



## Researchstudie (Initial Coverage)



**Hohes Kurspotenzial und gute Liquiditätsabsicherung**

**Kursziel: 1,95 €**

**Rating: Kaufen**

---

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

---

## Navigator Equity Solutions SE <sup>\*5</sup>

### Kaufen

**Kursziel: 1,95**

aktueller Kurs: 0.85

2.3.2011 / MCH

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: NL0009538008

WKN: A1CUJD

Börsenkürzel: NUQA

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 5.348

Marketcap<sup>3</sup>: 4,62

<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 45,1 %

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

### Analysten:

Cosmin Filker

[filker@gbc-ag.de](mailto:filker@gbc-ag.de)

Philipp Leipold

[leipold@gbc-ag.de](mailto:leipold@gbc-ag.de)

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite IV

### Unternehmensprofil

Branche: Finanz

Fokus: Beteiligungen, Finanzdienstleistungen

Mitarbeiter: 60 Stand: 30.6.2010

Gründung: 2004

Firmensitz: Maastricht

Vorstand: Dr. M. Hasenstab, R. Käß,  
Dr. F. Pflingsten, R. Rompelberg



Die Navigator Equity Solutions SE ist eine Beteiligungsgesellschaft mit einem Investmentfokus auf europäische Dienstleistungsunternehmen, die derzeit in die operativ relevanten Bereiche Financial Services, Digital Media Services und IT Services unterteilt sind. Im Bereich Investments werden zudem börsennotierte und private Minderheitsbeteiligungen zusammengefasst, auf die kein operativer Einfluss genommen wird. Laut Beteiligungsphilosophie der Gesellschaft werden Direktbeteiligungen an mittelständischen börsennotierten, aber auch an privat gehaltenen Unternehmen eingegangen, welche eine aussichtsreiche Wachstumsperspektive aufweisen. Im Fokus der Navigator befindet sich hierbei weder eine bestimmte Branche (bevorzugt jedoch Dienstleistungsunternehmen), noch der Grundgedanke eines breit gestreuten Portfolioansatzes. Vielmehr werden die Engagements nach einem selektiven Auswahlverfahren umgesetzt, welches an den Kriterien der Unternehmens- und Branchenattraktivität ausgerichtet ist. Das angestrebte Transaktionsvolumen liegt im Regelfall bei einem Eigenkapitalanteil von bis zu 5 Mio. €.

### Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Gesamtumsatz	17.29	18.08	12.40	14.87
EBITDA	-3.95	0.20	0.58	1.30
EBIT	-4.43	0.07	0.44	1.15
Jahresüberschuss	-5.31	-0.51	0.04	0.42

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie*	-0.99	-0.09	0.01	0.08
Dividende je Aktie	0.00	0.00	0.00	0.00

\*Das EPS wurde rückwirkend auf Basis einer Aktienzahl in Höhe von 5,35 Mio. berechnet

### Kennzahlen

KGV	neg.	neg.	115.56	11.01
KBV		0.24		

### Finanztermine:

#### Datum: Ereignis

Ende Apr. 2011: Geschäftsbericht 2010

Mai 2011: Q1-Zwischenmitteilung

Ende Aug. 2011: Q2-Zwischenmitteilung

Nov. 2011: Q3-Zwischenmitteilung

### \*\*letztes Research von GBC:

#### Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

\*\* oben aufgeführte Researchstudie kann unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

# Inhaltsangabe

## Unternehmen

Aktionärsstruktur.....	1
Kapitalmaßnahmen seit 2006.....	1
Konsolidierungskreis.....	2
Geschäftstätigkeit.....	2
Beteiligungen.....	3
Financial Services.....	3
Digital Media Services.....	5
IT-Services.....	6
Investments.....	7
Organe der Gesellschaft.....	9

## Markt und Marktumfeld

Konjunkturelle Entwicklung in Deutschland und Europa.....	11
Public Equity.....	11
Private Equity.....	13

## Unternehmensentwicklung & Prognose

Geschäftsentwicklung 2007-2009.....	14
Entwicklung der Umsatzerlöse.....	14
Ergebnisentwicklung.....	15
Bilanzielle Entwicklung 2007-2009.....	16
Entwicklung operativer Cashflow .....	17
Geschäftsentwicklung 1.HJ 2010.....	18
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2010.....	19
Bilanzielle Entwicklung zum 30.06.2010.....	19
Geschäftsentwicklung 9M 2010.....	20
Zahlen im Überblick.....	21
Prognose.....	22

## Bewertung/ Fazit

NAV-Bewertung.....	24
Sum-Of-Parts-Bewertung.....	26
Fazit .....	27

## Anhang

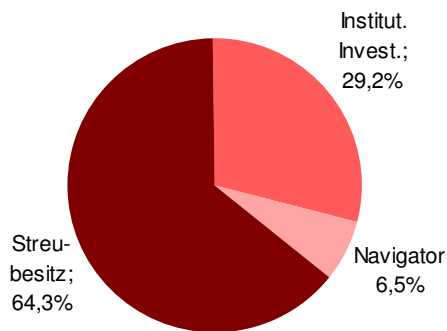
Disclaimer und Haftungsausschluss .....	III
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	V

## Unternehmen

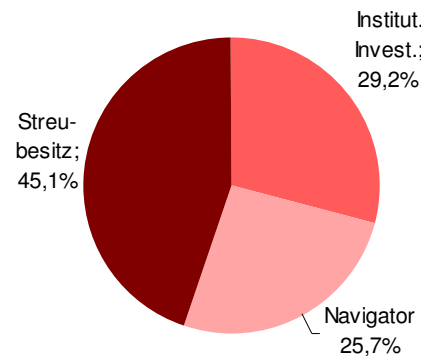
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	31.12.2008	31.12.2009	31.10.2010
Institutionelle Investoren	29,2 %	29,2 %	29,2 %
Navigator Equity Solutions SE - eigene Anteile	3,3 %	6,5 %	25,7 %
<b>Streubesitz</b>	<b>67,6 %</b>	<b>64,3 %</b>	<b>45,1 %</b>

**Aktionärsstruktur zum 31.12.2009**



**Aktionärsstruktur zum 31.12.2010**



Quelle: Navigator Equity Solutions SE; Berechnung GBC AG

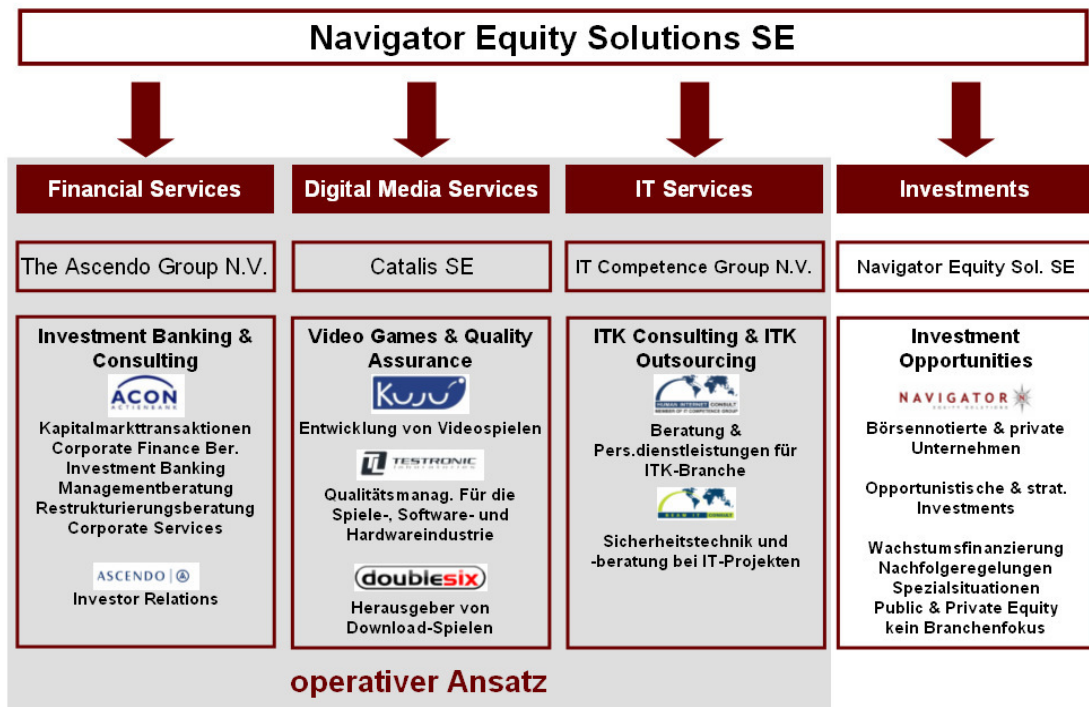
### Kapitalmaßnahmen seit 2006

Datum	Maßnahme	Veränderung der Aktienzahl	Grundkapital nach Kapitalmaßnahme	Aktienzahl nach Kapitalmaßnahme	Nennwert je Aktie
Feb. 2006	Kapitalerhöhung	+ 2,86 Mio.	3,15 Mio. €	31,46 Mio.	0,10 €
Juli 2006	Wandlung einer Wandelanleihe	+ 87,47 Mio.	11,89 Mio. €	118,92 Mio.	0,10 €
August 2006	Kapitalerhöhung	+ 5,48 Mio.	12,44 Mio. €	124,40 Mio.	0,10 €
Juli 2008	Kapitalerhöhung	+ 11,11 Mio.	13,55 Mio. €	135,51 Mio.	0,10 €
März 2009	Kapitalherabsetzung	- 4,40 Mio.	6,56 Mio. €	131,11 Mio.	0,05 €
Juni 2009	Kapitalherabsetzung	-	1,31 Mio. €	131,11 Mio.	0,01 €
Juni 2010	Zusammenlegung	-125,55 Mio.	1,31 Mio. €	6,56 Mio.	0,20 €

Quelle: Navigator Equity Solutions SE; GBC AG

Obige Tabelle fasst die Kapitalmaßnahmen der letzten Geschäftsjahre zusammen. Wesentlich für die vorliegende Researchstudie sind die in 2009 durchgeführten Kapitalherabsetzungen, welche sowohl eine Minderung des Grundkapitals als auch eine Reduzierung des Nennwertes je Aktie beinhalten. Im März 2009 wurde die Einziehung von 4,40 Mio. Aktien, die sich im Navigator-Bestand befanden, vollzogen und dabei gleichzeitig der Nennwert je Aktie von zuvor 0,10 € auf 0,05 € herabgesetzt. Im Zuge dessen wurden insgesamt 6,60 Mio. € an die Aktionäre zurückgeführt. Im Juni 2009 wurde im Rahmen der Hauptversammlung eine weitere Minderung des Nennwertes je Aktie von 0,05 € auf 0,01 € beschlossen, die Aktienzahl blieb bei dieser Maßnahme unverändert. Parallel dazu wurde die Kapitalrücklage um 5,25 Mio. € angehoben. Im laufenden Geschäftsjahr 2010 wurde eine Zusammenlegung der Aktien im Verhältnis 20:1 beschlossen und damit minderte sich einerseits die Aktienzahl auf 6,56 Mio. Stück, auf der anderen Seite steigerte sich der Nennwert je Aktie von 0,01 € auf nun 0,20 €.

## Konsolidierungskreis



Quelle: Navigator Equity Solutions SE; GBC AG

Aus der oben dargestellten, schematischen Aufstellung der Geschäftsfelder der Navigator Equity Solutions SE, wird der Beteiligungsansatz der Gesellschaft gut ersichtlich. Der Investmentfokus liegt aktuell auf europäische Dienstleistungsunternehmen, die derzeit in die operativ relevanten Bereiche Financial Services, Digital Media Services und IT Services unterteilt sind. Im Bereich Investments werden die börsennotierten und privaten Minderheitsbeteiligungen zusammengefasst, auf die aufgrund des Ansatzes der Minderheitenbeteiligung kein operativer Einfluss genommen wird.

## Geschäftstätigkeit - Beteiligungsgeschäft; aktiver und passiver Beteiligungsansatz

Laut der Beteiligungsphilosophie der Gesellschaft werden Direktbeteiligungen in mittelständischen börsennotierten aber auch an privat gehaltenen Unternehmen eingegangen, welche eine aussichtsreiche Wachstumsperspektive aufweisen. Im Fokus der Navigator befindet sich hierbei weder eine bestimmte Branche (bevorzugt jedoch Dienstleistungsunternehmen), noch der Grundgedanke eines breit gestreuten Portfolioansatzes. Vielmehr werden die Engagements nach einem selektiven Auswahlverfahren umgesetzt, welches an den Kriterien der Unternehmens- und Branchenattraktivität ausgerichtet ist. Das angestrebte Transaktionsvolumen liegt im Regelfall bei einem Eigenkapitalanteil von bis zu 5 Mio. €.

Im Wesentlichen können die Engagements nach operativ aktiven und operativ passiven Beteiligungen unterteilt werden.

### Aktiver Beteiligungsansatz

Gemäß Beteiligungsstrategie konzentriert sich die Navigator bei der Auswahl von Unternehmen mit einem operativ aktiven Beteiligungsansatz auf Gesellschaften, bei denen durch eine aktive Managementsteuerung eine hohe Werterhöhung möglich ist. Bei diesen Transaktionen werden dabei hauptsächlich Mehrheitsbeteiligungen (d.h. vollkonsolidierte Beteiligungen) zum Zwecke einer hohen Einflussnahme auf das Management, angestrebt. Nichtkonsolidierte Minderheitsbeteiligungen sind jedoch ebenfalls möglich. Hier wird ein aktiver operativer Managementansatz über eine einfache Beteiligungsmehrheit und durch die Übernahme von Managementtätigkeiten umgesetzt. Der Zeithorizont erstreckt sich auf den mittelfristigen bis langfristigen Bereich. Im Falle eines Verkaufes ist zudem ein attraktiver Verkaufspreis von hoher Bedeutung, um eine angemessene Investitionsrendite zu erzielen.

Als typische Beteiligungssituationen werden unregelmäßige Nachfolgelösungen, Management Buy-Outs, Management Buy-Ins, Sanierungen, Restrukturierungen, Konzernabspaltungen oder Wachstumsfinanzierungen angesehen.

