

# CropEnergies AG

Branche	Branchen-Konjunktur	Gewinn-wachstum	Confidence SCORE 3)	Management SCORE 3)	Story SCORE 3)	Strategie (ISIN: DE000A0LAUP1)
Chemie /Renewables	↗	↗	54,7 %	63,3 %	60,0 %	US\$; Energiepolitik; Spread Weizen- zu Ethanolpreis



**+ Ramp-up in Wanze ist für 2009-10 entscheidend – jetzt Havarie ...+ das kostet Q3/09-10 den Quartalsgewinn; EBITDA-Ziel i. H. v. > € 18 Mio. unwahrscheinlich – Verunsicherung! Cash-Generierung und Marktanteilsgewinne bleiben Top-Ziele, wenn ab 1.1.2010 in D das Beimischungsziel auf 10 % angehoben wird. Erfreulich: Preisabstand der Input-Output-Waren – Weizen vs. Ethanol – steigt.**

**Gewinn je Aktie 08/09e/10e alt: 0,07/ 0,09/ 0,20  
neu : 0,07/ 0,01/ 0,31**

➔ Das Q2/09-10 schloss (wg. gesunkenen Anlaufkosten in Wanze) mit einem negativen, aber geringeren EBIT-Verlust. Die C2-Preise sanken im Q2/09-10 nicht mehr so stark – die Absatzentwicklung war mit +63 % auf 154k m<sup>3</sup> im Erwartungskorridor. **Der Umsatz stieg somit um 11 % auf € 102 Mio. Kuppelprodukte verkauften sich zusehends erfreulicher und die Ethanolpreise stiegen seit Mai wieder.**

➔ Die **Guidance 09/10**, anl. der B-PK sprach man **nur noch von > € 400 Mio. und steigendes EPS ist durch Havarie in Wanze u. E. im Gj. nicht mehr möglich. Ca. 3 Wochen Produktionsstillstand bringt in Q3 Verlust.** Die **Getreide-Hedgequote** ist per Q1/09-10 auf rund 75 % angestiegen, über 50 % des Ethanols hat man kontrahiert. Die Verfügbarkeit und der **Absatzerfolg der Kuppelprodukte (stark steigend) wird u. E. profitentscheidend sein.** Marktanteilsgewinne, Cash-Generierung und Schuldenreduktion bleiben zentral – bevor Expansionsschritte folgen.

➔ Frankreich und Belgien erweitern als Vorreiter die Beimischungspflicht für Kraftstoffe. **Per 1.1.2010 folgt nun D!!** Die neuen Produktionsstätten in Nordfrankreich (100k m<sup>3</sup>/J v. Ryssen) und Belgien passen gut dazu. Die Produktionskapazitäten (in Zeitz von 260 auf 360k m<sup>3</sup>/J) steigen durch – jetzt verzögerten – Ramp-up in Wanze, B 2009, sukzessive auf über 750k m<sup>3</sup>/J. Jetzt gilt es in konjunkturell schwachem Umfeld Absatz auch für die belgischen Mengen darzustellen – Tanklageranmietung in Duisburg bringt extra Reichweite.

➔ Der theoretische „faire Wert“ steht bei gut **€ 4,50/Aktie.** Die Soft-Scores sind ausbaufähig. **WICHTIG:** Gaspreise; US-Agrarsubventionen, Bras. Exportverhalten.

## Marktdaten

aktueller Kurs in Euro (Stämme)	20.10.2009	3,20
in % seit 52 W.-Hoch / Hoch	-4,48%	3,35
in % seit 52 W.-Tief / Tief	56,86%	2,04

Grundkapital (1)	85,00
davon Vorzugsaktien	0,00
Marktkapitalisierung (1)	272,00
Streubesitz (Ord.)	22,3%
Südzucker AG	70,6%
Handelsvolumen	55.000

## Termine & News Flow

Hauptversammlung	I.-III.Q./09-10	IV.Q/09-10	I.Q/10-11	I.-II.Q/10-11
	15/ Jul 10	13/ Jan 10	19/ Mai 10	13/ Jul 10 13/ Okt 10

