



erstellt durch:



Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Auszug aus dem Entry Standard-Researchguide

Entry und General Standard Konferenz vom 3. bis 5. Mai 2010

Vectron Systems

Frankfurt am Main, den 3. Mai 2010

Datum der Erstveröffentlichung: 03.05.2010

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten, die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz und die Haftungserklärung am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien gemäß § 31a WpHG bestimmt.



Datum der Veröffentlichung 03.05.2010
Analyst R. Koev

Aktienperformance (in %)

	absolut	relativ zum DAX
1 Monat	0,7	-2,3
3 Monate	25,3	14,1
6 Monate	13,8	2,1
12 Monate	3,6	-31,3

Aktiendaten

Aktienanzahl (in Mio. Stück)	1,500
Schlusskurs	14,80 Euro
	Parkett, 23.04.2010, 17:30
Marktkapitalisierung	22,19 Mio. Euro
Tagesumsatz (Ø 100 Tg. in Stk.)	2.653
52W Hoch	12.05.2009 19,80 Euro
52W Tief	15.12.2009 9,80 Euro
Erstnotiz	23.03.2007
ISIN	DE000A0KEXC7
Reuters (Code)	V3SG.DE
Bloomberg (Code)	V3S

Unternehmensdaten

Land	GE
Branche	Industriegüter
Segment	Entry Standard/Open Market
Investor Relations	Jochen Fischer
Telefon	+49 (0) 211 - 301 224 80
Email	jfischer@vectron.de
Vorstand	Jens Reckendorf Thomas Stümmler

Homepage www.vectron.de

Finanzkalender

Datum	Anlass
27.05.2010	Hauptversammlung
31.07.2010	Q2-Zahlen

News

10.03.10 Jahresergebnis 2009 im Rahmen der Erwartungen: Umsatz sinkt auf 20,5 (23,6) Mio. Euro
20.10.09 Geschäftszahlen liegen im dritten Quartal 2009 im Rahmen der Planung

Aktionärsstruktur

	Anteil
Jens Reckendorf	32,9%
Thomas Stümmler	32,9%
Jochen Fischer	6,0%
Streubesitz	28,2%

Quelle: Vectron Systems AG

Kursziel: 18,60 Euro

Votum: Kaufen

Votum vorher: -



Quelle: Bloomberg

Unternehmensprofil

Die Vectron Systems AG, gegründet 2006, mit Sitz in Münster, hat sich auf die Herstellung und den Vertrieb von intelligenten Kassensystemen und Kommunikations-Software zur Vernetzung von Filialbetrieben spezialisiert. Das Unternehmen ist gegenwärtig auf dem Gebiet der Kommunikations-Software eines der führenden Unternehmen im deutschen Markt. Im Bereich der Kassensysteme gehört das Unternehmen zu den Top 10 der europäischen Hersteller und ist Marktführer in der deutschsprachigen Gastronomie und in der Bäckereibranche (Marktanteil: ca. 20%). Die Vectron Systems AG vertreibt ihre Produkte vorwiegend in Deutschland, Österreich und den Benelux-Ländern. Weltweit wurden bis heute über 100.000 Vectron POS-Systeme installiert.

Unternehmenshistorie

- 1990 Gründung der Vectron Systems Datentechnik GmbH
- 1993 Start der Entwicklung eines eigenen Kassensystems
- 1999 Umwandlung in die Vectron Systems AG
- 2002 Einstieg der Hansa Chemie International AG als Investor
- 2005 Verschmelzung der Hansa Chemie AG auf die Vectron Systems AG (alt) und Umfirmierung in Hansa Group AG
- 2006 MBO des Geschäftsbereiches "Vectron Systems" aus der Hansa Group AG, Gründung der Vectron Systems AG (neu)
- 2007 Listing im Entry Standard

Marktumfeld

Das Marktumfeld von Vectron Systems ist durch eine große Anzahl von kleineren Wettbewerbern geprägt, die überwiegend national agieren. Gleichzeitig gibt es auch vier international ausgerichtete Konkurrenten: Micros, Casio, Sharp und Wincor Nixdorf. Vectron Systems belegt eine Zwischenposition zwischen den zwei Gruppen. Während sich die meisten Konkurrenten auf



bestimmte Branchen konzentrieren, kommt die von Vectron Systems eingesetzte Software in allen Branchen zur Anwendung. Die Kassensysteme des Unternehmens weisen insbesondere in der (System-) Gastronomie und Bäckereibranche im deutschsprachigen Raum und den Niederlanden eine hohe Marktdurchdringung auf. Generell gilt der POS-Markt in den Industrieländern als gesättigt, daher ist Wachstum in der Regel nur durch die Gewinnung von Marktanteilen möglich.