**Passiver Beteiligungsansatz**

Auch bei Beteiligungen für die keine aktive Managementsteuerung verfolgt wird, liegt die Konzentration der Gesellschaft auf Unternehmen, die ein überdurchschnittliches Wachstumspotenzial aufweisen und zugleich in aussichtsreichen Branchen tätig sind. Die Auswahl der Gesellschaften findet unter der Anwendung eines Stock-Picking-Ansatzes statt, welcher auf Fundamentalanalysen der betreffenden Unternehmen und Branchen basiert.

Typischerweise geht die Navigator in diesem Bereich Minderheitenbeteiligungen ein und partizipiert mit dieser Strategie in der Regel von der Geschäftsentwicklung durch Dividendenauszahlungen sowie durch Kurssteigerungen der Unternehmensanteile. Hierbei wird der Beteiligungserwerb bevorzugt über eine Teilnahme an Kapitalmaßnahmen oder direkt als Erwerb über die Kapitalmärkte umgesetzt.

**Beteiligungen - schneller Turnaround möglich**

**Financial Services - The Ascendo Group N.V.**

Der Bereich Financial Services wird bei der Navigator durch die Tochtergesellschaften Acon Actienbank AG und Ascendo Management GmbH dargestellt. Beide Töchter sind dabei in der 100%igen Beteiligung The Ascendo Group zusammengefasst. Unterteilen lässt sich dieser Bereich in Investment Banking (Acon Actienbank AG) sowie in Investor Relations-Beratung (Ascendo Management GmbH).

**Investment Banking**

In diesem Geschäftssegment werden durch die Acon Actienbank AG Kapitalmarkttransaktionen für kleine und mittelgroße Unternehmen durchgeführt. Die Konzentration liegt hierbei auf der Strukturierung und technischen Abwicklung der gesamten Bandbreite an möglichen Kapitalmarktaktivitäten für kleine und mittelständische Unternehmen. Die Gesellschaft unterteilt ihr Dienstleistungsspektrum folgendermaßen:

<b>Kapitalmaßnahmen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kapitalerhöhungen</li> <li>• Bezugsangebote</li> <li>• Platzierungen</li> <li>• Unterstützung in der Prospekterstellung</li> <li>• Aktiensplits und Kapitalherabsetzungen</li> </ul>
<b>Börsenzulassungen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Börsennotierungen</li> <li>• IPOs</li> <li>• Block Trades</li> </ul>
<b>Sonstiges</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ausschüttung von Sachdividenden</li> <li>• Aktienrückkaufprogramme</li> <li>• Mitarbeiterbeteiligungsprogramme</li> </ul>
<b>Klassisches M&amp;A</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prozessdokumentation, Strukturierung von Transaktionen</li> <li>• Prozesssteuerung (Identifikation der Interessenten, Ansprache, Angebote)</li> <li>• Dienstleistungen rund um das Vertragswesen</li> </ul>

<b>Transaction Services</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Detailanalysen (Profitabilität, Liquidität, Risiko..)</li> <li>• Due Dilligence</li> <li>• Unternehmensbewertung</li> <li>• Ergebnisdokumentation</li> </ul>
<b>Kapitalarrangements</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Finanzanalyse und -planung, Cashflow-Modellierung</li> <li>• Analyse der Verschuldungskapazität</li> <li>• Identifikation geeigneter EK und Mezzanine-Geldgeber</li> <li>• Dokumentation, Verhandlung</li> </ul>
<b>Corporate Services</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Unterstützung bei Buchhaltung, Jahresabschluss, etc.</li> <li>• Unterstützung bei Kapitalmarkttransaktionen</li> <li>• Unterstützung bei Durchführung von Hauptversammlungen</li> <li>• Unterstützung bei rechtlichen Belangen</li> </ul>
<b>Mitarbeiterbeteiligungsprogramme</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Konzeption und Beratung</li> <li>• Einführung/Implementierung</li> <li>• Kontinuierliche Betreuung und technische Abwicklung</li> </ul>

Quelle: Navigator Equity Solutions SE

Der gesamte hier dargestellte Dienstleistungsumfang wird wie bereits erwähnt von der Spezialbank Acon Actienbank AG dargestellt. Zwar weist das Geschäftsumfeld der Acon Actienbank AG eine gewisse Abhängigkeit von der Kapitalmarktentwicklung auf, diese erstreckt sich jedoch lediglich auf die hier aufgeführten Dienstleistungen. Denn die Bank betreibt kaum Eigenhandel und damit sind die Marktpreisrisiken eingedämmt. Als Bank befindet sie sich wie üblich sowohl unter der Aufsicht der BaFin als auch unter der Aufsicht der Deutschen Bundesbank.

Folgende Referenzprojekte konnten in den letzten beiden Jahren umgesetzt werden:

Dezember 2010	Kapitalerhöhung / öffentliches Angebot bei der AGRARIUS AG
Mai 2010	Vereinbarung eines Rahmenkredits (100 Mio. €) für die Sky Solar Gruppe
Mai 2010	Ausgabe einer Wandelanleihe für die Colonia Real Estate AG
Januar 2010	Listing der GIEAG Gewerbe Immobilien Entwicklungs AG an der Frankfurter Wertpapierbörse
2010	Listing der Ventus Beteiligungs AG im Open Market Frankfurt
2010	Gattungsgleichstellung bei der BayWa AG
2009/2010	Sachkapitalerhöhung, Barkapitalerhöhung (mit Bezugsangebot) bei GCI Industrie AG
November 2009	Kapitalerhöhung bei der autowerkstatt group N.V.
Oktober 2009	Segmentwechsel der Nebelhornbahn vom regulierten Markt in das Handelssegment m:access (Freiverkehr)
Mai 2009	Kapitalerhöhung bei der Archea Biogas N.V.
Februar 2009	Kapitalerhöhung bei der Catalis SE
Januar 2009	Kapitalerhöhung bei der Play Jack N.V.
laufend	Managementberatung bei der IT Competence Group N.V.

### IR-Beratung

Das IR-Beratungsgeschäft ist bei der 100%igen Tochtergesellschaft Ascendo Management GmbH angesiedelt. Dieser Geschäftsbereich ist strategisch wie das Investment Banking

unter dem Oberbegriff Financial Services angesiedelt, die Ascendo Management GmbH unterliegt jedoch nicht den Regulierungen der BaFin oder der deutschen Bundesbank. Das Beratungsgeschäft umfasst dabei lediglich Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investor Relations:

**Investor Relations**

- Kapitalmarktkommunikation
- IR-Aktivitäten und -Veranstaltungen
- Kommunikation mit Investoren und Analysten
- Equity Story und Außendarstellung

Quelle: Navigator Equity Solutions SE

Folgende Referenzprojekte konnten in den letzten beiden Jahren umgesetzt werden:

laufend	laufendes IR-Mandat bei Catalis SE
laufend	laufendes IR-Mandat für die Navigator Equity Solutions SE
laufend	laufendes IR-Mandat für Next Alarm Monitoring Services Inc.
Juli 2009	Organisation einer Investorenroadshow für SocialGo plc
April 2009	Organisation einer Investorenroadshow für die Autowerkstatt group N.V.

**Digital Media Services - Catalis SE**

Der Bereich Digital Media Services umfasst derzeit die Minderheitsbeteiligung der Navigator an der Catalis SE (Beteiligungsquote: 12,3 %) und deren Tochtergesellschaften Kuju Entertainment, doublesix sowie Testronic. Diese Beteiligung gehört zwar nicht zu den Mehrheitsbeteiligungen der Navigator, dennoch ist hier ein hoher operativer Einfluss vorhanden. So sind die Navigator-Vorstände Dr. Michael Hasenstab und Robert Käß gleichzeitig als non-executive directors im management board der Catalis SE tätig und können somit das operative Geschäft der Catalis SE wesentlich gestalten. Darüber hinaus ist der Navigator-Aufsichtsrat Dr. Jens Bodenkamp ebenfalls in der Position des non-executive director bei der Catalis SE tätig. Dementsprechend wird der Catalis-Minderheitsbeteiligung ein hoher Stellenwert im Beteiligungsportfolio zugesprochen, weshalb die Gesellschaft von der Navigator nicht dem Geschäftszweig Investments (Minderheitsbeteiligungen) zugeordnet wird.

**Catalis SE**

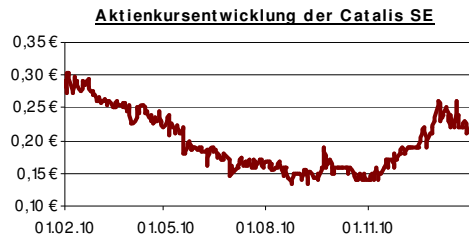
Ursprünglich wurde die Navigator im Jahr 2004 als Abspaltung der Catalis N.V. gegründet. Unter dem Gesichtspunkt der Beteiligungshöhe und Unternehmensgröße ist dabei die Catalis N.V. mit einer Beteiligungsquote von 12,3 % derzeit als wichtigste Minderheitenbeteiligung der Navigator anzusehen. Der operative Fokus dieser Beteiligung umfasst das Geschäftsfeld Qualitätssicherung sowie die Aktivitäten rund um die Entwicklung von Videospielen. Repräsentiert wird der Bereich der Qualitätssicherung durch die Tochtergesellschaft Testronic Labs, einer weltweit tätigen Gesellschaft, die sich als führender Testdienstleister für die Film- und Videospieleindustrie versteht. So verfügt Testronic Labs über eine mehr als 15jährige Erfahrung in diesem Bereich und konnte im Rahmen seiner operativen Tätigkeit einen ansehnlichen Kundenstamm aufbauen. Filmstudios wie etwa Disney, MGM, Paramount oder Universal zählen ebenso zu den Kunden wie die führenden Videospielehersteller SONY, EA oder eidos.

Der Geschäftsbereich der Spielentwicklung wird durch die Tochtergesellschaft Kuju Entertainment abgedeckt, welche als einer der führenden europäischen Spielentwickler gilt und gleichzeitig namhafte Studios wie Zoë Mode, Hedstrong, Vatra vereint. Flankierend agiert die doublesix als Online-Spiele-Publisher, der eigene Spiele entwickelt und vermarktet. Mit einer über 20 jährigen Erfahrung im Bereich der Spielentwicklung und über 50 veröffentlichten Titeln weist die Gesellschaft einen guten Track Record auf. Das plattformübergreifende Produktportfolio (Wii, PS2/3; XBOX 360; PC etc.) beinhaltet Titel wie „Guitar Hero“, „Sing Star“, „Aragon’s Quest“ oder „Burn Zombie Burn“ (doublesix).



**Catalis SE (12,3 % Beteiligung durch Navigator)**

Branche: Qualitätssicherung, Spieleentwicklung  
 Mitarbeiter: 367  
 Gründung: 1993  
 Firmensitz: Eindhoven  
 Vorstand: Jeremy Lewis



**Kapitalmarktdaten:**

Aktienzahl: 37,88 Mio. Stück  
 Letzter Kurs: 0,22 € (31.01.2011)  
 Market Cap: 8,33 Mio. €  
 Transparenzlevel: regulierter Markt

**Geschäftsentwicklung:**

in Mio. €	GJ 2008	GJ 2009	9 M 2010
Umsatz	38,1	32,0	19,7
EBIT	2,9	0,2	-1,9
Jahresüberschuss	2,1	-0,3	-2,2

Quelle: Catalis SE.; GBC AG

Zuletzt war die Geschäftsentwicklung der Catalis SE von einem anhaltend schwierigen Branchenumfeld für beide Tochtergesellschaften geprägt und daher mussten in den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2010 Umsatzeinbußen von 22,1 % auf 19,7 Mio. € hin genommen werden. Im Zuge dessen reduzierte sich das EBIT von -0,4 Mio. € auf -1,9 Mio. €, wobei sich hier Sonderaufwendungen in Höhe von 0,7 Mio. € belastend auswirkten. Im Bereich der Spielentwicklung wurde ein zuvor eingeplanter Großauftrag nicht erteilt, so dass die Catalis SE bei der Tochtergesellschaft Kuju Entertainment vorgehaltene Kapazitäten wieder abbauen musste und damit Sonderaufwendungen in der genannten Höhe entstanden sind. Erwähnenswert ist insbesondere die Tatsache, dass auf Quartalsbasis Q3 2010 aufgrund der guten Umsatzentwicklung der Tochtergesellschaft Testronic die Rückkehr in die Profitabilität gemeldet wurde. Dabei lag das EBIT bei 0,5 Mio. € (VJ: 0,3 Mio. €). Gemäß den Prognosen dürfte auch das letzte Quartal 2010 profitabel ausfallen.

Nach den schwierigen Geschäftsjahren 2009 und 2010 soll im laufenden Geschäftsjahr 2011 zudem eine Rückkehr zur Profitabilität realisiert werden. Aufgrund der wieder positiven Marktentwicklung rechnet die Catalis SE für 2011 mit einem Umsatzniveau von rund 29,0 Mio. €, bei einem positiven EBIT von 1,5 Mio. €.

**IT Services - IT Competence Group N.V.**

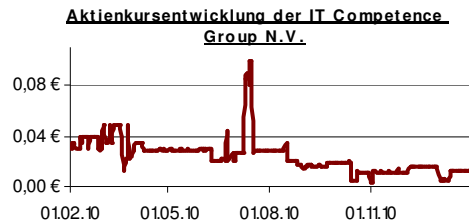
**IT Competence Group N.V.**

Die IT Competence Group N.V. bietet über ihre 100%igen Tochtergesellschaften Human Internet CONSULT AG (HIC) und BEAM IT CONSULT GmbH Beratungs- und Personal-dienstleistungen im IT-Bereich an. Die von der Gesellschaft angebotenen Dienstleistungen orientieren sich dabei an einem Full-Service-Ansatz, welcher sich über die Beratungsleistungen von ITK-Projekten, der Bereitstellung von qualifizierten Spezialisten bis hin zur Bereitstellung von Outtasking Services und dem Projektmanagement erstreckt. Damit wird die gesamte Wertschöpfungskette der IT Umgebung abgedeckt. Die Kunden der IT Competence Group N.V. sind typischerweise im Banken-, Versicherungs- und im Öffentlichen Sektor tätig. Ebenfalls adressiert werden Kunden aus dem Automotive- und dem Telekommunikationsbereich.