## Kennzahlen & Bewertung

geschätztes Ergebniswachstum (3 Jahre)	37,49%
theor. Wert je Aktie (09e) nach (2-Phasen) DCF-Model:	4,46
theor. Wert je Aktie nach DivDisc-Model:	2,37
Ratings: (Moody's/ S+P/Fitch)	- / -/-

Kennzahlen	02.08	02.09	28.2.2010e	28.2.2011e
Ergebnis je Aktie (2)	0,24	0,07	0,01	0,31
Cash-Flow je Aktie (1)	0,51	0,14	0,24	0,59
Dividende (2)	0,00	0,00	0,00	0,05
EBIT-Ratio (in %)	8,8%	2,1%	3,3%	9,5%
ROE (EBIT; in %)	5,6%	2,3%	4,4%	14,1%

## Bewertung a)

	02.08	02.09	28.2.2010e	28.2.2011e
P/E	16,1	55,4	334,3	10,3
P/Buchwert	1,1	1,1	0,9	0,8
P/CF	7,5	26,6	13,4	5,4
EV/EBIT	23,7	69,4	20,0	5,8
Dividendenrendite (n)	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%

(1 =Mio. EUR; 2 =EUR; 3 = 100% = sehr gut; 4 =negativ; hist. Bewert.

Europas größter  
Bioethanol-  
Produzent verdrei-  
facht Kapazitäten

## Unternehmensbeschreibung:

Die CropEnergies AG Unternehmensgruppe ist ein etablierter und – gemessen an der Produktionskapazität (CO<sub>2</sub>-Effizienz) – führender europäischer Hersteller von Bioethanol der 1. Generation (also aus Biomasse wie Getreide oder Zucker hergestelltes Ethanol – kurz „C2“ oder „C<sub>2</sub>H<sub>6</sub>O“) für den Ottokraftstoffsektor. Die rund 240 Mitarbeiter erwirtschaften einen Umsatz von ca. € 300 Mio. Eingebettet in die Südzucker-Gruppe, den größten Zuckererzeuger in Europa, der 70,6 % der Aktien strategisch hält, verdreifacht man momentan die Produktionskapazität auf über 700k m<sup>3</sup>/J Bioethanol. Haupteinsatzgebiet war bis Ende 2009 der ETBE-Zuschlag für Ottokraftstoffe. Neue Motorengenerationen müssen für den Massenmarkt eingeführt werden, damit der „E85“-Ottokraftstoff breiten Einsatz finden kann. Industrialkohole (Ryssen Alcools) und Futtermittel ergänzen das Produktportfolio. Durchfinanziert wird man nun Marktanteile gewinnen – den westeuropäischen Absatzmarkt konsolidieren.

Mit Tochtergesellschaften in Deutschland, Belgien und Frankreich hat sich der Konzern innerhalb weniger Jahre erfolgreich als führender Bioethanol-Hersteller in einem Wachstumsmarkt, dem Einsatz von Ethanol in Ottokraftstoffen (NICHT DIESEL), etabliert. **Mit dem im Dezember 2008 festgelegten Mindestanteil von 10 % erneuerbaren Energien im Transportsektor für das Jahr 2020 hat die EU die Grundlage für ein dynamisches Marktwachstum geschaffen.** Aber auch ohne diesen Schub: Die Nachfrage steigt und die Kapazitäten reichen in der EU nicht aus. Rund 30-40 % des Absatzes werden durch Importe (USA, Brasilien) gedeckt. Länderweise Einführung von Beimischungspflichten (bis Dez. 2010 müssen alle EU-Länder ihre Maßnahmen festlegen), also politische und gesellschaftliche Akzeptanz (Kontroverse: „Tank oder Teller“, Bodenverbrauch) sind Nachfragetreiber, die positiv mit dem Ölpreis korrelieren. Hohe Energie- und Fermentationseffizienz hält den Produktionskostenanteil niedrig. Profitentscheidend ist also der Getreide- und Zuckerpreis (der de facto in Brasilien und indirekt in den USA entschieden wird) und die Einkaufspolitik (Vorratswirtschaft, schneller Wechsel von Getreide auf Zucker als Rohstoff).