Antizyklische Investitionen belasten das EBITDA

Vectron Systems verzeichnete 2009 einen Umsatzrückgang von 13,1% auf 20,50 (23,60; unsere Prognose: 20,53) Mio. Euro. Allerdings war in den entsprechenden **Vorjahreszahlen ein Großauftrag mit einem Umsatzvolumen von rund 2,7 Mio. Euro** enthalten, so dass der Umsatzrückgang im Wesentlichen aus dem Wegfall des Großauftrags resultierte. Darüber hinaus kam es zu Umsatzrückgängen in den Auslandsmärkten, die jedoch durch einen Umsatzanstieg im deutschen Fachhandel teilweise kompensiert werden konnten. Auf Ergebnisebene ging das EBITDA vor allem auf Grund der antizyklischen Investitionen in die Produktentwicklung und den internationalen Vertrieb um 57% auf 2,2 (5,2; unsere Prognose: 1,6) Mio. Euro zurück. Die Rohmarge verringerte sich dabei nur leicht auf 61% (63%). Insgesamt erzielte Vectron Systems 2009 ein Nettoergebnis von 0,1 (2,6; unsere Prognose: 0,1) Mio. Euro. Damit belief sich das Ergebnis je Aktie auf 0,07 (1,40) Euro. Mit einer bilanziellen Eigenkapitalquote von 65,7% (Ende 2008: 66,5%) verfügte Vectron Systems per 31.12.2009 weiterhin über eine sehr gute Kapitalausstattung.

Leasingangebot

Die Entwicklungskapazitäten wurden im abgelaufenen Jahr deutlich ausgebaut. Ziel ist es, regelmäßig bessere Produkte auf den Markt zu bringen, um das Preisniveau zu halten. So konnte bereits das neue PC-basierte Kassensystem, der Vectron POS SteelTouch PC, schnell eingeführt werden. Es lässt sich mit allen Vectron-Kassen vernetzen und bietet neben reinen Kassenfunktionen zusätzlich typische PC-Funktionen, was

Ausgewählte Kennzahlen

HGB	2008	2009	2010e	2011e
Umsatz (in Mio. Euro)	23,60	20,52	21,62	24,22
EBITDA (in Mio. Euro)	5,20	2,24	3,78	4,46
EBIT (in Mio. Euro)	3,82	0,79	2,26	2,86
EBT (in Mio. Euro)	4,00	0,83	2,36	2,96
Nettoergebnis (in Mio. Euro)	2,56	0,10	1,01	1,42
Ergebnis je Aktie (in Euro)	1,71	0,07	0,67	0,95
Dividende je Aktie (in Euro)	1,40	0,00	0,45	0,65
Umsatzwachstum (YoY)	-	-13,1%	5,4%	12,0%
EBITDA-Marge	22,0%	10,9%	17,5%	18,4%
EBIT-Marge	16,2%	3,8%	10,5%	11,8%
EBT-Marge	17,0%	4,0%	10,9%	12,2%
Nettomarge	10,8%	0,5%	4,7%	5,9%
Bilanzsumme	18,42	15,60	17,14	18,28
Eigenkapital	12,24	10,24	11,25	12,00
Eigenkapitalquote	66,5%	65,7%	65,7%	65,7%
ROE	20,9%	1,0%	9,0%	11,9%
ROI	13,9%	0,6%	5,9%	7,8%

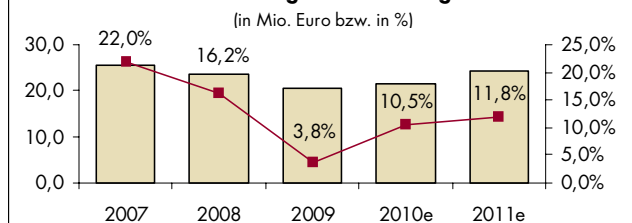
Quelle: Independent Research; Vectron Systems AG

Multiples

HGB	2008	2009	2010e	2011e
EV / Umsatz	1,4	0,8	0,9	0,8
EV / EBITDA	6,5	7,5	5,1	4,4
EV / EBIT	8,8	21,3	8,6	6,8
KGV	14,8	198,0	21,9	15,6
KBV	3,1	1,9	2,0	1,8
KUV	1,6	1,0	1,0	0,9
Dividendenrendite (in %)	5,5%	0,0%	3,0%	4,4%