Organisatorisch weist die IT Competence Group N.V. eine dezentrale Gruppenstruktur auf, in der die Holding sich auf den Ankauf, den Ausbau und die Verwaltung der einzelnen Tochtergesellschaften konzentriert. Die aktuell zwei operativen Töchter weisen hierbei eine eigenständige Führung auf und haben das Ziel, die vorhandenen Synergiepotenziale zu nutzen. In der folgenden Tabelle sind die wesentlichen Eckdaten dieser Beteiligung zusammengefasst:

**IT Competence Group N.V. (81,3 % Beteiligung durch Navigator)**

Branche: IT-Services  
 Mitarbeiter: 64  
 Gründung: 1999  
 Firmensitz: Eindhoven  
 Vorstand: Gunther Adelhelm, Marc Schlindwein, Markus Solibieda



**Kapitalmarktdaten:**

Aktienzahl: 93,75 Mio. Stück  
 Letzter Kurs: 0,012 € (30.11.2010)  
 Market Cap: 1,13 Mio. €  
 Transparenzlevel: Open Market

**Geschäftsentwicklung:**

in Mio. €	GJ 2008	GJ 2009
Umsatz	13,3	11,1
EBIT	0,6	0,6
Jahresüberschuss	0,2	0,1

Quelle: IT Competence Group N.V.; GBC AG

Die IT Competence Group N.V. musste aufgrund des allgemeinen schwachen wirtschaftlichen Umfeldes im Geschäftsjahr 2009 einen Umsatzrückgang von 16,5 % auf 11,1 Mio. € ausweisen (GJ 08: 13,3 Mio. €). Aufgrund dessen wurden insbesondere bei der Tochtergesellschaft HIC Kostenanpassungsmaßnahmen vorgenommen und damit konnte die Gesellschaft im profitablen Bereich bleiben. Belegt wird dies durch ein Nachsteuerergebnis von 0,1 Mio. €, welches sich gegenüber dem Vorjahr zwar halbierte (GJ 08: 0,2 Mio. €) aber weiterhin positiv blieb.

Die aktuellen Anzeichen und die Vorgaben der ITK-Branche deuten zudem auf eine Auflösung des Investitionsstaus hin. Gemäß BITKOM-Branchenbarometer Q4-2010 erwarten rund 78 % der Anbieter von Informationstechnik und Telekommunikation ein Umsatzwachstum. Insgesamt weist damit der BITKOM-Index eine sehr positive Entwicklung auf. Während im Vergleich dazu der Ifo-Konjunkturtest im Jahresverlauf 2010 von 0 Punkte auf 16 Punkte anstieg, kletterte der BITKOM-Index im gleichen Zeitraum von -6 auf 69 Punkte. Damit dürfte hier eine gegenüber der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung in Deutschland höhere Dynamik erreicht werden.

Als wichtiger Treiber der künftigen Unternehmensentwicklung ist darüber hinaus die Ernennung von Markus Solibieda zum neuen Vorstandsmitglied der IT Competence N.V. (Unternehmensmeldung vom 02.02.2011) erwähnenswert. Mit seiner Expertise im IT-Bereich, aber auch im Bereich der Kapitalmarkteteiligungen soll das künftige Unternehmenswachstum verstärkt über den Buy-and-Build-Ansatz und somit über ein anorganisches Wachstum realisiert werden. Die ersten M&A-Deals werden bereits für das laufende Geschäftsjahr 2011 erwartet.

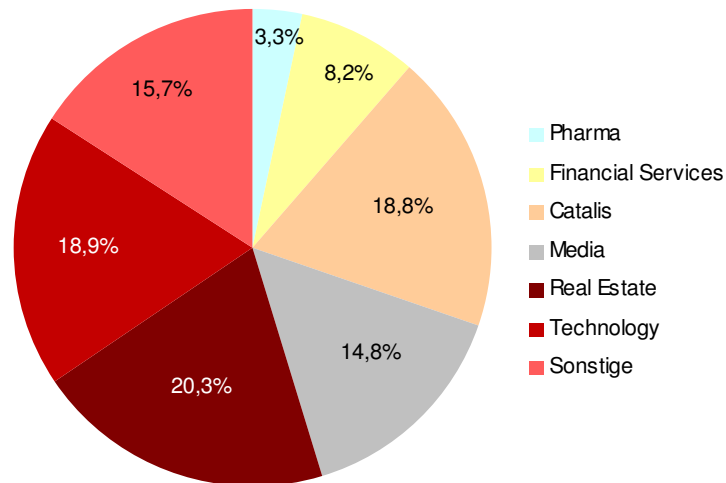
**Investments - Navigator Equity Solutions SE**

Im Geschäftsbereich Investments, der direkt, also ohne Einbezug einer Zwischengesellschaft, der Holdinggesellschaft Navigator Equity Solutions SE zugeordnet ist, werden opportunistische und strategische Investitionen in börsennotierte und private Unternehmen abgewickelt. Im Gegensatz zu den bisher beschriebenen drei Segmenten werden hier diejenigen Beteiligungen zusammengefasst, die zum Zeitpunkt der Transaktion keine strategische Bedeutung haben und somit als reine Finanzinvestitionen (passiver Beteiligungsansatz) angesehen werden können. Nichtsdestotrotz können die Investitionen, besonders bei börsennotierten Gesellschaften, auch vor dem Hintergrund strategischer Überlegungen getätigt werden. So werden etwa Börsengänge begleitet, Wachstumsfinanzierungen umgesetzt oder auch Nachfolgeregelungen mitgestaltet. Naturgemäß werden hier Minderheitsbeteiligungen eingegangen.

Gemäß dieser Strategie ist die bereits vorgestellte Minderheitsbeteiligung Catalis SE dem Geschäftssegment Investments zuzuordnen. Allerdings wird über die Vorstände Dr. Michael Hasenstab und Robert Käß, die gleichzeitig das Vorstandsamt bei der Navigator inne haben, ein hoher operativer Einfluss auf diese Gesellschaft ausgeübt. Der Catalis-Minderheitsbeteiligung wird somit ein hoher Stellenwert zugesprochen und daher wird die Gesellschaft zugleich im Segment Digital Media Services eingeordnet. Eine weitere wichtige Minderheitsbeteiligung ist die ProPharm AG, mit einer Beteiligungsquote von unter 10 %. Die Beteiligungsbuchwerte summieren sich auf 3,04 Mio. € (Stand: 30.09.2010).

Folgende Branchenaufteilung wird aktuell (Stand: 30.09.2010) im Segment Investments ersichtlich:

**Branchenaufteilung der Navigator-Investments**



Quelle: Navigator; GBC AG

## Organe der Gesellschaft

### Vorstand

#### Dr. Michael Hasenstab

Dr. Hasenstab ist einer der Gründungspartner der Beratungsgesellschaft The Ascendo Group N.V. und ist seit 2008 Mitglied des Vorstands der Navigator SE. Vor seiner Tätigkeit in der Unternehmensgruppe war er im Investment Banking der Credit Suisse First Boston und BNP Paribas in London tätig. Hier begleitete er eine Vielzahl von IPOs und M&A-Transaktionen in Deutschland und Europa. In der Zeit von 2002 bis 2007 war Dr. Hasenstab Vorstandsmitglied der Catalis SE. Dr. Hasenstab hat sein Studium an der LMU in München absolviert und an der Universität in Jena im Bereich Internationales Management promoviert.

#### Robert Käß

Nach seinem Studium der Betriebswirtschaftslehre an der LMU München begann Hr. Käß seine berufliche Laufbahn bei KPMG. Im Jahr 1998 gründete er die AdVal Capital Management AG, eine spezialisierte Finanzberatungsgesellschaft in München, mit der er mehrere Börsengänge begleitete und in eine Vielzahl von Unternehmen investierte. Hr. Käß ist ein Gründungspartner der Beratungsgesellschaft The Ascendo Group N.V. und ist seit 2008 Vorstandsmitglied der Navigator SE. In der Zeit von 2002 bis 2007 war Hr. Käß darüber hinaus Vorstandsmitglied der Catalis SE. Zudem ist Hr. Käß Aufsichtsrat bei mehreren Gesellschaften.

#### Dr. Florian Pfingsten

Dr. Pfingsten ist ebenfalls einer der Gründungspartner der Beratungsgesellschaft The Ascendo Group N.V. und bekleidet das Vorstandsamt der Navigator seit April 2006. Zuvor war er als Investment Manager bei Bowman Capital und Nomura in London tätig, wo er die Verantwortung zur Identifikation und Durchführung von Venture Capital Investments in Deutschland und Europa hatte. Dr. Pfingsten hat sein betriebswirtschaftliches Studium an der LMU in München mit einer Promotion im Bereich Shareholder Value abgeschlossen.

#### Roland Rempelberg

Seine akademische Laufbahn begann Roland Rempelberg an der technischen Universität Eindhoven mit einem Studium des Wirtschaftsingenieurwesens und der Unternehmensführung. Zudem besitzt er ein Diplom in Transport und Logistik vom Diepenbeek Post Graduate Center in Belgien und studierte Betriebswirtschaftslehre an der Universität in Maastricht, wo er als Wirtschaftsprüfer abschloss. Nach seinen Tätigkeiten bei Volvo Car B.V, Deloitte, Rockwool Grodan und der Frantschach Gruppe, war Hr. Rempelberg als International Controller bei Adaptec Inc. tätig, wo er unter anderem den spin-off und IPO der Software-Tochter Roxio Inc. mitgestaltete. Hr. Rempelberg ist seit November 2008 Vorstandsmitglied bei der Navigator SE.

## Aufsichtsrat

### Dr. Jens Bodenkamp (Vorsitzender)

Dr. Bodenkamp studierte in Hamburg, promovierte in Karlsruhe im Bereich der Elementarteilchenphysik und ist ein anerkannter Experte für die Bereiche der Informationstechnologie. Seine berufliche Laufbahn umfasst Stationen als Geschäftsführer bei ETF Group Deutschland GmbH, als Gesellschafter des Mutterunternehmens der Schweizer VC Gesellschaft ETF Group SA oder als Mitarbeiter bei der Intel Corporation. Bei Intel war Dr. Bodenkamp in leitenden Positionen in den USA und Europa tätig und sein Verantwortungsbereich umfasste den Aufbau und die Durchführung von Intels Corporate Investmentstrategie in Europa. Zudem war Dr. Bodenkamp als Aufsichtsrat bei einer Vielzahl von Unternehmen tätig.

### Erich Hoffmann

Hr. Erich Hoffmann, der als beratender Ingenieur tätig ist, hat den Vorsitz des Aufsichtsrats bei der Navigator SE seit Oktober 2004 inne. Er ist zudem Gründer der ContTec GmbH, einem Anbieter von Inspektionssystemen, der im Rahmen des Börsengangs im Jahre 2000 mit dem englischen Mitbewerber AECO N.V. fusioniert wurde. Bei der ContTec GmbH war er in diesem Zeitraum als Technikvorstand verantwortlich. Vor seinem Engagement bei ContTec war Hr. Hoffmann geschäftsführender Gesellschafter der Dr. Schenk GmbH, einem Hersteller von Inspektionssystemen. Seine akademische Laufbahn hat Hr. Hoffmann durch ein Studium des Elektroingenieurwesens an der FH München begonnen.

### Ulli Fischer

Der studierte Maschinenbauer Ulli Fischer ist Gründer und Geschäftsführer der PORTUNEON GmbH. Vor dieser Gründung war Hr. Fischer für die Planung und Strukturierung der weltweiten Vertriebs- und Marketingaktivitäten der BMW Gruppe verantwortlich, wo er parallel dazu auch zahlreiche innerbetriebliche Restrukturierungsprojekte geleitet hatte. Vor dieser Tätigkeit war Hr. Fischer an unterschiedlichen Standorten, wie Asien, Südafrika oder im Mittleren Osten für Daimler-Benz tätig. Im Rahmen dessen verantwortete er die Strukturierung von Joint Ventures in den Bereichen Vertrieb und Produktion. Neben seinem Abschluss im Maschinenbau absolvierte er ein International Management Programm in Kobe, Japan und besitzt einen MBA der Universität Boston.

## Markt und Marktumfeld

Die Vorgaben des Marktes für die Navigator sind in erster Linie eng mit der globalen wirtschaftlichen Entwicklung verknüpft. Zugleich wichtig für die folgende Marktbetrachtung ist die Geschäftsstrategie der Navigator, die den Hauptfokus auf dem Beteiligungsgeschäft hat. Dementsprechend wird in diesem Kapitel eine Analyse der für Beteiligungsunternehmen wichtigen Public und Private Equity - Märkte vorgenommen. Auf die spezifischen Märkte der aktuellen Mehrheits- und Minderheitenbeteiligungen wurde bereits im vorhergehenden Kapitel eingegangen.

### Konjunkturelle Entwicklung in Deutschland und Europa - Wirtschaftserholung in Sicht

Die konjunkturelle Entwicklung in Europa ist von deutlichen Erholungstendenzen geprägt und zeigt sich von einer dynamischen Seite. Laut dem Europäischen Amt für Statistik konnte das BIP im Euroraum gemäß vorläufigen Zahlen auf Gesamtjahresbasis 2010 gegenüber dem Vorjahr um +1,7 % zulegen. Als besonderer Treiber hinter dieser positiven Entwicklung kann Deutschland genannt werden, das vor allem aufgrund einer steigenden Exportleistung ein BIP-Wachstum gegenüber dem Vorjahr um +3,6 % verzeichnen konnte. Damit sichert sich Deutschland hinter der Slowakei (+4,1 %) und Polen (+3,5 %) einen der Spitzenplätze hinsichtlich der Wirtschaftserholung in Europa.

Auch für das laufende Geschäftsjahr 2011 soll laut Wirtschaftsforschungsinstitute ein Fortsetzen des Wachstums in Deutschland stattfinden. So wird ein BIP-Wachstum in einer Bandbreite von 1,4 % - 3,2 % erwartet. Europaweit wird für 2011 ein Plus von 1,7 % prognostiziert, also in gleicher Höhe wie im Jahr 2010. Diese Dynamik sollte sich neben den „klassischen“ Industriezweigen auch positiv auf die Public Equity und Private Equity-Märkte auswirken.