**WICHTIG: Die nationale Beimischungs-Quote (aktuell: 6,35 %) für E85-Sprit wird von der CDU/CSU-FDP-Regierung – nach langer Verzögerung – durch eine „freiwillige“ Einführung von E10 ab 1.1.2010 umgesetzt, sofern die (insbesondere alte) Motoren es zulassen. Damit stiege der vorgeschriebene Bedarf von 1,4 Mio. Jato auf 2,7 Mio. Jato in 2010 ff.**

Die Nachfrage steht bis dato bei rund 1,2 Mio. Jato fest. **Nächste wichtige Signale sind Entwicklungsentscheidungen für Ottomotoren** der Massenhersteller, zur Zielerreichung die Emissionen neuer Wagen von über 160 gr. CO<sub>2</sub>/km auf 95 in 2020 zu senken. Eine Möglichkeit sind sog. FlexFuel Vehicles, wie jetzt der **neue A4 von Audi ab 2010/11**. Historische Fußnote: Bereits in der Weimarer Republik gab die Reichskraftsprit-Gesellschaft ab 1925 etwa 25 % Kartoffelsprit zum Benzin dazu und verkaufte das Gemisch unter dem Namen Monopolin.

Man betreibt seit 2005 am Standort Zeitz, Sachsen-Anhalt, die größte Bioethanolanlage in Europa (max. 360k m<sup>3</sup>/J) und fährt seit Ende 2008 in einer noch kosteneffizienteren Anlage (max. 300k m<sup>3</sup>/J) in Wanze, Belgien, die Produktion – nicht ohne Verzögerungen – hoch.

Bioethanol wird durch die Fermentation (Gärung) zucker- und stärkehaltiger Pflanzen wie Getreide und Zuckerrüben gewonnen. Der Vertrieb erfolgt unter der Dachmarke „CropEnergies“ (KEIN Consumer brand!) an die Mineralöl- und Raffinerie-Industrie. Man forscht an Biokraftstoffen der 2. Generation und der Brennstoffzelle. Das bei der Bioethanol-Gewinnung als Nebenprodukt hergestellte Gluten (Fischfutterzusatz) und Eiweißfuttermittel ist unter dem Markennamen „ProtiGrain®“ und „ProtiWanze®“ (flüssig) erfolgreich am Markt als Premiumprodukt eingeführt.

**Investitionsprogramm läuft noch bis 2010 – kein Finanzierungsbedarf**

Die mittelfristigen Finanzziele sind starkes Umsatzwachstum durch Marktanteilsgewinne. Die Kostenführerschaft (inkl. CO<sub>2</sub>-Aspekte) soll weitere regionale Expansion erlauben. Auch 2009 konsolidiert der Markt, denn viele junge Anbieter schrieben Verluste.

Anlässlich des IPO wurde ein EBIT-Margen-Ziel von rund 10 % veröffentlicht, das bei Kapazitätsvolllast und rund EUR 500 Mio. Jahresumsatz erreichbar sein sollte – das **Management wird** in diesem Punkt ab 2009 **etwas vorsichtiger**. Der **ROCE** sank 2008-09 von 10,0 % auf 8,2 %. Wir erwarten **Dividendenzahlungen ab 2010/11** – nachdem jüngst die Verlustvorträge in der AG aufgezehrt wurden.

### Unternehmensentwicklung:

**2008-09: Bioethanol:  
+77 % mehr Produktion  
+73 % mehr Absatz**

Im **Geschäftsjahr 2008-09 (1.3.2008 bis 28.2.2009)** wurde mit einem Umsatzanstieg von 76 % auf € 328,4 Mio. (€186,8 Mio.) der erfolgreiche Wachstumskurs fortgesetzt. Im Schlussquartal konnten mit € 95 Mio. gut € 1,5 Mio. mehr als in den beiden vorangegangenen Quartalen Erlöst werden. Die Brutto-Marge verlor über das Jahr hinweg und bis zum Q3 zunehmend; das änderte sich im Schlussquartal. Auf Jahresbasis sanken die **Kostenanteile für Logistik und Abschreibungen spürbar** – Rohwaren und Personal hatten gestiegene Gewichte. Letztere stark getrieben durch die **Vorlaufkosten** (€ 11 Mio., geplant € 8 Mio.) für das **neue belgische Werk** in Wanze. Das **operative EBIT verfehlte** den Vorjahreswert mit € 18,2 Mio. **um 17 %**. 2008/09: EBITDA: -8 %, Cash-Flow -72 %, Investitionen +26 % auf € 183 Mio.