Quelle: Independent Research; Vectron Systems AG

Umsatz- und EBIT-Margen-Entwicklung 2007-2011e



Quelle: Independent Research; Vectron Systems AG

SWOT-Analyse

Stärken und Chancen

- langjährige Erfahrung
- solides Geschäftsmodell und gute Kapitalstruktur
- Internationalisierung

Quelle: Independent Research

Schwächen und Risiken

- hohe Wettbewerbsintensität
- fehlende regionale Diversifikation
- starke Koppelung an die Konjunkturerwicklung



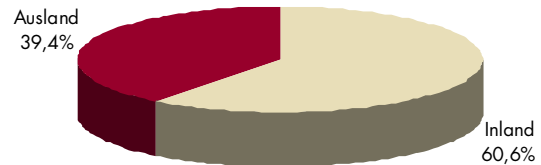
beispielsweise die Anbindung an Warenwirtschafts- und CRM-Systeme ermöglicht. Der Anfang 2009 eingeführte Vectron POS SteelTouch wurde auf Anhieb das meistverkaufte Vectron-Modell des letzten Jahres. Darüber hinaus bietet das Unternehmen ein eigenes Finanzierungsmodell (Leasingangebot mit 36 bzw. 48 Monaten Laufzeit) an. Die Endkunden der Vectron Systems AG, in der Regel Einzelbetriebe aus der Gastronomie oder Bäckereibetriebe mit einem Filialnetz, sollen dadurch die Möglichkeit erhalten, unabhängig von der Finanzierung durch die Hausbank oder den Fachhandelspartner in neue Kassensysteme zu investieren. Bei diesem Konzept teilen sich Vectron Systems und die Fachhändler das Ausfallrisiko, wodurch mehr Anträge genehmigt werden können. Nach Unternehmensangaben ist die bisherige Resonanz bei den Kunden sehr gut.

Prognosen und Bewertung

Unternehmensangaben zufolge sollen **die Marktanteile** u.a. durch innovative Produkte sowie den konsequenten Ausbau des internationalen Händlernetzes **weiter gesteigert werden**. Dies könnte **aus unserer Sicht zum Teil auch über Zukäufe erfolgen**. In der aktuellen Marktsituation ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass sich Möglichkeiten für attraktive Akquisitionen ergeben. Darüber hinaus befindet sich das Unternehmen in einer stabilen Finanzlage. Vectron Systems verfügte zum 31.12.2009 über liquide Mittel in Höhe von 6,29 (31.12.2008: 7,64) Mio. Euro. Das verzinsliche Fremdkapital setzte sich aus einer stillen Beteiligung in Höhe von 1,5 Mio. Euro sowie Genussrechtskapital von 2,0 Mio. Euro zusammen. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten waren nicht vorhanden.

In unserer Prognose für 2010 gehen wir von einem Umsatz in Höhe von 21,62 (alt: 22,99) Mio. Euro aus. Für 2011 erwarten wir u.a. auf Grund der positiven Effekte aus den Investitionen in die Entwicklung und den internationalen Vertriebsaufbau, sowie der konjunkturellen Erholung einen Umsatzanstieg von 12% auf 24,22 Mio. Euro. Unsere EpS-Schätzungen für die beiden Jahre 2010 und 2011 belaufen sich auf 0,67 Euro bzw. 0,95 Euro. Wir bewerten die Vectron Systems-Aktie auf Basis eines DCF-Modells. Für den risikofreien Zinssatz unterstellen wir 4,0%. Die Risikoprämie auf das Eigenkapital beläuft sich auf 8,0%, beim Fremdkapital rechnen wir mit 4,0%. Darüber hinaus unterstellen wir ein Beta von 1,2. Die langfristige Steuerquote erwarten wir bei 30%. Hinsichtlich der langfristigen Bilanzstruktur gehen wir von einem Anteil des Eigenkapitals von 60% aus. Aus diesen Prämissen ergibt sich ein WACC von 10,40%. Unter Berücksichtigung dieser Annahmen ergibt sich ein Marktwert des Eigenkapitals von 27,91 Mio. Euro. Bei einer Aktienanzahl von 1,500 Mio. Stück resultiert ein fairer **Wert je Aktie von 18,61 Euro**.