### Public Equity - Börsengänge und M&A-Transaktionen ziehen an

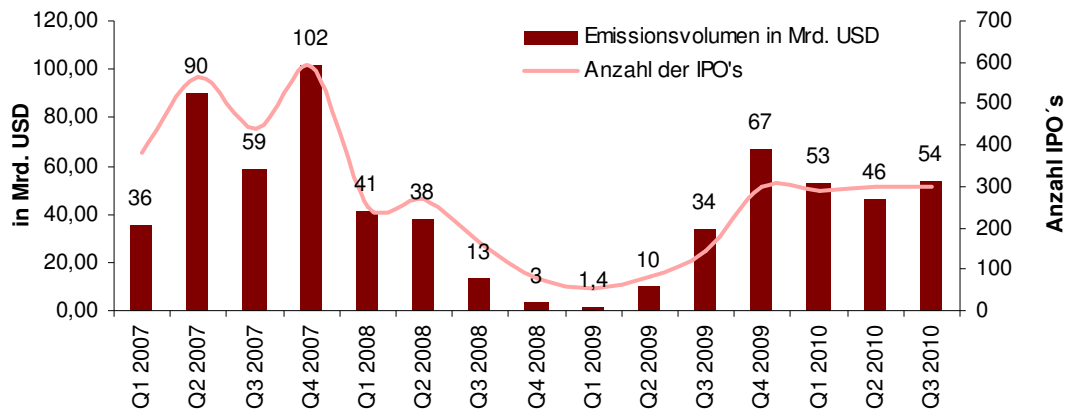
Die konjunkturelle Erholung in Deutschland wirkte sich bereits positiv auf die Aktienmärkte aus. Als Beleg dafür stehen die Kursentwicklungen der größten Deutschen Aktienindizes, die besonders innerhalb der letzten 12 Monate (31.01.2010 - 31.01.2011) deutlich zulegen konnten. Mit einem Plus von 40,3 % setzte sich dabei der SDAX an die Spitze, während der MDAX (+ 33,8 %) und der DAX (+ 25,2 %) ebenfalls deutlich im Plus lagen. Gut ersichtlich wird der globale Charakter dieser Entwicklung in der Betrachtung anderer, weltweit wichtiger Indizes. So konnte beispielsweise der Dow Jones im gleichen Zeitraum um 16,8 % und der Hang Seng (Hongkong) um 15,8 % zulegen. Auch wenn die Aktienmärkte derzeit noch durch Befürchtungen einer möglicherweise nicht nachhaltigen Wirtschaftserholung geprägt sind, konnte die Attraktivität für die Investoren im letzten Jahr wieder zulegen.

#### Markt für Börsengänge

Besonders aufgrund der Tatsache der wieder angestiegenen Bewertungsniveaus und eines zunehmenden Investorenvertrauens wagen wieder mehr Unternehmen den Gang an die Börse. Laut der Ernst & Young-Studie „Q3'10 Global IPO update“ lag die Zahl der Börsengänge in den ersten neun Monaten 2010 bei weltweit insgesamt 888, das eingesammelte Volumen beläuft sich auf etwa 152,7 Mrd. US-Dollar. Bereits damit konnten in den ersten neun Monaten 2010 die Werte des gesamten Vorjahres 2009 deutlich übertroffen werden. In 2009 lag die Zahl der Börsengänge bei 577, das IPO-Volumen belief sich auf etwa 113 Mrd. US-\$ und lag somit deutlich unter dem diesjährigen Niveau der ersten drei Quartale.

Damit stellen die aktuellen Werte eine neue Bestmarke im Nachgang der Finanzkrise auf. Hauptsächlich dafür verantwortlich zeigen sich die asiatischen Emittenten, die in etwa für 40 % der weltweiten IPO-Aktivitäten verantwortlich waren. Folgende Grafik fasst quartalsweise die globalen Börsengänge zusammen:

### Emissionsvolumen und Anzahl der IPO's



Quelle: Ernst & Young, Dealogic, Thomson Financial

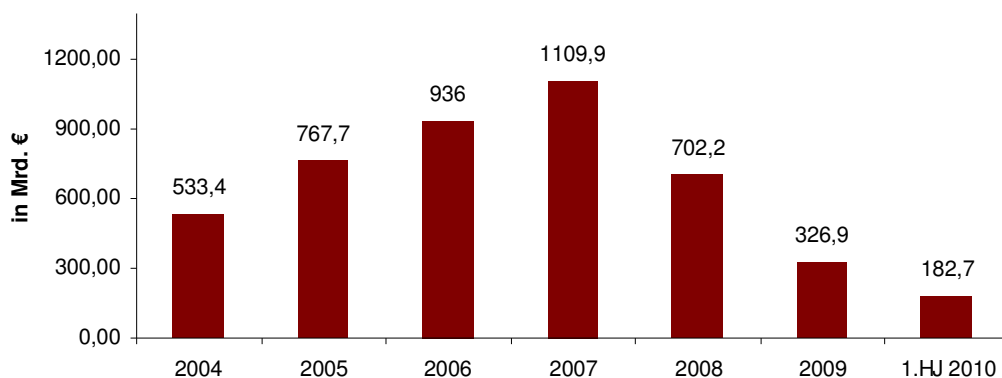
Europa trägt jedoch ebenfalls einen wesentlichen Anteil an dieser positiven Entwicklung. So konnten alleine im zweiten Quartal 2010 in Summe 52 Börsengänge mit einem Volumen von 3,6 Mrd. US-Dollar verzeichnet werden. Klar erkennbar wird hier ein positiver Trend.

Der künftige Trend soll besonders in Europa von einem zunehmenden Liquiditätsbedarf der Unternehmen getrieben werden. Einer Umfrage von mergermarket in Kooperation mit Merill DataSite „Global IPO Market Outlook“ zufolge sind die Erwartungen für Europa als positiv einzustufen. Insgesamt 88 % der Befragten erwarten für West Europa einen Anstieg oder zumindest eine Stabilisierung des aktuellen Niveaus bei den Börsengängen. Damit dürfte die Navigator mit ihrem Geschäftssegment „Investment Banking“ von diesen Vorgaben profitieren.

### Markt für M&A (Mergers & Acquisitions)

Auch als Folge der globalen konjunkturellen Erholungstendenzen und einer damit einhergehenden Entspannung an den Aktienmärkten nehmen die Aktivitäten im Bereich des M&A ebenfalls zu. Laut der Marktstudie Deal Drivers EMEA von mergermarket in Zusammenarbeit mit der HayGroup und Merrill Datasite ist weltweit eine Zunahme der Übernahmeaktivitäten zu beobachten und insbesondere Europa nimmt in dieser Entwicklung eine zentrale Rolle ein. Ende des ersten Halbjahres 2010 beläuft sich der europäische Anteil an den globalen M&A-Aktivitäten auf 27,5 % und konnte gegenüber dem Vorjahr (1.HJ 09: 23,7 %) nochmals ausgebaut werden.

### Volumen des M&A-Marktes in Europa (2004-2010)



Quelle: mergermarkets

Wie der vorstehenden Grafik zu entnehmen, basiert die zentrale Rolle Europas auf einem Volumen der M&A-Aktivitäten zum ersten Halbjahr 2010 in Höhe von 182,70 Mrd. €. Im

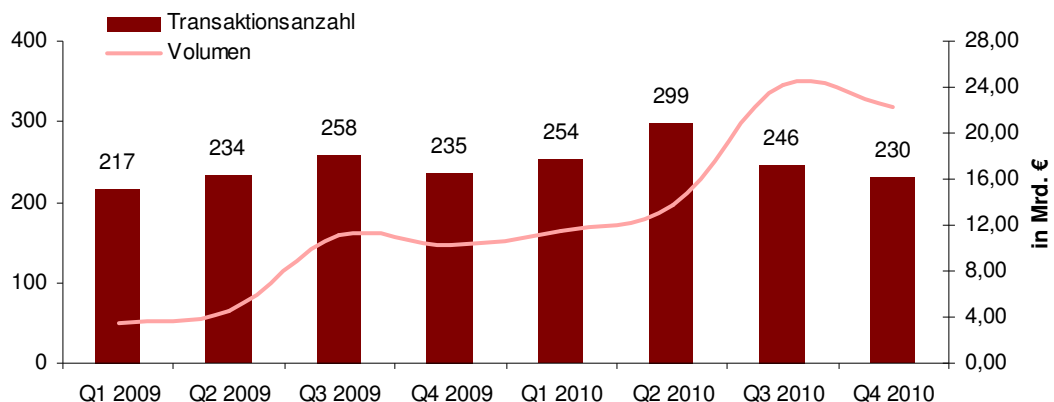
gesamten Vorjahr lag das Marktvolumen bei 145,80 Mrd. € und damit um +25,3 % unterhalb des aktuellen Wertes. Der hohe Wertzuwachs des europäischen Marktes gewinnt im Vergleich zu den USA nochmals an Bedeutung, denn die Vereinigten Staaten verzeichneten einen Marktrückgang von -14,4 %.

Die künftige Entwicklung der M&A-Branche unterliegt gemäß Analyse von mergermarkets weiterhin hohen konjunkturellen Unsicherheiten, die die Sichtbarkeit kommender Transaktionen einschränkt. Dennoch kann ein Umdenken bei den Verantwortlichen erkannt werden, welches sich in einer schnellen Adaption an das neue wirtschaftliche Umfeld auswirkt. Die M&A-Aktivitäten konzentrieren sich auf die Stärkung des operativen Geschäftes und damit nehmen die finanziellen Aspekte eine weniger wichtige Rolle ein. Hieraus folgernd dürfte Europa ein weiterhin dynamisches Marktumfeld aufzeigen.

### Private Equity - Transaktionsvolumen steigt; Branchenentwicklung positiv erwartet

Der europäische Private Equity-Markt, also der außerbörsliche Beteiligungsmarkt, konnte im Zuge des eben Dargestellten zuletzt ebenfalls eine dynamische Entwicklung aufzeigen, welche im Jahr 2010 ihren vorläufigen Höhepunkt erreichen konnte. Laut dem „unqoute Private Equity Barometer“ steigerte sich die Transaktionsanzahl auf Gesamtjahresbasis 2010 auf 1.029. damit konnte der Vorjahreswert von 944 um 9,0 % übertroffen werden. Ein noch signifikanter Anstieg wird bei der Betrachtung des Transaktionsvolumens ersichtlich, das sich von 29,4 Mrd. € (2009) auf 71,5 Mrd. € mehr als verdoppelte. Nachstehend wird diese Entwicklung grafisch sichtbar:

**Europäischer Markt für Private Equity**



Quelle: „unqoute“ Private Equity Barometer

Einen besonderen Beitrag zum Marktwachstum leistete das Buy-Out-Segment, welches sich speziell im Bereich des Transaktionsvolumens zwischen 100 Mio. € und 1.000 Mio. € erheblich steigern konnte. Die Transaktionsanzahl dieses so genannten Mid Cap-Bereiches erhöhte sich im Q4 2010 auf 36 und damit um 24 % gegenüber dem Vorquartal (Q3 10: 29). Aktivitäten unterhalb der 100 Mio. €-Grenze, welche für insgesamt 10,6 % des Gesamtmarktes verantwortlich waren, blieben demgegenüber mit 61 Transaktionen (Q4 10) auf dem Niveau des Vorquartals. Das Volumen von Buy-Outs dieser Größenordnung nahm hingegen im Quartalsvergleich um 10 % auf 2,2 Mrd. € (Q4 2010) zu.

Daraus wird das wieder steigende Interesse und ein Erholungstrend am Beteiligungsmarkt sichtbar; ein Trend, der auch für Deutschland seine Gültigkeit behält. Gemäß dem von der KfW und dem Bundesverband deutscher Kapitalgesellschaften e.V. (BVK) herausgegebenen „German Private Equity Barometer“ ist eine Aufhellung der aktuellen Einschätzung der Marktteilnehmer erkennbar. Ausdrücken lässt sich dies durch den aktuell überdurchschnittlich hohen Wert des Barometers, der im Q3 2010 bei 45,5 Punkten (Q3 2009: 16,6 Punkte) lag. Deutlich wird hiermit eine gesteigerte Erwartungshaltung der Marktteilnehmer sowohl in der Frühphasen- als auch in der Spätphasenfinanzierung.



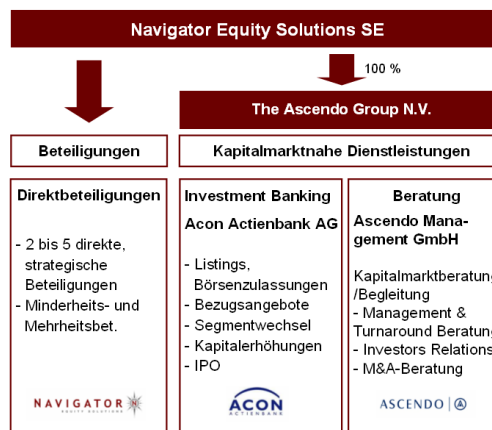
## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Geschäftsentwicklung 2007-2009 - Positive Tendenz gut erkennbar

in Mio. €	GJ 2007	GJ 2008	GJ 2009
Gesamtumsatzerlöse	12,34	17,29	18,08
EBITDA	-0,47	-3,95	0,20
EBIT	-0,61	-4,43	0,07
Jahresüberschuss	-0,38	-5,31	-0,51

Quelle: Navigator Equity Solutions SE; GBC AG

Im Gegensatz zum Eingangs dieser Studie dargestellten Konsolidierungskreis, wurden in der Vergangenheit die Geschäftssegmente nach einem anderem Muster aufgeteilt und damit fand das Reporting nach einem anderen Schema statt. Zum besseren Verständnis für die operative Entwicklung der Gesellschaft haben wir untenstehend einen Konsolidierungskreis abgebildet, der die Geschäftssegmente „as reported“ darstellt:



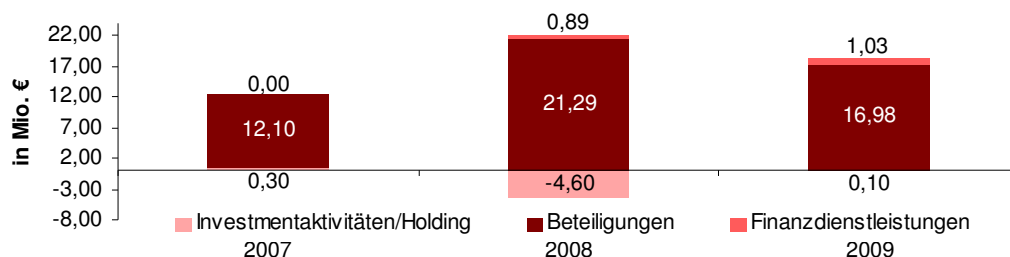
Quelle: Navigator Equity Solutions SE; GBC AG

Nach diesem Schema werden alle Beteiligungen (Mehrheits- und Minderheitsbeteiligungen) im Segment Beteiligungen dargestellt.

