeführte Kapitalerhöhung zu einer Verwässerung. Die Aktienbasis hat sich von 5,04 Mio. Stück auf 6,92 Mio. Stück erhöht.

Auf Grund der oben genannten Gründe reduziert sich unser bisheriger, auf Basis des DCF-Modells ermittelte, faire Wert von 2,74 € auf nunmehr 2,12 €. Erneut nehmen wir auf diesen ermittelten Wert noch einen Abschlag von 20 % vor, was auf die geringe Fungibilität der Aktie sowie den hohen Spread, zu dem die Aktie über die Valora Effekten AG gehandelt werden kann, zurückzuführen ist.

Unsere bisherige Bewertungsindikation von 2,19 € (nach Abschlag) haben wir daher auf 1,70 € (nach Abschlag) angepasst.

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

**Allgemeine Auftragsbedingungen
für den Bereich Research der
GBC AG**

Stand 01.06.2002

§1 Geltungsbereich

(1) Die Allgemeinen Auftragsbedingungen gelten für die Verträge zwischen der GBC AG, nachfolgend GBC genannt und ihren Auftraggebern von Analysen, Studien, Researchberichten, Einschätzungen und sonstigen Aufträgen im Bereich Research (im nachstehenden allgemein Research genannt), soweit nicht etwas anderes schriftlich vereinbart ist.

§2 Umfang und Ausführung des Auftrages

- (1) Gegenstand des Auftrages ist grundsätzlich die vereinbarte Leistung, nicht ein bestimmter wirtschaftlicher Erfolg. GBC ist berechtigt, sich zur Durchführung des Auftrages Personen zu bedienen, die GBC für sachverständig hält.
- (2) Gegenstand des Auftrages ist die Erstellung von Research über börsennotierte sowie nichtbörsennotierte Gesellschaften. Der Auftraggeber beauftragt hierbei den Auftragnehmer GBC zur Erstellung von Research über ein fremdes oder das eigene Unternehmen, um eine unabhängige Einschätzung über das zu untersuchende Unternehmen zu erhalten. Durch den Auftrag erwirbt der Auftraggeber neben Nutzungsrechten auch Veröffentlichungsrechte an dem von GBC im Rahmen des Auftrages erstellten oder zu erstellenden Research (siehe §3). Umfang, Dauer und Entgelt der Vertragsleistung sind im expliziten Vertragstext geregelt. GBC erstellt die vereinbarten Leistungen grundsätzlich unabhängig von Weisungen des Auftraggebers um eine objektive Einschätzung der geschäftlichen Situation des zu untersuchenden Unternehmens gewährleisten zu können.

§3 Nutzungs- und Veröffentlichungsrechte

GBC gewährt dem Auftraggeber Nutzungs- und Veröffentlichungsrechte an den vertraglich vereinbarten Dokumenten, sofern dies im expliziten Vertragstext nicht abweichend geregelt ist. Die Urheberrechte verbleiben bei GBC und der Auftraggeber erhält nicht das Recht die Dokumente inhaltlich zu verändern, sofern dies nicht im expliziten Vertragstext abweichend geregelt ist. Änderungen bedürfen stets der schriftlichen Zustimmung von GBC.

Bei einer Veröffentlichung im Ausland trägt die veröffentlichende Partei die rechtliche Verantwortung für die Vereinbarkeit mit dem jeweils geltenden Recht. Die damit möglicherweise verbundenen Folgen in Form von Rechtsstreitigkeiten sind jeweils von der veröffentlichenden Partei zu tragen.

§4 Unabhängigkeit des Researchurteils

- (1) GBC trifft seine Bewertungseinschätzungen auf Basis der analysierten aktuellen und der erwarteten wirtschaftlichen Situation des zu untersuchenden Unternehmens unter Verwendung seiner Bewertungsmethoden. Das Bewertungsurteil reflektiert die Annahmen und die Folgerungen der untersuchenden Analysten.
- (2) Um die Unabhängigkeit des Bewertungsurteils zu gewährleisten, besteht die auftragsbezogene Leistung von GBC in der unabhängigen Analyse des zu untersuchenden Unternehmens. Die Leistung von GBC gilt deshalb auch dann als erbracht, wenn das Researchurteil nicht mit der Einschätzung des Auftraggebers übereinstimmt.
- (3) Um die Unabhängigkeit von GBC und deren Mitarbeiter ausdrücklich zu gewährleisten, hat der Auftraggeber alles zu unterlassen, was die Unabhängigkeit von GBC negativ beeinflussen könnte. Dies gilt insbesondere für Angebote von Mitarbeitern auf Anstellung und für Angebote, Aufträge auf eigene Rechnung zu übernehmen.