**Sonderbelastung aus Wanze/B nicht nur 2008-09, sondern auch 2009-10; jüngst Rohrbruch in der Destillation – Folge: EPS-Rückgang ab Q3**

Die **Nettoschulden** entsprachen dem 5,87-fachen des EBITDA. Im **Dezember 2008 schloss CropEnergies die geplanten Expansionsprojekte** mit der Inbetriebnahme der belgischen Anlage in Wanze mit einer jährlichen Produktionskapazität von bis zu 300.000 m<sup>3</sup> Bioethanol wie vorgesehen **ab** – die **Anlaufphase verzögerte** sich aber um 1-2 Monate, denn der Winter war extrem kalt und im Oktober 2009 kam es zu Undichtigkeiten beim Hochfahren der Anlage. Der Fahrplan verzögert sich u. E. um rund drei Monate (bis zu 4 Wochen Reparaturstillstand). **Statt avisierten € 8 Mio. stiegen die ao. Kosten über € 11 Mio. auf nun wohl geschätzte € 15 Mio.!** (Schadensersatz?). Nach der 100%igen Übernahme des französischen Alkoholherstellers Ryssen Alcools S.A.S. und der Erweiterung der Produktionskapazität in Zeitz, Sachsen-Anhalt, im Juni 2008 wird CropEnergies die jährliche **Produktionskapazität** von über **700.000 m<sup>3</sup> Bioethanol u. E. erst im Geschäftsjahr 2010/11 verdreifacht und zur Verfügung haben.**

**Q2/2009-10: Produktion und Absatz: +35 % Umsatz  
+11 % Ethanolpreise  
sinken noch**

In **den ersten sechs Monaten des Geschäftsjahres 2009-10** wurde das operative Ergebnis noch durch die Anlaufphase in Belgien belastet. Im 1. Hj. 09 konnte der Umsatz um 26 % auf € 184,3 Mio. gesteigert werden. Maßgeblich hierfür war ein höherer Bioethanolabsatz infolge der um 67 % gestiegenen Bioethanolerzeugung auf insgesamt 294k m<sup>3</sup> (Q2: 154k m<sup>3</sup>).

Die Brutto-Marge verbesserte sich vom Q1 mit 16,7% auf nun 22,0 % im Q2. Zum Halbjahr blieben nach Verrechnung der Getreidekosten € 37,2 Mio. (Vj.: € 30 Mio.) übrig. Es folgten € 11 Mio. Personalkosten (+68 %), die wie die Abschreibungen (+76 %) vom **Anfahren der Fabrik in Wanze** gezeichnet waren. Also reduzierte sich das EBITDA von € 15,8 Mio. auf € 7,5 Mio. (Marge von 4,1 % nach 10,8 im Vj.). D. h. **der operative Turnaround ist wohl im Q2 gelungen**. Aufgrund des im 2. Quartal auf 2,4 Mio. € gestiegenen operativen Ergebnisses konnte trotz der gegenüber Vorjahr nahezu verdoppelten Abschreibungen der operative Verlust im Berichtszeitraum auf €-0,8 (11,1) Mio. € verringert werden. Das Ergebnis der Betriebsfähigkeit erreichte €-0,9 (€ 6,8 Mio.) Mio. **Das EPS steht bei € -0,11 (1. Hj. 08-09: € 0,07).**