### Entwicklung der Umsatzerlöse 2007-2009 - kontinuierlicher Umsatzanstieg

Der Navigator ist es in den letzten Geschäftsjahren gelungen einen sukzessiven Anstieg der Gesamtumsätze aufzuzeigen. Im Geschäftsjahr 2008 konnten diese um 40,2 % deutlich auf 17,29 Mio. € (GJ 07: 12,34 Mio. €) angehoben werden. Im Geschäftsjahr 2009 lag die Veränderungsrate bei +4,5 % und damit erhöhten sich die Gesamtumsätze weiter auf 18,08 Mio. €. Eine Analyse dieser Entwicklung wird in der Aufteilung nach den für die Navigator relevanten Geschäftsbereichen möglich. Folgende Grafik unterteilt dabei die Gesamtumsätze der Geschäftsjahre 2007 bis 2009 nach den Segmenten Investmentaktivitäten/Holding, Finanzdienstleistungen und Beteiligungen.

#### Entwicklung der Umsatzerlöse nach Segmenten (2007-2009)



Quelle: Navigator Equity Solutions SE; GBC AG

## Investmentaktivitäten/Holding



Dieses Geschäftssegment vereint in erster Linie die Minderheitsbeteiligungen der Navigator, welche ihrem Wesen nach nicht vollkonsolidiert sind. Buchhalterisch werden diese in der Bilanz als Wertpapiere und damit als Finanzvermögen berücksichtigt. Zugleich unterliegen die börsennotierten Minderheitsbeteiligungen Kurschwankungen, die stichtagsbedingt bewertet wurden und damit gemäß IFRS ergebniswirksam entweder Ab- oder Aufwertungen nach sich ziehen, obwohl keine Realisierung durch den Beteiligungsverkauf stattfinden muss.

Aufgrund dieses Effektes fiel das Ergebnis aus Investmentaktivitäten in 2008 mit 4,60 Mio. € in den negativen Bereich. Einer schlechten Marktlage und damit einhergehender Kursverluste an den Börsen geschuldet, musste die Navigator den Beteiligungswert ihrer Minderheitenbeteiligungen um 5,18 Mio. € ergebniswirksam reduzieren, was wesentlich zum negativen Investmentergebnis beitrug. In Folge eines verbesserten Marktumfeldes in 2009 lagen die ergebniswirksamen Abschreibungen der Finanzanlagen mit 0,06 Mio. € dann wieder auf einem niedrigen Niveau. In Verbindung mit Erträgen aus der Veräußerung von Wertpapieren in Höhe von 0,13 Mio. € lag das Ergebnis aus Investmentaktivitäten in 2009 bei 0,10 Mio. €.

## Beteiligungsgeschäft

Die Einnahmen aus dem Beteiligungsgeschäft erhöhten sich in 2008 gegenüber dem Vorjahr 2007 deutlich von 12,10 Mio. € auf 21,29 Mio. €. Dieser Sprung lässt sich in erster Linie auf die Beteiligung Kaldron N.V. zurückführen, welche erst im Geschäftsjahr 2007 erworben wurde und daher im ersten Konsolidierungsjahr mit 0,40 Mio. € keinen nennenswerten Umsatzbeitrag leistete. Im Geschäftsjahr 2008 lag dieser bei 7,97 Mio. €.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 war bei beiden Mehrheitsbeteiligungen Kaldron N.V. und IT Competence Group N.V. zusammengenommen ein krisenbedingter Rückgang der Umsätze um 20,2 % auf 16,98 Mio. € zu beobachten. Folgende Tabelle zeigt die Umsatzentwicklung dieser beiden Beteiligungen über die Jahre 2007 bis 2009:

	 <b>Kaldron N.V.</b>			 <b>IT Competence Group N.V.</b>		
in Mio. €	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Gesamtleistung	0,40	7,97	5,87	11,70	13,32	11,11

Quelle: Navigator Equity Solutions SE; GBC AG

Gut ersichtlich wird aus dieser Aufstellung die rückläufige Umsatztendenz für das Geschäftsjahr 2009. Beide Beteiligungsunternehmen hatten in dieser Periode krisenbedingt rückläufige Umsätze zu verkräften. Die in der IT-Branche tätige Gesellschaft IT Competence Group N.V. verzeichnete aufgrund der schwachen konjunkturellen Vorgaben und damit rückläufiger Aufträge einen Umsatzrückgang in Höhe von 16,6 %. Die Umsätze der Lambion energy solutions GmbH, als einzige operative Tochtergesellschaft der Kaldron N.V. Holding, minderten sich vor allem aufgrund investitionsbedingter Auftragsverschiebungen um 26,3 %.

## Finanzdienstleistungen

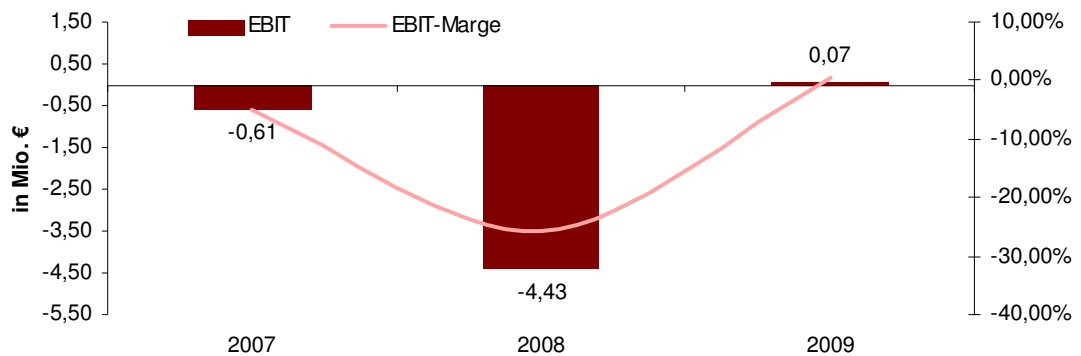
Der Geschäftsbereich der Finanzdienstleistungen umfasst die Aktivitäten der Tochtergesellschaften Ascendo Management GmbH und der ACON Actienbank AG, die beide in der Zwischenholding The Ascendo Group N.V. zusammengefasst sind. Erstmals wurde diese Zwischengesellschaft in den Konsolidierungskreis der Navigator im Juni 2008 aufgenommen und vollkonsolidiert. Ein Umstand, der gut an der Erlösentwicklung dieses Geschäftsbereiches erkannt werden kann. Denn die ersten Erlöse dieses Segmentes wurden mit 0,89 Mio. € erst im Jahr 2008 erzielt, gefolgt werden diese von 1,03 Mio. €, die im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 erzielt wurden. Sowohl das Geschäft des Investment Banking als auch das Beratungsgeschäft, welche in diesem Segment gebündelt sind, litten aber noch immer unter einer krisenbedingten spürbaren Zurückhaltung von Kapitalmarktaktivitäten.

### Ergebnisentwicklung 2007-2009 - schwieriges Jahr 2008 überwunden, 2009 positiv

Die Ergebnissituation der Navigator zeigt vor allem vor dem Hintergrund einer positiven Entwicklung des abgelaufenen Geschäftsjahres 2009 eine erfreuliche Tendenz auf. Dabei erhöhte sich das EBIT (Ergebnis vor Zinsen und Steuern) von -4,43 Mio. € (GJ 2008) auf 0,07 Mio. € (GJ 2009) und erreichte damit erstmalig seit zwei Jahren wieder einen positiven Wert.

Das negative EBIT des Geschäftsjahres 2008 basierte hauptsächlich auf der bereits angesprochenen negativen Wertentwicklung der Minderheitenbeteiligungen, welche hohe aufwandswirksame Anpassungen in Höhe von -5,18 Mio. € nach sich gezogen hatten. Aufgrund des verbesserten Kapitalmarktumfeldes lagen die aufwandswirksamen Anpassungen im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 lediglich bei -0,06 Mio. € und damit konnte auch die krisenbedingte Ergebnisschwäche des Beteiligungssegmentes aufgefangen werden. Das EBIT der zwei Beteiligungen dieses Segmentes reduzierte sich analog zu den rückläufigen Umsätzen von 1,39 Mio. € (2008) auf 1,00 Mio. € (2009) und damit um 28,0 %. Hervorzuheben ist hier die überproportionale Ergebnisminderung der Kaldron N.V. in Höhe von 53,0 %, welche aufgrund einer internationalen Vertriebsoffensive eine deutlich angestiegene Kostenquote aufgezeigt hat.

#### EBIT und EBIT-Margenentwicklung (2007-2009)



Quelle: Navigator Equity Solutions SE; GBC AG

Bezogen auf die Umsatzerlöse verbesserte sich die EBIT-Marge deutlich von -25,6 % (2008) auf 0,37 % (2009) und lag damit im positiven Bereich.

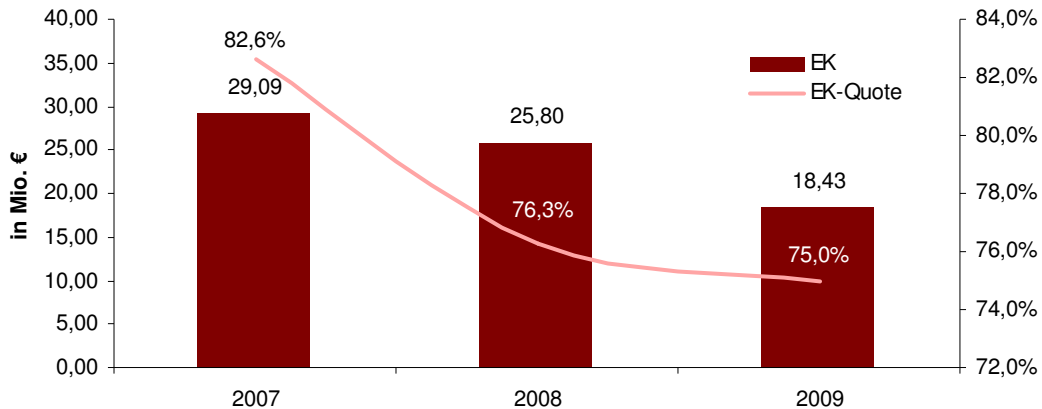
Aufgrund eines negativen Finanzergebnisses in Höhe von -0,16 Mio. € sowie von Steuer aufwendungen in Höhe von -0,23 Mio. € erzielte die Navigator im Geschäftsjahr 2009 zwar noch ein negatives Nachsteuerergebnis in Höhe von -0,51 Mio. €. Gegenüber dem Vorjahresergebnis von -5,31 Mio. € konnte dieses aber damit deutlich verbessert werden.

### Bilanzielle Entwicklung 2007-2009 - stabile Bilanz durch hohe Liquidität und EK-Quote

Die bilanzielle Situation der Gesellschaft kann als solide bezeichnet werden. Insgesamt verfügt dabei die Navigator zum 31.12.2009 über ein Eigenkapital in Höhe von 18,43 Mio. €, welches in Verbindung mit einer Bilanzsumme von 24,59 Mio. € einer Eigenkapitalquote von 75,0 % gleichkommt. Das Eigenkapital der Gesellschaft weist dabei in den letzten drei Jahren eine abnehmende Tendenz auf. So verfügte die Navigator noch zum 31.12.2007 über ein Eigenkapital von 29,09 Mio. €, welches sich in der Folgeperiode zum nächsten Bilanzstichtag 31.12.2008 auf 25,80 Mio. € reduzierte. Die entsprechenden Eigenkapitalquoten reduzierten sich ebenfalls von 82,6 % (31.12.2007) auf 76,3 % (31.12.2008).

Ausschlaggebend für diese Entwicklung waren im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 im Wesentlichen zwei Kapitalherabsetzungen in Höhe von 11,80 Mio. €. Diese wurden durch eine Reduzierung des Nennwertes je Aktie von zuvor 0,10 € auf 0,01 € umgesetzt. Ein Unterschiedsbetrag in Höhe von 6,56 Mio. € wurde an die Aktionäre in Form einer Kapitalrückzahlung zurückgeführt. Gleichzeitig wurde die Kapitalrücklage um 5,25 Mio. € auf 20,20 Mio. € (31.12.2008: 14,95 Mio. €) erhöht.

### Eigenkapitalentwicklung und EK-Quote (2007-2009)

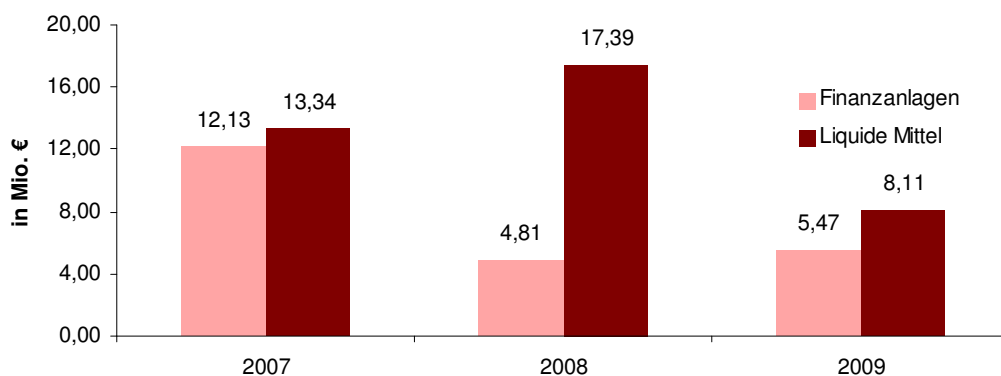


Quelle: Navigator Equity Solutions SE; GBC AG

Das Fremdkapital der Gesellschaft setzt sich zum Großteil aus kurzfristigen Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen und sonstigen Verbindlichkeiten zusammen. Zum Geschäftsjahresende 2009 belaufen sich diese auf 5,61 Mio. € und reduzierten sich somit gegenüber dem Vorjahr um 23,7 % auf 7,35 Mio. €. Diese Bilanzposition lässt sich hauptsächlich dem Beteiligungssegment zuordnen und verdeutlicht das rückläufige Geschäftsvolumen der Kaldron N.V. und der IT Competence Group N.V.