Umsatzverteilung nach Regionen (Gj. 2009)



Quelle: Vectron Systems AG

Segment (Tsd. Euro)	Zeitraum	Inland	EU	Drittland	Summe
Vectron-POS-Kassensystem	2009	8.860	4.796	1.062	14.719
	2008	10.696	5.052	1.451	17.198
Software	2009	564	346	146	1.056
	2008	668	584	201	1.452
Handelsware/ Zubehör	2009	3.011	1.459	271	4.741
	2008	3.065	1.603	279	4.947
Gesamt	2009	12.435	6.601	1.479	20.515
	2008	14.429	7.239	1.930	23.597
Prozentualer Anteil	2009	60,6%	32,2%	7,2%	100,0%
	2008	61,1%	30,7%	8,2%	100,0%

Quelle: Vectron Systems AG



Fazit

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 sorgten rückläufige Auslandsumsätze sowie das Fehlen eines Großkundenauftrags für einen Umsatzrückgang von 13%. Darüber hinaus war die Ergebnisentwicklung u.a. **von antizyklischen Investitionen** in die Produktentwicklung und den internationalen Vertrieb geprägt. Für das Jahr 2010 rechnet das Unternehmen zwar nicht mit einer schnellen konjunkturellen Erholung, insgesamt zeigt sich Vectron Systems jedoch zuversichtlich hinsichtlich der künftigen Entwicklung. So dürften der Ausbau der mobilen Gerätegeneration in 2010 sowie die vollständige Erneuerung der stationären Kassensysteme im darauffolgenden Jahr ab 2011 zu einem deutlichen Anstieg der Nachfrage führen. Zurzeit wird erwartet, dass der Gesetzgeber eine Steigerung der Sicherheiten gegen fiskalische Manipulationen verlangen wird. Nach Unternehmensangaben handelt es sich

dabei um 60 Tsd. Kassen, bei denen **Vectron für die Kunden neue Software installieren soll** bzw. die Kunden sogar neue Kassen kaufen müssen. Das wird bei Vectron zu einem massiven Umsatzanstieg führen. Da der Ausgang der Diskussion noch ungewiss ist, haben wir dies bei unseren Prognosen nicht berücksichtigt. Angesichts einer Rohmarge von über 60% dürfte das Ergebnis entsprechend überproportional zulegen. Darüber hinaus verfügt Vectron Systems über eine sehr gute Kapitalausstattung. Der Kursverlauf der Vectron Systems-Aktie war in den letzten drei Monaten durch eine Seitwärtsbewegung gekennzeichnet. Anhand unseres DCF-Bewertungsmodells ermitteln wir für die Vectron Systems-Aktie **ein Kursziel von 18,60 (alt: 17,00) Euro**. Aktuell beträgt das Kurspotenzial 26%. **Daher lautet unser Votum Kaufen.**

in Mio. Euro	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Umsatz	21,6	24,2	26,2	27,5	28,8	30,3	31,5	32,7	34,1	35,4
Wachstum Umsatz	-	12,0%	8,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
EBIT-Marge	10,5%	11,8%	13,0%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
EBIT	2,3	2,9	3,4	3,7	3,8	4,0	4,2	4,4	4,5	4,7
- Ertragssteuern	-0,7	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4
+ Abschreibungen	1,5	1,6	1,0	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2
+/- Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/- Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cash Flow	3,1	3,6	3,4	3,5	3,7	3,8	4,0	4,2	4,3	4,5
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2
Free Cash Flow	2,3	2,7	2,4	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7	2,7	2,8
Barwerte	2,1	2,3	1,8	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
Summe Barwerte	15,3									
Terminalwert	9,9									
										in % vom Gesamtwert : 39%
Wert des operativen Geschäfts	25,1									
+ liquide Mittel	6,3									
- Finanzverschuldung	-3,5									
Marktwert Eigenkapital	27,91									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	1,5									
Kurs in Euro	18,61									
Quelle: Independent Research										

Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell:

langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital:	60%	Fremdkapital:	40%	
risikofreie Rendite:	4,00%	Beta:	1,20	Risikoprämie FK:	4,0%
		Risikoprämie:	8,0%	Tax-Shield:	30,0%
		Zins EK:	13,6%	Zins FK:	5,6%
Wachstumsr. FCF:	0,0%	WACC:	10,40%	Datum:	23.04.10

		Diskontierungszinssatz		
		9,9%	10,4%	10,9%
Wachstum	0,0%	19,84	18,61	17,78
	0,5%	19,93	18,97	18,10
	1,0%	20,41	19,38	18,45
	1,5%	20,93	19,83	18,84

Quelle: Independent Research



Disclaimer

Erläuterung Anlageurteil Aktien – Einzelemittenten- (Gültig ab dem 18.12.2009)

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Halten:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten eine Wertentwicklung zwischen 0 und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust aufweisen.