**Q1/2009-10: Produktion****und Absatz: +133 %****Umsatz +63 %****Ethanolpreise : -15 %**

Im **Q1/2009-2010** waren die C2-Preise in Brasilien nach einem zwischenzeitlichen Tiefstand bei 335 US\$/m<sup>3</sup> seit Mitte April 2009 wieder angestiegen (Ende Mai: 400 US\$/m<sup>3</sup>; FOB Santos). Die CBOT-Notierung erholte sich ebenfalls leicht (1-Monats-Future stieg per Mai auf rund 1,75 US\$/Gal). In Europa waren im Berichtszeitraum noch deutliche Preisrückgänge zu beobachten. Erst Anfang Juni 2009 stiegen die Ethanolnotierungen auf rund 455 €/m<sup>3</sup> FOB Rotterdam. Zuvor drückte die konjunkturelle Mindernachfrage; die Ethanolpreise ermäßigten sich von 490 €/m<sup>3</sup> Anfang März 2009 auf 415 €/m<sup>3</sup> FOB Rotterdam Ende Mai 2009.

Der **Umsatz verbesserte** sich im Q1/09-10 um 63 % auf **€ 89,0 Mio.** Maßgeblich hierfür war ein höherer Bioethanolabsatz infolge der um 133 % gestiegenen Bioethanolherzeugung auf insgesamt 145k m<sup>3</sup> (davon nur ca. 20k m<sup>3</sup> aus Wanze – nom. Kapaz. dort 75k m<sup>3</sup>/Quartal). Die Materialaufwandsquote stieg – auch aufgrund geringerer Erlöse für Bioethanol – auf 83 (76) %. Inzwischen hat die Direktbeimischung die Produktion des Oktanzahlverbessers ETBE als überwiegende Verwendung von Bioethanol im deutschen Kraftstoffsektor im Q1/09 (rd. 103 Tsd. m<sup>3</sup>) abgelöst.

Das EBITDA reduzierte sich aufgrund der Inbetriebnahmekosten in Belgien und des Rückgangs der Preise für Bioethanol auf € 0,7 (€ 7,7) Mio., da den Fixkosten der neuen Anlage in der Anlaufphase der Produktion zunächst geringe Erlöse gegenüberstanden. Der negative Cashflow reduzierte sich auf € -15,2 Mio. (€ -13,8 Mio.) – die Investitionen kosteten € 10 Mio. nach € 23 Mio. im Vorjahr. Die Netto-Finanzschulden stiegen nochmals etwas auf € 193 Mio.

Das **EBIT** verringerte sich erwartungsgemäß auf € -3,2 (€ 5,5) Mio. Ohne die Belastungen aus Wanze läge das operative Ergebnis auf Vorjahresniveau, so der CFO! Insgesamt erhöhte sich das negative EBIT unter Berücksichtigung geringfügiger **Sondereinflüsse** ggü. Vorjahr um € 1,0 Mio. auf € -3,2 Mio. Das Finanzergebnis verringerte sich aufgrund der investitionsbedingt höheren Verschuldung auf € -1,5 (€ -0,1) Mio. Unter Berücksichtigung eines Steuerergebnisses von € 2,1 (€ -0,2) Mio. schloss das Q1/09-10 mit einem Fehlbetrag von € -2,6 (€ 3,0) Mio. Das **EPS** sprang mit **€ -0,03/Aktie nach € 0,04/Aktie** im Vorjahresquartal ins Negative.

**Ausblick:**

Für das per 1. März 2009 begonnene GJ 2009/10 wird die Produktionsausweitung in Wanze/B und die zu erweiternde Kundenbasis wichtig sein, um das Umsatzziel von über € 400 Mio. (alte Guidance: rund € 500 Mio.) zu erreichen. Mit Überkapazitäten in EU und USA drückte die Importschwemme aus Brasilien bis in das 2. Hj. 09 auf den Ethanolpreis. Für die erweiterte Kapazität sucht CE2 in einem anfänglich schwachen Markt Abnahme – lt. Vorstand habe man bereits rund 50 % der C2-Jahresproduktion zu Preisen > € 500,-/t kontrahiert.

Die zwischenzeitlich unter EUR 130,-/t gesunkenen Getreidepreise (GJ 08/09: im Durchschnitt wohl bei EUR 150,- bis 160,-/t) hat man zu Vorratskäufen genutzt, die brasilianische Ernte war gut und zur Finanzierung der Zukunft wird dort bei schwachem Real massiv exportiert. Auch die Weizenpreise sollten also unter € 160/t bleiben – über 75 % des Getreide-Einsatzes habe man schon kontrahiert.

