



Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Research Note

nanofocus[®]
see more ■

Kapitalerhöhung durchgeführt

17. Januar 2011

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.

Kapitalerhöhung durchgeführt**Platzierungsvolumen unter Erwartungen**

- ⇒ Im Rahmen der Kapitalerhöhung hat NanoFocus 0,321 Mio. Aktien zum Ausgabepreis von je 4,00 Euro platziert. Das Bruttoemissionsvolumen lag bei 1,29 Mio. Euro. Das niedrige Platzierungsvolumen hat uns überrascht, wenngleich die vollständige Platzierung der Kapitalerhöhung (bis zu 1,237 Mio. Aktien, was einer Erhöhung des Grundkapitals um 50% entsprochen hätte) als herausfordernd zu bezeichnen war.
- ⇒ Laut CFO Sorg war das geringe Zeichnungsvolumen das Resultat divergierender Interessen potenzieller Investoren. Während sich ein strategischer Investor (hat 250.000 Stück gezeichnet) noch 2010 bei NanoFocus engagieren wollte, erfolgte die Kapitalerhöhung für zwei andere Großinvestoren zu kurzfristig.
- ⇒ Auf Grund der nun geringer als erwarteten Verwässerung passen wir unsere EpS-Prognosen für 2010 und 2011 auf 0,31 (alt: 0,25) Euro bzw. 0,47 (alt: 0,38) Euro an.
- ⇒ NanoFocus befindet sich derzeit mit Banken in abschließenden Verhandlungen über die Gewährung eines weiteren Darlehens von 0,5 bis 1,0 Mio. Euro (Zinssatz: ca. 5,5%). Wir teilen die Ansicht von CFO Sorg, dass zusammen mit den Erlösen aus der Kapitalerhöhung die Finanzierung für 2011 gesichert ist. Allerdings ist der finanzielle Spielraum mit Blick auf das geplante weitere starke Unternehmenswachstum als eingeschränkt einzustufen. Wir hatten bereits in unserer Research Note vom 12.11.10 darauf verwiesen, dass NanoFocus allein für den Aufbau der Produktion im Rahmen des Medizintechnikgroßprojekts und für die Weiterentwicklung der μ sprint-Technologie in den Jahren 2010 und 2011 Investitionen von 2,0 bis 2,5 Mio. Euro veranschlagt. Zudem rechnen wir mit einer signifikanten Ausweitung des Working Capitals. Angesichts eines auch für 2012 erwarteten negativen Free Cashflows von -0,69 (2011: -1,94) Mio. Euro und eines Liquiditätsbestandes zum 31.12.11 von 1,62 (davon Restricted Cash: ca. 0,80) Mio. Euro halten wir weitere Finanzierungsmaßnahmen für notwendig.

NanoFocus AG 6)**Votum: Kaufen**alt: -
vom -

Kursziel (in Euro) (6 Monate)	5,75
Kurs (Xetra) (in Euro)	3,94
14.01.2011 11:40 Uhr	
Kurspotenzial	45,94%

Unternehmensdaten

Land	GE
Branche	Nanotechnologie
Segment	Entry Standard
ISIN	DE0005400667
Reuters	N2FGn.DE
Bloomberg	N2F
Internet	www.nanofocus.de

Aktiendaten

Aktienanzahl (in Mio. Stück)	2,795
Freefloat	48,58%
Marktkapitalisierung (in Mio Euro)	11,0
☉ Tagesumsatz	164
52W Hoch 28.07.2010	4,80 Euro
52W Tief 11.10.2010	3,51 Euro
Beta	1,4
Volatilität (60 Tage)	36,32

Bewertungsmultiplikatoren

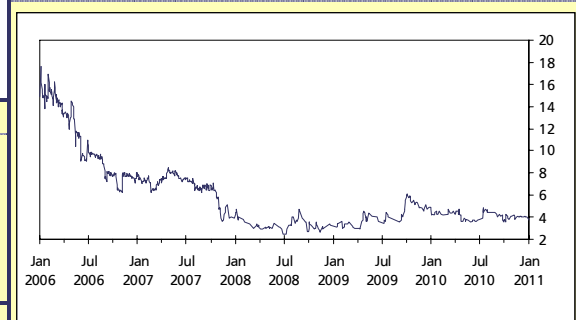
	EV/Umsatz	EV/EBIT	KGv	Div. Rendite
2008	1,2	30,4	35,2	0,0%
2009	2,0	neg.	neg.	0,0%
2010e	1,5	28,1	40,3	0,0%
2011e	0,9	10,0	12,8	0,0%
2012e	0,7	6,4	8,4	0,0%

Performance (in %)

	1M	3M	6M	12M
absolut	-7,3	-2,6	-3,4	-21,3
relativ ggü.:				
DAX	-8,0	-12,2	-17,3	-39,4

Index-Gewichtung

keine Indexmitgliedschaft



RL	GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS
HGB	2008	6,5	0,3	0,2	0,2	0,09
HGB	2009	5,0	-0,6	-0,7	-0,7	-0,32
HGB	2010e	7,3	0,4	0,3	0,3	0,10
HGB	2011e	10,7	1,0	0,9	0,9	0,31
HGB	2012e	13,6	1,5	1,3	1,3	0,47
CAGR 2008 - 2012e		20,0%	56,3%	58,7%	57,9%	49,6%

Zahlen in Mio. Euro außer EpS (in Euro), hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen

Ersteller: S. Röhle (Analyst)1)2)3)4)6) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