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten – (Gültig bis zum 17.12.2009)

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Akkumulieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn zwischen 0% und 15% aufweisen.
Reduzieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust von mindestens 15% aufweisen.

Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.



Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen, können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

Aktienanalysen:

Die Independent Research GmbH führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen („Coverliste Aktienanalysen“) veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist primär die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX®, EuroStoxx 50SM und Stoxx Europe 50SM). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der Independent Research GmbH, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird, wenn von der Independent Research GmbH als sinnvoll betrachtet, ein qualifizierter Kurzkomentar oder eine Studie verfasst. Dies erfolgt im Regelfall nach der Veröffentlichung von Unternehmenszahlen. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der §§ 33 und 33b WpHG.



Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 03.05.2010 -

Mögliche Interessenkonflikte sind mit nachfolgenden Ziffern beim Emittentennamen gekennzeichnet.

Die Independent Research GmbH und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

- 1) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.**
- 2) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.**
- 3) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.**
- 4) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.**
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.**

Stand: 03.05.2010

**Independent Research GmbH
Senckenberganlage 10-12
D-60325 Frankfurt am Main**

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn
und
Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt

Haftungserklärung

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken. Dieses Dokument ist durch die Independent Research GmbH erstellt und zur Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen im Ausland, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Großbritannien oder Japan. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Information und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Mit der Erstellung dieser Informationen ist die Independent Research GmbH insbesondere nicht als Anlageberater oder aufgrund einer Vermögensbetreuungspflicht tätig. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines individuellen Beratungsgesprächs und/oder eines Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen.



Das Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin bzw. Wertpapiere durch die Independent Research GmbH dar. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Die Independent Research GmbH hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend gibt die Independent Research GmbH keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Die Independent Research GmbH übernimmt keine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Die Informationen bzw. Meinungen und Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die steuerliche Behandlung von Finanzinstrumenten hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein, die ggf. auch zurückwirken können.

Obgleich die Independent Research GmbH Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die Independent Research GmbH sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die Independent Research GmbH übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

Die Independent Research GmbH ist berechtigt, Investment Banking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem/den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand dieser Studie sind. Die Research Analysten der Independent Research GmbH liefern ebenfalls wichtigen Input für Investment Banking- und andere Verfahren zur Auswahl von Unternehmen. Anleger sollten davon ausgehen, dass die Independent Research GmbH und deren jeweilige verbundene Unternehmen bestrebt sind bzw. sein werden, Investment Banking- oder sonstige Geschäfte von dem bzw. den Unternehmen, die Gegenstand dieser Studie sind, zu akquirieren, und dass die Research-Analysten, die an der Erstellung dieser Studie beteiligt waren, im Rahmen des geltenden Rechts am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. Die Independent Research GmbH und/oder deren jeweilige verbundene Unternehmen sowie deren Mitarbeiter halten möglicherweise Positionen in diesen Wertpapieren oder tätigen Geschäfte mit diesen Wertpapieren.

Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der Independent Research GmbH basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der Independent Research GmbH und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Finanzinstrumenten von Unternehmen haben, die vom Analysten ge covert werden.

Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen und/oder Mitglieder ihrer Geschäftsleitung, ihrer leitenden Angestellten und/oder ihrer Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumenten oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Finanzinstrumente oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern. Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen können als Betreuer für die Finanzinstrumente oder damit zusammenhängender Investments fungieren, sie auf eigene Rechnung an Kunden verkaufen oder von ihnen kaufen, Investmentbank-Dienstleistungen für oder in Bezug auf diese Emittenten erbringen oder solche Dienstleistungen anbieten und können auch im Vorstand, sonstigen Organen oder Ausschüssen dieser Emittenten vertreten sein.

Mit Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.



quirin bank
Investment Banking



Schillerstraße 18-20
60313 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 2 47 50 49-0
Telefax: +49 (69) 2 47 50 49-33
E-Mail: frankfurt@quirinbank.de
Internet: www.quirinbank.de



Independent Research

Senckenberganlage 10-12
60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0
Telefax: +49 (69) 971490-90
E-Mail: info@irffm.de
Internet: www.irffm.de