Der Markt konsolidiert – man ist zögerlich mit Zukäufen, denn man ist Mengen- und Kostenführer in Westeuropa, das aber **30-40 % des Absatzes aus Importen bezieht**. Ob der **Absatz in Europa 2009** steigen kann, hängt u. E. **stärker von der Konjunktur als von den steigenden Beimischungsquoten** ab.

**2009/10: Billiger Weizen ist gesichert – Hoffnung auf steigenden Ethanolpreis; Verzögerung des Ramp-up in Wanze sind Hauptthemen**

**Erhöhung der Beimi-  
schungsquote – in  
Deutschland jetzt ent-  
schieden!!**

Die moderaten Preisanstiege in Brasilien und in den USA wirkten sich erst verzögert auf die Preise in Europa aus (August 2009: € 515/m<sup>3</sup> FOB Rotterdam). Konjunkturbedingt leicht ansteigende Kraftstoffnachfrage kommt u. E. hinzu.

Für das 2. Halbjahr des Geschäftsjahres 2009/10 erwartet CropEnergies eine Fortsetzung des Umsatzwachstums. Eine weitere Erholung der C2-Preise (1. Hj. 09: € 450/t; 2. Hj.e € > 500/t) und Mengen im Jahresverlauf scheint sicher, nachdem schlechte Ernten in Indien und Brasilien den Zuckerpreis 2009 um 100 % steigen ließen. Der **Absatzerfolg der Kuppelprodukte (wohl verzögert) und der CO<sub>2</sub>-Zertifikate wird u. E. profitentscheidend sein. Die Anlaufphase der Glutenproduktion in Wanze war zur Jahresmitte schon zäh, nun die Lecks in der Destillationsanlage.**

Trotz des – im vierten Kalenderquartal 2009 = Q3/09-10 verzögerten – Expansionsprogramms im belgischen Werk (wg. unplanmäßigem Reparaturbedarf, der im Nov.09 abgeschlossen sein soll) wird der erwartete Anstieg der Nachfrage nach Bioethanol in Europa das operative Ergebnis nicht an den Vorjahreswert von adj. € 17,8 Mio. heranreichen lassen.

Wir erwarten ein EBIT und EAT für das Gj. 2008-09 von € 13,5 Mio. und € 1,1 Mio. (EPS € 0,01/Aktie). Erst das Schlussquartal bringt die Wende; **das Q3 wird von den Havariekosten u. E. ins Negative gedrückt werden.**

**Positive Ernteschätzun-  
gen und anziehende  
Weltkonjunktur =  
steigende Getreide-  
preise**

Das US-Landwirtschaftsministerium (USDA) erwartet trotz der Abkühlung der Weltkonjunktur eine weiterhin steigende Fleischnachfrage. Im Jahr 2009 wird mit einem Anstieg um 0,8 % gerechnet, was zu einer **weiterhin regen Nachfrage nach Futtermitteln** führt. Vor diesem Hintergrund und aufgrund einer deutlich geringeren Sojabohnenernte in Argentinien, dem drittgrößten Produzenten von Sojabohnen weltweit, sind die Preise für Sojabohnen seit April 2009 wieder angestiegen (CBOT-1-Monats-Future: per Ende Mai 2009 11,84 US\$/Bushel). Im August revidierte man in Washington D.C. die US-Maisernte-Prognose aufgrund höherer Ertragsannahmen um 12 Mio. t nach oben und die US-Ernteprognose für Weizen stieg um 3 % auf 59,4 Mio. t.

Laut USDA dürften die **Ernteschätzungen 2009/10** für die Weltgetreideproduktion (ohne Reis) mit einem kleinen Rückgang (-1,6 %) nahezu dem voraussichtlichen Verbrauch in Höhe von rund 1.733 Mio. t Getreide (+1,4 %) entsprechen. Als Folge sollten die weltweiten Lagerbestände nur leicht steigen.