Als wesentlichste Bilanzposition der Aktivseite reduzierten sich die liquiden Mittel zum 31.12.2009 auf 8,11 Mio. € von 17,39 Mio. € (31.12.2008). Diese Entwicklung resultiert hauptsächlich aus der bereits angesprochenen Kapitalrückzahlung in Höhe von 6,56 Mio. €. Andere Effekte wie die Rückführung von kurzfristigen Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen spielten hier eine untergeordnete Rolle. Parallel hierzu erhöhten sich die Minderheitenbeteiligungen umfassenden Finanzanlagen von 4,81 Mio. € (31.12.2008) auf 5,47 Mio. € (31.12.2009). Eine überproportionale Reduktion hingegen musste die Navigator bei dieser Bilanzposition im Geschäftsjahr 2008 aufweisen. Gegenüber 2007 minderten sich dabei die Finanzanlagen damals aufgrund der negativen Marktlage von 12,13 Mio. € (31.12.2007) deutlich auf 4,81 Mio. € (31.12.2008). Untenstehende Grafik fasst die Entwicklung der Finanzanlagen und der liquiden Mittel zusammen:

### Liquide Mittel und Finanzanlagen (2007-2009)



Quelle: Navigator Equity Solutions SE; GBC AG

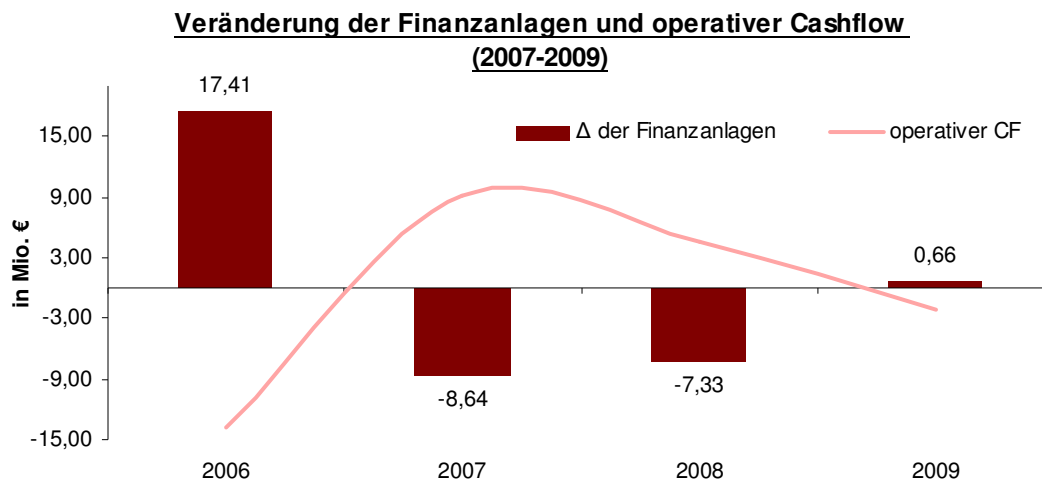
Die Beteiligungsbuchwerte der „The Ascendo Group N.V.“, sowie der zwei Mehrheitsbeteiligungen des Beteiligungssegmentes sind zum Großteil als Goodwill dem langfristigen Anlagevermögen zugeordnet. Dieser beläuft sich per Jahresresultimo 2009 auf 8,17 Mio. € und blieb damit gegenüber dem Vorjahreswert von 8,16 Mio. € (31.12.2008) nahezu unverändert.

Insgesamt sind die Bilanzrelationen mit einer Eigenkapitalquote von 75,0 % als sehr solide

zu werten. Zwar gestalteten sich diese Relationen in den vergangenen Perioden rückläufig, dies lässt sich aber in erster Linie auf Bewertungseffekte aus dem Finanzanlage-segment zurückführen. Das Geschäftsmodell der Navigator wird auch künftig marktbedingten Schwankungen ausgesetzt sein, was auch bei einer weiteren Markterholung auch Aufwertungen möglich macht.

### Operativer Cashflow 2007-2009 - Finanzanlagen als wichtigste Kenngröße

Als wesentliche Einflussgröße auf den operativen Cashflow haben wir die Veränderungen des Finanzanlagevermögens identifizieren können. Da der Geschäftszweck der Navigator auch die Minderheitenbeteiligung an börsennotierten Unternehmen umfasst, werden die entsprechenden liquiditätswirksamen Veränderungen der Finanzanlagen als operativer Cashflow erfasst. Insgesamt belief sich der operative Cashflow in 2009 auf -2,09 Mio. € und minderte sich damit gegenüber dem Vorjahreswert von 4,60 Mio. € (GJ 08). Wesentlich hierfür ist eine im Geschäftsjahr 2008 erfolgte Veräußerung von Finanzanlagen in Höhe von 8,00 Mio. €, wohingegen im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 der Erwerb von Finanzanlagen in Höhe von 0,56 Mio. € die Liquiditätssituation belastete. Aufgrund einer ähnlichen Transaktion in 2007 (Verkauf von Finanzanlagen in Höhe von 7,89 Mio. €) war die Gesellschaft damals in der Lage einen positiven operativen Cashflow von 9,24 Mio. € aufzuzeigen. Folgende Grafik stellt die Beziehung des operativen Cashflows zu den Veränderungen der Finanzanlagen her:



Quelle: Navigator Equity Solutions SE; GBC AG

### Geschäftsentwicklung 1. HJ 2010 - Umsatzrückgang durch Verkauf der Kaldron N.V.

in Mio. €	1.HJ 2009	Δ 2009/2010	1.HJ 2010
Gesamtumsatzerlöse	10,58	-32,9 %	4,88
EBITDA	0,28	-46,7 %	0,15
EBIT	0,21	-54,8 %	0,09
Jahresüberschuss	0,13	neg.	-0,07

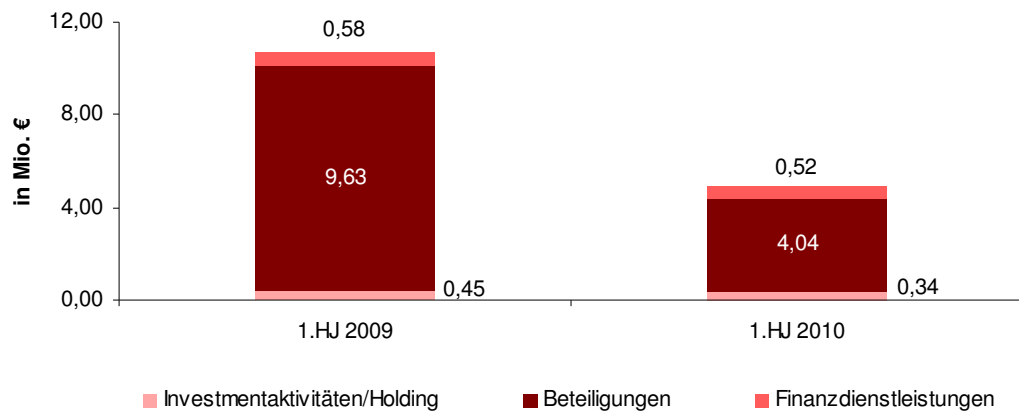
Quelle: Navigator Equity Solutions SE; GBC AG

Im ersten Halbjahr 2010 erwirtschaftete die Navigator Umsatzerlöse in Höhe von 4,54 Mio. €, welche zusammen mit den Erlösen aus dem Investmentbereich in Höhe von 0,34 Mio. € zu Gesamtumsätzen in Höhe von 4,88 Mio. € geführt haben. Gegenüber dem Vorjahr reduzierten sich diese um 32,9 % (VJ: 10,58 Mio. €).

Aus der nachstehenden Grafik, welche die Entwicklung der einzelnen Segmente im Vorjahresvergleich darstellt wird das rückläufige Beteiligungsgeschäft, das sich gegenüber dem ersten Halbjahr 2009 um 58,1 % auf 4,04 Mio. € (VJ: 9,63 Mio. €) reduzierte, besonders gut ersichtlich. Ein wesentlicher Aspekt dieser Entwicklung ist die im ersten Quartal 2010 erfolgte Veräußerung der Mehrheitsbeteiligung an der Kaldron N.V., die damit in der abgelaufenen Periode keinen Umsatzbeitrag geleistet hat. Die Umsatzerlöse der Kaldron N.V. lagen im Vorjahreszeitraum noch bei 3,60 Mio. €. Desweiteren war die Ertragslage der IT

Competence Group N.V. durch Kapazitätsanpassungen als Folge der Finanzkrise negativ beeinflusst. Dadurch reduzierten sich die Umsätze aus dieser Mehrheitsbeteiligung um 33,1 % auf 4,04 Mio. € (VJ: 6,03 Mio. €).

### Umsatzentwicklung nach Segmenten (1HJ 2009 vs. 1HJ 2010)



Quelle: Navigator Equity Solutions SE; GBC AG

Im Bereich der Finanzdienstleistungen war trotz eines verbesserten Kapitalmarktumfeldes sowohl im Bereich des Investment Banking als auch im Beratungsgeschäft noch eine verhaltene Entwicklung zu verzeichnen. Diese bewirkte eine Reduktion der Umsätze dieses Geschäftssegmentes auf 0,52 Mio. €, die damit um 11,5 % unter dem Vorjahreswert von 0,58 Mio. € ausfielen. Komplettiert werden die Gesamtumsätze der Gesellschaft durch die Erlöse aus dem Investmentbereich, welche die Erlöse der Minderheitenbeteiligungen repräsentieren. Diese unterliegen unaturngemäß marktbedingten Schwankungen, welche sich im ersten Halbjahr 2010 positiv auf die Ertragssituation der Navigator auswirkten. Insgesamt erzielte die Gesellschaft in diesem Bereich Umsätze in Höhe von 0,34 Mio. € (1. HJ 2009: 0,45 Mio. €).

### **Ergebnisentwicklung 1. HJ 2010 - leicht negativ durch Kaldron-Verkauf**

Als Folge der geminderten Umsatzbasis reduzierte sich das operative Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) von 0,21 Mio. € (1.HJ 09) um 54,8 % auf 0,09 Mio. €. Der im Vergleich zur Umsatzentwicklung überproportionale Rückgang ist im wesentlichen auf die fehlenden Ergebnisbeiträge der verkauften Mehrheitsbeteiligung Kaldron N.V. zurückzuführen. Desweiteren konnte in der Vergleichsperiode des Vorjahres auf Holding-Ebene ein positives EBIT von 0,13 Mio. € erzielt werden, wohingegen in der abgelaufenen Periode ein EBIT von -0,07 die Ergebnissituation der Navigator belastete.

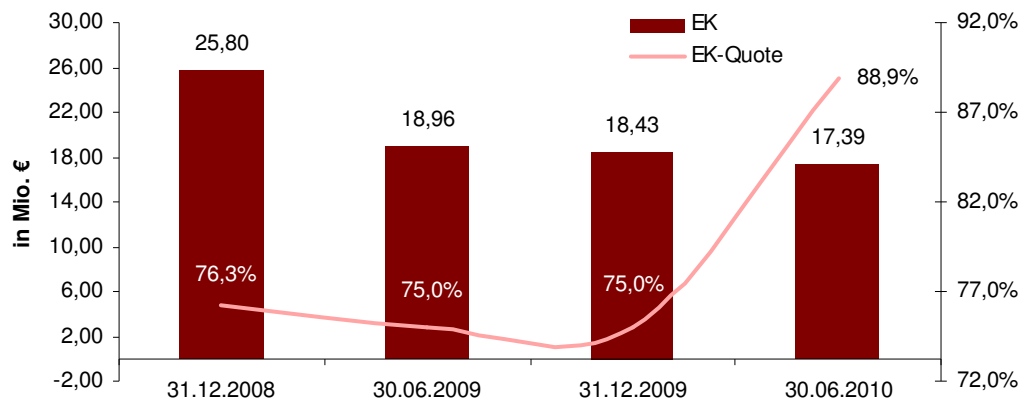
Unter Berücksichtigung eines negativen Finanzergebnisses von -0,03 Mio. € (VJ: -0,05 Mio. €), eines Steueraufwandes von -0,11 Mio. € (VJ: -0,04 Mio. €) sowie von Minderheitenanteilen von -0,02 Mio. € (VJ: 0,02 Mio. €) reduzierte sich das Nachsteuerergebnis auf -0,07 Mio. € leicht in den negativen Bereich (VJ: 0,13 Mio. €).

### **Bilanzielle Situation - nochmals verbesserte Bilanzrelationen nach Kaldron-Verkauf**

Der Verkauf der Kaldron N.V. hat zu erheblichen Veränderungen beim Bilanzbild der Navigator geführt. Aufgrund der Entkonsolidierung reduzierte sich die Bilanzsumme von 24,59 Mio. € (31.12.2009) auf 19,57 Mio. €. Bei einem Eigenkapital von 17,39 Mio. € (31.12.2009: 18,43 Mio. €) ergibt dies eine deutliche Steigerung der EK-Quote von 75,0 % (31.12.2009) auf 88,9 %.

Hauptsächlich durch die Entkonsolidierung der Kaldron N.V. reduzierten sich die liquiden Mittel und Finanzanlagen der Gesellschaft auf 9,43 Mio. € (31.12.2009: 13,58 Mio. €). Nach wie vor ist jedoch die Navigator mit einer hohen und komfortablen Liquidität ausgestattet.