§5 Haftung und Garantie

Eine Garantie oder Haftung für die Auswirkungen des Research von GBC auf den Finanzmarkt oder die Geschäftstätigkeit des Auftraggebers wird ausgeschlossen. Für eine vollständige und zutreffende Darstellung in den Dokumenten übernimmt GBC keine Gewähr und Haftung. Auch für aufgestellte Prognosen wird jegliche Garantie und Haftung gegenüber dem Auftraggeber und dem Adressatenkreis ausgeschlossen. Das Research

von GBC stellt keine Wertpapierberatung im Sinne des Gesetzgebers dar. Deshalb wird auch jegliche Beratungshaftung durch Akzeptierung dieser Allgemeinen Auftragsbedingungen ausgeschlossen.

Das Research von GBC dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen, die im Zuge des Research von GBC, veröffentlicht werden, stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus verwendet GBC und deren Verfasser die größtmögliche Sorgfalt darauf, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Dennoch kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen im Research von GBC unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung des Research von GBC oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Das Research von GBC stellt weder eine Einladung/Empfehlung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar und ist nicht in diesem Sinne auszulegen, noch darf es oder ein Teil davon als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässlich herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Kauf- oder Verkaufsangebot für Wertpapiere, die anhand des Research beurteilt werden, sollten ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC, Beteiligungsunternehmen, Repräsentanten, deren Anteilseigner, Führungskräfte und/oder deren Angestellte, sowie Kunden von GBC können Long- oder Shortpositionen in den durch das Research analysierten Wertpapieren oder anderweitige Investments, die sich auf die im Research veröffentlichten Ergebnisse beziehen, halten. Die genannten Parteien können diese Wertpapiere am offenen Markt für Kunden oder für eigene Rechnung kaufen und/oder verkaufen.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass angedeutete Erträge oder genannte Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen Researchdokumente beruhen, können einen materiellen Einfluss auf die erwarteten Erträge haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen und Investitionen und Anlagen können im äußersten Fall zu einem Totalverlust des eingesetzten Kapitals führen. Somit kann das Research von GBC keine Beratungsfunktion im rechtlichen Sinne übernehmen.

Das Research von GBC darf, sofern es 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 (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 des Research von GBC in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz das Research gelangt, müssen 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.

§6 Pflichten des Auftraggebers:

Der Auftraggeber verpflichtet sich, falls er GBC bei der Erstellung des Research mit Daten und Geschäftsunterlagen unterstützt, keine Angaben, Schätzungen etc. abzugeben, die wesentlich unrichtig oder unzutreffend sind.

Der Auftraggeber verpflichtet sich die im Vertrag vereinbarte Vergütung fristgerecht zu bezahlen.

§7 Zahlungsmodalität

Die Zahlung der vereinbarten Vergütung ist innerhalb von 14 Kalendertagen nach Erhalt des betreffenden Dokumentes durch den Auftraggeber zu erbringen, sofern im expliziten Vertragstext nicht anderweitig geregelt. Nach einem Zahlungsverzug von über 30 Tagen erhält GBC eine Option zur Vertragsauflösung.

§8 Außerordentliche Kündigung

Eine außerordentliche Kündigung steht beiden Vertragsparteien bei einer Einstellung der eigenen geschäftlichen Tätigkeit zu. Des weiteren behält sich GBC die Möglichkeit zur fristlosen Beendigung des Vertrages vor, wenn die Unabhängigkeit von GBC und deren Researchurteile durch den Vertrag gefährdet werden.

§9 Geschäftsgeheimnisse

GBC verpflichtet sich, der Aufforderung nach vertraulicher Behandlung von geschäftlichen Geheimnissen nachzukommen und gibt solche Informationen nicht an Dritte außerhalb des Unternehmens weiter. Geschäftliche Geheimnisse sind vom Auftraggeber ausdrücklich als solche zu deklarieren.

§10 Anzuwendendes Recht

Für den Auftrag, seine Durchführung und die sich hieraus ergebenden Ansprüche gilt nur deutsches Recht.

§11 Gerichtsstand

Der Gerichtsstand bei rechtlichen Auseinandersetzungen der Vertragsparteien ist Augsburg



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