In der EU war die Getreideernte 2008/09 mit **einem Anstieg der Lagerbestände auf 41,0 Mio. t (+61 %)** einhergegangen. Ende Mai befanden sich in den Interventions-Lagern der EU rund 1,1 Mio. t Getreide, weitere rund 0,6 Mio. t waren zur Intervention angemeldet. Für das Getreidewirtschaftsjahr 2009/10 rechnet das USDA für die EU weiterhin mit einer überdurchschnittlichen Ernte von 284 Mio. t. Die verbesserte Versorgungslage machte sich in den Notierungen an der MATIF in Paris zunächst deutlich bemerkbar. Im Januar 2009 notierte der 1-Monats-Future für Weizen bei 138 €/t und damit auf dem Niveau von August 2006. Bis **Ende Mai 2009** stiegen die Weizenpreise trotz einer weiterhin komfortablen Versorgungslage auf **151,50 €/t, um bis August wieder auf 127 €/t zu fallen.**

## Disclaimer

**Die Analyse ist kein Angebot und keine Aufforderung, diese Aktien zu erwerben oder zu verkaufen.** Die Analyse richtet sich ausschließlich an Interessenten in der Bundesrepublik Deutschland.

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Unsere auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Empfehlungen und/oder Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie dar. Die Studie ist am

DATUM 30.10.2009

erstellt worden. Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Aktualisierung der vorliegenden Studie zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell nicht terminlich festgelegt.

Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Studie können wir nicht übernehmen. Diese Studie ersetzt keinesfalls die anleger- und objektgerechte Beratung. Wir können nicht überprüfen, ob sich die Empfehlungen mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und -zielen decken. Für eine anleger- und objektgerechte Beratung empfehlen wir Ihnen, einen Anlageberater aufzusuchen.

Sämtliche Einschätzungen, welche für die in dieser Studie analysierten Unternehmen abgegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, wie z. B. Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und / oder Umsatzprognosen oder auch Maßnahmen der Unternehmen, möglicherweise nicht erreicht werden.

Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Nachrichtenagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden. Des Weiteren wurden Gespräche mit dem Management geführt. Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Unternehmen zugänglich gemacht, jedoch anschließend keine inhaltliche Änderung vorgenommen.

Die Bewertung stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo sinnvoll und möglich – einer Sum-of-the-parts-Betrachtung. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Einflussgrößen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertung von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischer Entwicklung schnell und ohne Vorwarnung ändern können.

**Wir sprechen KEINE konkreten Anlage- Empfehlungen aus,** vielmehr weisen wir auf Bewertungsungleichgewichte hin und stützen uns dabei auch auf die Kennzahlen-Analyse.

Wir gehen grundsätzlich von einem Anlagehorizont von 9 bis 12 Monaten aus.

Die in dieser Analyse dargestellte Meinung gibt ausschließlich die persönliche Ansicht des Erstellers wieder. Einschätzungen und Bewertungen reflektieren die Meinung des Erstellers zum Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung.

Kein Teil der Vergütung des Erstellers war, ist oder wird direkt an den Erfolg der hier dargestellten Ausarbeitung geknüpft. Der Ersteller der Studie erhält eine Vergütung, die sich an der Gesamtrentabilität der EQUI.TS GmbH orientiert.

Ersteller der Studie ist Thomas J. Schieble (Investmentanalyst DVFA).

**Offenlegung möglicher Interessenkonflikte nach § 34b WpHG im Zeitpunkt der Veröffentlichung  
Weder EQUI.TS GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen**

- a) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals,
- b) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt, oder
- c) hat die analysierten Wertpapiere aufgrund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.
  
- d) Auftraggeber der Studie ist – entfällt

Herausgeber der Studie:  
EQUI.TS GmbH

Sitz: Frankfurt am Main

HRB 47021 Amtsgericht Frankfurt am Main

Geschäftsführer: Thomas J. Schieble

Urheberrecht an der Studie wird vorbehalten, Nachdruck ist nur mit unserer Zustimmung zulässig.

Die Annahme dieses Dokuments gilt als Zustimmung zu den oben genannten Beschränkungen.