### Eigenkapitalentwicklung und EK-Quote zum 30.06.2010



Quelle: Navigator Equity Solutions SE; GBC AG

### **Geschäftsentwicklung 9M 2010 - Noch leicht negativ, für Gesamtjahr 2010 dennoch positives Ergebnis erwartet**

Auf 9-Monatsbasis minderten sich die Gesamtumsätze der Gesellschaft von 15,36 Mio. € (9M 09) deutlich auf 7,45 Mio. €. Analog zur Entwicklung der Halbjahresumsätze 2010 wird hier der aus dem Verkauf der Beteiligung Kaldron N.V. resultierende Umsatzrückgang ersichtlich. Darüberhinaus wirkte sich die Umsatzschwäche der vollkonsolidierten IT Competence Group N.V. negativ aus. So reduzierten sich innerhalb der ersten drei Quartale 2010 die Umsätze dieser Beteiligung von 8,73 Mio. € (9M 09) auf 6,44 Mio. € und damit um 26,2 %. In der Einzelbetrachtung des dritten Quartals 2010 kann trotz dieses Rückgangs ein positiver Trend beobachtet werden. Denn die Quartalsumsätze in Höhe von 2,4 Mio. € lagen oberhalb der im laufenden Geschäftsjahr 2010 erzielten Quartalsumsätze. Diese beliefen sich auf 2,2 Mio. € (Q1 10) respektive auf 1,8 Mio. € (Q2 10).

Das operative Ergebnis EBIT minderte sich in den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2010 von 0,29 Mio. € auf -0,08 Mio. €. Zwar steuerte die IT Competence Group N.V. mit 0,46 Mio. € einen positiven Ergebnisbeitrag bei, aufgrund von Holdingkosten in Höhe von -0,37 Mio. € sowie eines negativen Ergebnisses aus dem Finanzdienstleistungsgeschäft fiel das EBIT negativ aus. In Folge dessen reduzierte sich das das Nachsteuerergebnis von 0,02 Mio. € (9M 09) auf -0,27 Mio. €.

Für das Gesamtjahr 2010 erwarten wir dennoch ein insgesamt positives Ergebnis für die Navigator SE und auch Bottom-Line ein leichtes Plus (siehe nachfolgende Prognosen).

**Zahlen im Überblick**

GuV (in Mio. €)	GJ 2008	Δ in %	GJ 2009	Δ in %	GJ 2010e	Δ in %	GJ 2011e	Δ in %
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>21,885</b>	<b>+79,6 %</b>	<b>17,961</b>	<b>-17,9 %</b>	<b>12,200</b>	<b>-32,1 %</b>	<b>14,619</b>	<b>+19,8 %</b>
Ergebnis aus Investmentaktivitäten	-4,593	-3182,6 %	0,115	k.A.	0,200	+73,9 %	0,250	+25,0 %
<b>Gesamtumsatzerlöse</b>	<b>17,292</b>	<b>+40,2 %</b>	<b>18,076</b>	<b>+4,5 %</b>	<b>12,400</b>	<b>-31,4 %</b>	<b>14,869</b>	<b>+18,3 %</b>
Umsatzkosten	-11,072	+125,7 %	-8,140	-26,5 %	-4,200	-48,4 %	-4,556	+8,5 %
Personalaufwand	-6,826	+36,7 %	-6,932	+59,7 %	-5,560	-19,8 %	-6,557	+17,9 %
Abschreibungen	-0,126	-8,0 %	-0,134	+1,6 %	-0,140	+4,5 %	-0,150	+7,1 %
Goodwill-Afa	-0,350	k.A.	0,000	neg.	0,000	0,0 %	0,000	0,0 %
sonstige Aufwendungen	-3,346	+15,0 %	-2,803	-16,2 %	-2,060	-26,5 %	-2,456	+19,2 %
<b>EBIT</b>	<b>-4,428</b>	<b>neg.</b>	<b>0,067</b>	<b>k.A.</b>	<b>0,440</b>	<b>+556,7 %</b>	<b>1,150</b>	<b>+161,4 %</b>
Finanzerträge	0,000	k.A.	0,051	k.A.	0,050	-2,0 %	0,050	0,0 %
Finanzaufwendungen	-0,027	+285,7 %	-0,209	+674,1 %	-0,160	-23,4 %	-0,150	-6,3 %
<b>EBT</b>	<b>-4,455</b>	<b>neg.</b>	<b>-0,091</b>	<b>neg.</b>	<b>0,330</b>	<b>neg.</b>	<b>1,050</b>	<b>+218,2 %</b>
Steuern	-0,456	neg.	-0,237	-48,0 %	-0,240	+1,3 %	-0,526	+119,2 %
Minderheitenanteile	-0,401	neg.	-0,178	-55,6 %	-0,050	-71,9 %	-0,100	+100,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-5,312</b>	<b>neg.</b>	<b>-0,506</b>	<b>neg.</b>	<b>0,040</b>	<b>neg.</b>	<b>0,424</b>	<b>+960,0 %</b>
EBITDA	-3,952		0,201		0,580		1,300	
in %	neg.		1,1 %		4,7 %		8,9 %	
EBIT	-4,428		0,067		0,440		1,150	
in %	neg.		0,4 %		3,6 %		7,9 %	
Ergebnis je Aktie in €* Dividende je Aktie in €	-0,99 0,00		-0,09 0,00		0,01 0,00		0,08 0,00	

\* Ergebnis je Aktie auf Basis der aktuellen Aktien abzüglich der eigenen Anteile der Navigator in Höhe von 5,35 Mio. Stück



## Prognose 2010 und 2011 - positive Erwartung im Zuge der konjunkturellen Erholung

in Mio. €	GJ 2009	GJ 2010e	GJ 2011e
Gesamtumsatzerlöse	18,08	12,40	14,87
EBITDA	0,20	0,58	1,30
EBIT	0,07	0,44	1,15
Jahresüberschuss	-0,51	0,04	0,42
EPS	-0,09	0,01	0,08

\* Ergebnis je Aktie auf Basis der aktuellen Aktien abzüglich der eigenen Anteile der Navigator in Höhe von 5,35 Mio. Stück

Quelle: GBC AG

Die Umsatz- und Ergebnisprognosen der Navigator basieren in erster Linie auf der operativen Entwicklung der beiden vollkonsolidierten Tochtergesellschaften „IT Competence Group N.V.“ sowie „The Ascendo Group N.V.“. Hier ist zu berücksichtigen, dass die Entkonsolidierung durch den Verkauf der Mehrheitsbeteiligung an der Kaldron N.V. einen minderen Effekt auf der Umsatzebene nach sich zieht. Ein weiterer wichtiger Aspekt ist das Ergebnis aus Investmentaktivitäten, welches vollständig durch die Aktienkursentwicklung der Minderheitenbeteiligungen (bsp. Catalis SE) dargestellt wird. Diese zwei Einflussgrößen wurden im Rahmen der Prognosen für die Geschäftsjahre 2010 und 2011 um die Holdingkosten bereinigt um somit aussagekräftige Schätzungen auf Holdingebene zu formulieren.

### IT Competence Group N.V.

Die IT Competence Group N.V. musste im Rahmen des allgemein schwachen Umfeldes im Geschäftsjahr 2009 einen Umsatzrückgang von 16,5 % auf 11,1 Mio. € ausweisen. Diese Situation wurde von der Gesellschaft insbesondere bei ihrer Tochter HIC dazu genutzt, um Kostenanpassungsmaßnahmen vorzunehmen und damit konnte die Gesellschaft mit 0,10 Mio. € weiterhin profitabel bleiben. Vor dem Hintergrund des deutlich verbesserten konjunkturellen Umfeldes, welches sich nach neuesten Schätzungen überproportional auf die IT-Branche auswirken sollte, dürfte die operative Entwicklung der IT Competence Group N.V. ebenfalls überproportional zulegen. Auf Gesamtjahresbasis 2010 erwarten wir mit Umsätzen von 10,50 Mio. € zwar eine leichte Reduktion, das Ergebnis dürfte jedoch aufgrund der Kosteneinsparmaßnahmen auf 0,40 Mio. € ansteigen. Für 2011 erwarten wir im Zuge der weiteren wirtschaftlichen Belebung Umsatzerlöse in Höhe von 12,30 Mio. €, bei einem Nachsteuerergebnis von 0,60 Mio. €.

### The Ascendo Group N.V.

The Ascendo Group N.V. bündelt die Aktivitäten des Geschäftsbereiches Finanzdienstleistungen mit den Geschäftsfeldern Investment Banking und dem Beratungsgeschäft, die beide im Geschäftsjahr 2009 unter der krisenbedingten spürbaren Zurückhaltung von Kapitalmarktaktivitäten litten. Diese Situation hatte sich auch auf die Entwicklung des ersten Halbjahres 2010 niedergeschlagen, was sich in einem leicht negativen Nachsteuerergebnis von -0,06 Mio. € ausgewirkt hat. Unter konservativen Annahmen erwarten wir eine ähnliche Entwicklung im zweiten Halbjahr 2010 und damit liegen die von uns erwarteten Umsätze in 2010 bei 1,45 Mio. € bei einem erwarteten Nachsteuerergebnis von -0,12 Mio. €. Unter der Voraussetzung eines freundlichen Kapitalmarktumfeldes dürfte bei der The Ascendo Group N.V. in 2011 eine deutliche Verbesserung der Umsätze auf 2,10 Mio. € als unsere Zielmarke erachtet werden. Der prognostizierte Jahresüberschuss in 2011 liegt bei 0,07 Mio. €.

Ein weiterer Treiber der operativen Entwicklung der Holdinggesellschaft Navigator ist wie bereits dargestellt die Kursentwicklung der Minderheitenbeteiligungen, die naturgemäß stark von den Börsenentwicklung abhängt. Auf Gesamtjahresbasis 2010 erwarten wir Kursgewinne von 0,20 Mio. €, die im kommenden Geschäftsjahr 2011 auf 0,25 Mio. € ansteigen könnten.

In der nachfolgenden Tabelle haben wir das eben Erwähnte nochmals zusammengefasst, um einen Überblick der Einflussgrößen auf unsere Prognosen zu geben:

in Mio. €	IT Competence Group N.V.	The Ascendo Group N.V.	Minderheitenbeteiligungen	Holding	Gesamt
Umsatzerlöse 2010e	10,50	1,45	-	0,25	<b>12,20</b>
Kursgewinne 2010e	-	-	0,20	-	<b>0,20</b>
Gesamtumsätze					<b>12,40</b>
Periodenergebnis 2010e	0,40	-0,12	0,20	-0,44	<b>0,04</b>
Umsatzerlöse 2011e	12,30	2,10	-	0,20	<b>14,62</b>
Kursgewinne 2011e	-	-	0,25	-	<b>0,25</b>
Gesamtumsätze					<b>14,87</b>
Periodenergebnis 2011e	0,60	0,07	0,25	-0,50	<b>0,42</b>

Quelle: GBC AG

Auf Holdingebene haben wir somit für das Jahr 2010 Umsätze in Höhe von 0,25 Mio. € bei Holdingkosten von 0,44 Mio. berücksichtigt. Für das kommende Geschäftsjahr 2011 erwarten wir eine leichte Reduktion der Umsätze auf 0,20 Mio. € bei einem leichten Anstieg der Holdingkosten auf 0,50 Mio. €.

## Bewertung/Fazit

### NAV-Bewertung

Bei der Navigator haben wir eine Sum-of-Parts-Bewertung der Bewertung durch ein DCF-Modell vorgezogen. Die Gründe hierfür liegen im Geschäftsmodell der Gesellschaft begründet, welches einen Beteiligungscharakter und damit gleichzeitig eine hohe Abhängigkeit von der Entwicklung der einzelnen Beteiligungen aufweist.

Über eine Peer-Group-Bewertung haben wir im ersten Schritt die Werthaltigkeit der Firmenwerte der aktuell zwei vollkonsolidierten Tochtergesellschaften „IT Competence Group N.V.“ und „The Ascendo Group N.V.“ überprüft und die somit ermittelten Werte in der Sum-of-Parts-Bewertung mit berücksichtigt. Es muss hierbei beachtet werden, dass es zu Abweichungen zu den in der Bilanz dargestellten Werten kommen kann.

Im zweiten Schritt wurden die weiteren Beteiligungen zum Fair-Value-Ansatz zum 30.09.2010 hinzugezogen. Der von uns verwendete Wertansatz findet sich in der Bilanz der Navigator unter der Position „veräußerbare Wertpapiere“ („Investments held for trading“) wieder und stellt die börsennotierten Minderheitenbeteiligungen der Gesellschaft zu ihren jeweiligen Aktienkursen dar. Der faire Aktienwert wurde nach Hinzurechnung der Nettoliquidität und nach Abzug eines von uns als fair erachteten Abschlages für mögliche Beteiligungsrisiken ermittelt.

### Peer-Group-Bewertung

#### IT Competence Group N.V.

Als Vergleichsunternehmen für die 81,3%ige Beteiligung IT Competence Group N.V. haben wir verschiedene Unternehmen aus dem Bereich der IT-Beratung herangezogen. Die aus dieser Peer-Group ermittelten Multiplikatoren geben unseres Erachtens einen guten Anhaltspunkt für die Bewertung dieser Navigator-Tochter.

Unternehmen	Market-Cap. in Mio. €	EV in Mio. €	EV/Sales 10e	EV/Sales 11e	EV/ EBIT10e	EV/ EBIT11e	KGV 10e	KGV 11e
adesso AG	34,52	31,95	0,40	0,37	9,40	7,26	13,81	11,51
Cenit AG	46,42	34,04	0,38	0,36	8,64	7,09	15,90	13,08
SEVEN PRINCIPLES AG	24,34	24,31	0,32	0,27	7,28	5,39	11,59	8,37
GFT Group AG	117,41	85,76	0,35	0,32	7,37	5,81	13,65	10,69
REALTECH AG	47,50	39,14	0,70	0,68	12,00	7,87	21,79	14,71
Allgeier Holding AG	113,20	109,77	0,36	0,33	9,98	7,32	7,39	7,78
Cancom IT Systeme AG	113,94	111,90	0,21	0,19	8,67	7,40	14,55	11,93
<b>Median</b>			<b>0,36</b>	<b>0,33</b>	<b>8,67</b>	<b>7,26</b>	<b>13,81</b>	<b>11,51</b>
<b>Arithmetisches Mittel</b>			<b>0,39</b>	<b>0,36</b>	<b>9,05</b>	<b>6,88</b>	<b>14,10</b>	<b>11,15</b>

Quelle: Thomson Reuters

Auf der Basis des Gesamtunternehmenswertes konnten wir somit folgende Multiplikatoren herausfiltern:

Faire Multiples (Median)	EV/Sales	EV/EBIT	KGV	Faire Multiples (Mittelwert)	EV/Sales	EV/EBIT	KGV
2010e	0,36	8,67	13,81	2010e	0,39	9,05	14,10
2011e	0,33	7,26	11,51	2011e	0,36	6,88	11,15

Als Grundlage für die Bewertung auf Basis der Peer-Group ziehen wir die Umsatzerlöse, das EBIT sowie den Jahresüberschuss der Schätzzahre 2010 und 2011 heran. Gemäß ermittelter Multiplikatoren ergeben sich damit die nachfolgenden fairen Bewertungen:

Bewertung nach Median	EV/Sales	Gewichtung	EV/EBIT	Gewichtung	KGV	Gewichtung
2010e	3,55	8,33 %	5,83	8,33 %	5,52	8,33 %
2011e	3,78	8,33 %	5,57	8,33 %	6,90	8,33 %
Bewertung nach Mittelwert	EV/Sales	Gewichtung	EV/EBIT	Gewichtung	KGV	Gewichtung
2010e	3,83	8,33 %	6,10	8,33 %	5,64	8,33 %
2011e	4,18	8,33 %	5,26	8,33 %	6,69	8,33 %

Wir bei der IT Competence Group N.V. einen fairen Unternehmenswert von 5,24 Mio. € und damit bei einer 81,3 % Beteiligungsquote von 4,26 Mio. € ermittelt. Der in der Bilanz erfasste Beteiligungsansatz zu dieser Tochtergesellschaft beläuft sich auf 4,79 Mio. € (31.12.2009).

### The Ascendo Group N.V.

Die Peer-Group-Bewertung der 100%igen Beteiligung The Ascendo Group N.V. haben wir lediglich auf Basis der KGV-Multiples vorgenommen. Die operativen Ergebnisse der in der Peer-Group aufgenommenen Vergleichsunternehmen können aufgrund der Geschäftstätigkeit nur schwerlich nach EBITDA oder EBIT hin aufgelöst werden. Für Finanzunternehmen erscheint uns nur eine Betrachtung, wie wir sie nachfolgend vorgenommen haben, als sinnvoll:

Unternehmen	Market-Cap. in Mio. €	KGV 11e	KGV 12e
Baader Bank AG	149,20	7,49	5,76
Berliner Effektengesellschaft AG	107,18	0,00	27,13
Varengold Wertpapierhandelsbank AG	29,11	5,41	5,24
<b>Median</b>		<b>5,41</b>	<b>5,76</b>
<b>Arithmetisches Mittel</b>		<b>4,30</b>	<b>12,71</b>

Quelle: Thomson Reuters

Wie man erkennen kann, wurden hier die Prognosen der Geschäftsjahre 2011 und 2012 für die Bewertung hinzugezogen. Aufgrund der Tatsache, dass die 2010er Gewinnprognosen für einen Großteil der Peer-Group-Unternehmen, aber auch für die The Ascendo Group N.V., negativ ausfallen, können für 2010 keine aussagekräftigen Multiples generiert werden. Folgende Multiplikatoren haben wir ermittelt:

Faire Multiples (Median)	KGV	Faire Multiples (Mittelwert)	KGV
2011e	5,41	2011e	4,30
2012e	5,76	2012e	12,71

Auf Basis der Multiplikatoren können folgende faire Bewertungen ermittelt werden:

Bewertung nach Median	KGV	Gewichtung	Bewertung nach Mittelwert	KGV	Gewichtung
2011e	0,37	25,00 %	2011e	0,30	25,00 %
2012e	1,53	25,00 %	2012e	3,38	25,00 %

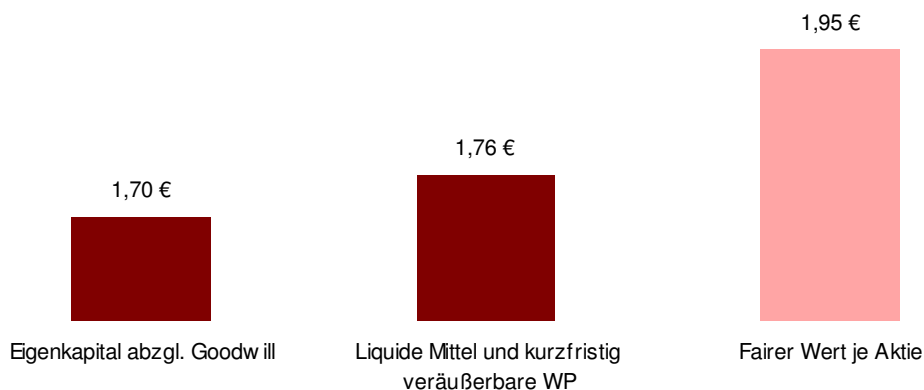
Die gemittelten KGV-Multiplikatoren-Werte ergeben einen fairen Unternehmenswert für Ascendo auf Grundlage der Gewinnprognosen für die Geschäftsjahre 2011 und 2012 von 1,40 Mio. €. Diesen Wertansatz haben wir in der nachfolgenden Sum-of-Parts-Darstellung berücksichtigt:

## Sum-Of-Parts-Bewertung der Navigator Equity Solutions SE

konsolidierte Unternehmen	in Mio. €
IT Competence Group N.V. (bei Beteiligungsquote: 100 %)	5,24
<b>IT Competence Group N.V. (bei Beteiligungsquote: 81,3 %)</b>	<b>4,26</b>
<b>The Ascendo Group N.V. (Beteiligungsquote: 100 %)</b>	<b>1,40</b>
<b>Zwischensumme</b>	<b>5,66</b>
<b>börsennotierte Minderheitenbeteiligungen zum fair value (30.09.2010)</b>	
Wertpapiere (Bilanzansatz zum 30.09.2010) hierunter sind die Minderheitenbeteiligungen Catalis SE, ProPharm AG, etc. erfasst	3,04
<b>Zwischensumme</b>	<b>8,70</b>
Nettoliiquidität	3,56
<b>Gesamtunternehmenswert</b>	<b>12,26</b>
Abschlag in Höhe von 15 % für mögliche Beteiligungsrisiken	-1,84
<b>Fairer Unternehmenswert</b>	<b>10,42</b>
<b>Unternehmenswert je Aktie (Anzahl Aktien abzüglich eigener Aktien = 5,35 Mio. Stück)</b>	<b>1,95 €</b>

Auf Grundlage der im Rahmen der Peer-Group ermittelten Unternehmenswerte für die zwei vollkonsolidierten Beteiligungen, zuzüglich der Wertpapiere zum fair value-Bilanzansatz und der Nettoliiquidität, ergibt sich ein Gesamtunternehmenswert von 12,26 Mio. €. Unter Berücksichtigung eines konservativen Abschlages für mögliche Beteiligungsrisiken von 15 % (siehe Shleifer 1992; Journal of Portfolio Management, S.199) haben wir einen fairen Unternehmenswert in Höhe von 10,42 Mio. € oder 1,95 € je Aktie ermittelt.

### EK- und Liquiditätsunterlegung des fairen Wertes je Aktie



Quelle: Navigator SE; GBC AG

Wie aus der vorstehenden Grafik zu entnehmen, ist die Berechnung des fairen Wertes je Aktie unter konservativen Gesichtspunkten vorgenommen worden. Erwähnenswert hierbei ist die gute Unterpolsterung durch den um den Goodwill bereinigten Buchwert je Aktie in Höhe von 1,70 € sowie durch die liquiden Mittel je Aktie in Höhe von 1,76 €, was in unseren Augen einen hohen Sicherheitsaspekt bietet. Zusätzlich sind hier die möglichen Kurssteigerungen der börsennotierten Minderheitenbeteiligungen nicht berücksichtigt. Insbesondere die Beteiligung an der Catalis SE weist aufgrund des erwarteten operativen Turn-Arounds und des Einstieges in attraktive Märkte ein gutes Kurspotenzial auf. Daher ist der von uns ermittelte faire Unternehmenswert, nicht zuletzt aufgrund des vorgenommenen Sicherheitsabschlages unseres Erachtens, als konservativ zu betrachten.

## Fazit

### Hohes Kurspotenzial und gute Liquiditätsabsicherung

Die Navigator Equity Solutions SE ist eine Beteiligungsgesellschaft mit dem Fokus auf kapitalmarktnahe Dienstleistungen, der darüberhinaus im Rahmen von Direktbeteiligungen von verschiedenen Mehrheits- und Minderheitsbeteiligungen flankiert wird. Die kapitalmarktnahen Dienstleistungen sind hierbei in der 100%igen Tochtergesellschaft The Ascendo Group N.V. gebündelt, die die Geschäftsbereiche Investment Banking und Beratung abdeckt. Im Segment Direktbeteiligungen verfügt die Navigator Equity Solutions SE derzeit über eine 81,3%ige Mehrheitsbeteiligung am IT-Dienstleister IT Competence Group N.V. sowie über mehrere Minderheitsbeteiligungen (z.B. Catalis SE). Demnach sind derzeit mit The Ascendo Group N.V. und IT Competence Group N.V. zwei Tochtergesellschaften vollkonsolidiert.

Mit ihrer Strategie bewegt sich die Navigator Equity Solutions SE in den für Beteiligungsunternehmen wichtigen Public- und Private Equity - Märkten, welche in ihrer Entwicklung stark an die konjunkturellen Vorgaben gebunden sind. Dementsprechend positiv gestalten sich aktuell vor dem Hintergrund der konjunkturellen Erholungsanzeichen die Vorgaben dieser Teilmärkte. So dürfte der Public Equity-Markt aufgrund des beobachtbaren zunehmenden Liquiditätsbedarfes der Unternehmen eine positive Entwicklung aufzeigen. Ebenfalls von hoher Bedeutung für die Gesellschaft, hier speziell für den Geschäftsbereich der kapitalmarktnahen Dienstleistungen, ist die Entwicklung des M&A-Marktes, der gemessen am Volumen bereits im Geschäftsjahr 2009 den Boden gefunden haben dürfte und derzeit von Erholungstendenzen geprägt ist. Im Private Equity-Bereich, also im außerbörslichen Beteiligungsmarkt, wird ebenfalls ein gesteigertes Interesse ersichtlich, das sowohl durch einen Volumenanstieg als auch durch steigende Transaktionszahlen belegt wird.

Vor diesem Hintergrund gelang es der Gesellschaft im Geschäftsjahr 2009 wieder eine positive Tendenz aufzuzeigen. Zwar minderten sich die Umsätze in den Mehrheitsbeteiligungen (Stand: 31.12.2009) IT Competence Group N.V. und Kaldron N.V. von 21,29 Mio. € (2008) auf 16,98 Mio. €, diese konnten jedoch durch die positive Entwicklung der Minderheitenbeteiligungen und des Geschäftsbereiches Finanzdienstleistungen ausgeglichen werden. Demnach lagen die erzielten Gesamtumsätze mit 18,07 Mio. € sogar über dem Wert des Vorjahres von 17,29 Mio. €. Abgebildet wird dieser Anstieg auch im operativen Ergebnis, das sich von -4,43 Mio. € auf 0,07 Mio. € ins Plus steigerte.

Da die Navigator Equity Solutions SE im laufenden Geschäftsjahr 2010 ihre Mehrheitsbeteiligung Kaldron N.V. veräußerte, musste in der Umsatz- und Ergebnisentwicklung des ersten Halbjahres 2010 eine rückläufige Tendenz beobachtet werden. Demnach reduzierten sich die Umsätze von 10,58 Mio. € auf 4,88 Mio. €. Dies wirkte sich auf das EBIT aus, welches sich von 0,21 Mio. € auf 0,09 Mio. € ebenfalls minderte. Im Zuge der konjunkturellen Erholung dürfte jedoch die Gesellschaft, aufgrund einer erwarteten positiven Entwicklung sowohl der aktuellen Mehrheits- als auch der Minderheitsbeteiligungen ein ansteigendes Ergebnisniveau aufzeigen. Auf Gesamtjahresbasis 2010 prognostizieren wir ein EBIT von 0,44 Mio. € bei einem Umsatzniveau von 12,40 Mio. €. Wir sind zuversichtlich, dass im kommenden Geschäftsjahr 2011 ein EBIT von 1,15 Mio. € erreicht werden kann, das bei erwarteten Umsätzen von 14,87 Mio. € einer guten EBIT-Marge von 7,7 % entspricht.

Wir haben die Navigator Equity Solutions SE im Rahmen eines Sum-Of-Parts-Ansatzes bewertet. Hierfür haben wir anhand von Peer-Group-Multiples die zwei vollkonsolidierten Tochtergesellschaften The Ascendo Group N.V. und IT Competence Group N.V. bewertet und die somit ermittelten NAV's als Grundlage für die Sum-Of-Parts Bewertung verwendet. **Nach Hinzurechnung der Fair Values (Stand: 30.09.2010) der Minderheitengesellschaften sowie der Nettoliquidität der Holdinggesellschaft wurde der faire Unternehmenswert in Höhe von 10,42 Mio. € und damit 1,95 € je Aktie ermittelt. Erwähnenswert hierbei ist zudem die gute Unterpolsterung durch den um den Goodwill bereinigten Buchwert je Aktie in Höhe von 1,70 € sowie durch die liquiden Mittel je Aktie in Höhe von 1,76 €, was in unseren Augen einen hohen Sicherheitsaspekt bietet. Vor dem Hintergrund des aktuellen Aktienkurses in Höhe von 0,85 € ergibt sich somit ein Kurspotenzial von 129,4 % und daher lautet unsere Empfehlung „KAUFEN“.**

## 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 verwandt, 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 Angebotsschreiben 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. Aktiensplitts, 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 Wertpapierte oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)****§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

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

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche 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:**

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**

**Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst**

**§ 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](mailto:compliance@gbc-ag.de)



GBC AG<sup>®</sup>  
**- 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](mailto:office@gbc-ag.de)