- ⇒ Das Geschäftsjahr 2010 war laut CFO Sorg ähnlich schwierig wie 2009. Von Kunden avisierten Projekten folgten häufig keine konkreten Aufträge und damit Umsätze. Nach einem schwachen Q3 2010 ist aber in Q4 2010 beim Auftragseingang und Umsatz eine Trendwende gelungen. Zahlreiche Verträge sind ausgehandelt bzw. unterzeichnet worden (bspw. Aufträge für den halbautomatisierten µsurf cylinder von zwei Automobilproduzenten und für µsprint semicon von einem Elektronikkonzern, Auslieferung des µsprint-Projekts für einen namhaften Dichtungshersteller; F&E-Auftrag im Rahmen des Medizintechnikprojekts). Das Management zeigte sich daher für 2011 sehr zuversichtlich.
- ⇒ Für die Aktie sehen wir wegen des erwarteten positiven Newsflows (u.a. Gewinnung von neuen OEM-Kunden im Bereich Solar) weiteres Aufwärtspotenzial. Etwas kursdämpfend könnte sich die weiterhin latente Gefahr einer Kapitalerhöhung auswirken. Mit Blick auf die Perspektiven für 2011 und 2012 (Einstieg in die Produktion im Bereich Medizintechnik) bestätigen wir bei einem Kursziel von 5,75 Euro unser Kaufen-Votum.

DCF-Modell NanoFocus AG										
in Mio. Euro	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Umsatz	10,66	13,57	16,39	18,70	20,10	21,61	23,23	24,97	26,84	28,86
Wachstum Umsatz	46,0%	27,4%	20,7%	14,1%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
EBIT-Marge	9,2%	11,1%	12,4%	13,7%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
EBIT	0,98	1,51	1,51	2,56	3,02	3,24	3,48	3,75	4,03	4,33
- Ertragsteuern	0,00	-0,04	-0,10	-0,27	-0,44	-0,59	-0,77	-0,98	-1,21	-1,30
+ Abschreibungen	0,68	0,85	0,95	1,03	1,08	0,79	0,85	0,91	0,98	1,05
+/- Veränderung langfristige Rückstellungen	0,08	0,06	0,07	0,08	0,08	0,09	0,10	0,10	0,11	0,12
+/- Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Operativer Brutto Cash Flow	1,74	2,37	2,43	3,40	3,75	3,53	3,66	3,78	3,91	4,21
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-1,73	-1,58	-1,54	-1,16	-0,57	-0,59	-0,62	-0,64	-0,66	-1,07
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-1,44	-0,86	-0,68	-0,78	-0,84	-0,90	-0,97	-1,04	-1,12	-1,20
Free Cash Flow	-1,43	-0,06	0,21	1,46	2,34	2,03	2,07	2,10	2,13	1,94
Barwerte	-1,30	-0,05	0,16	0,98	1,42	1,12	1,03	0,94	0,86	0,71
Summe Barwerte	5,88									
Terminalwert	8,99									
Wert des operativen Geschäfts	14,87									
+ liquide Mittel	3,66									
- Finanzverschuldung	-2,38									
Marktwert Eigenkapital	16,14									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	2,795									
Fairer Wert je Aktie in Euro	5,78									

in % vom Gesamtwert : 60%

Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell:					
langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital:	70%	Fremdkapital :	30%	
risikofreie Rendite :	4,0%	Beta :	1,4	Risikoprämie FK :	2,8%
		Risikoprämie:	6,0%	Tax-Shield :	30,0%
		Zins EK :	12,3%	Zins FK :	4,8%
Wachstumsr. FCF :	2,0%	WACC :	10,1%	Datum :	17.01.11

Quelle: Independent Research

Sensitivitätsanalyse (in Euro)					
		Diskontierungszinssatz			
		9,6%	10,1%	10,6%	11,1%
Wachstum	2,0%	6,39	5,78	5,36	4,99
	2,5%	6,52	6,01	5,55	5,15
	3,0%	6,84	6,27	5,77	5,34
	3,5%	7,20	6,57	6,02	5,55

Quelle: Independent Research

1)2)3)4)6) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

NanoFocus AG							
Ausgewählte Kennzahlen							
Einheit :	Mio. Euro	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Geschäftsjahresende :	31. Dez						
Rechnungslegungsstandard :	HGB						
GuV-Kennzahlen							
Umsatz (in Mio. Euro)		5,31	6,53	5,02	7,30	10,66	13,57
EBITDA-Marge		3,8%	11,7%	neg.	12,8%	15,6%	17,4%
EBIT-Marge		neg.	3,9%	neg.	5,3%	9,2%	11,1%
Nettorendite		neg.	3,2%	neg.	3,5%	8,1%	9,6%
Abschreibungsquote		9,7%	7,9%	10,7%	7,5%	6,4%	6,2%
Operative Kosten / Umsatz		106,6%	95,7%	113,8%	100,6%	92,5%	89,2%
Zinsdeckungsgrad		neg.	6,23	neg.	3,01	8,46	9,27
Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen							
Eigenkapitalrendite (ROE)		neg.	3,1%	neg.	2,7%	8,4%	11,3%
ROCE		neg.	3,0%	neg.	3,1%	7,0%	9,4%
ROA		neg.	2,1%	neg.	2,0%	5,8%	7,7%
Bilanzkennzahlen							
Eigenkapitalquote		70,3%	68,2%	70,1%	71,4%	69,4%	67,9%
Anlagendeckungsgrad I		196,6%	218,9%	244,1%	310,9%	244,7%	248,2%
Anlagenintensität		35,8%	31,1%	28,7%	23,0%	28,4%	27,4%
Forderungen / Umsatz		32,7%	33,3%	40,9%	32,9%	31,5%	30,1%
Capex / Abschreibungen		-28,9%	-48,0%	-41,4%	-73,3%	-210,7%	-101,6%
Capex / Umsatz		-2,8%	-3,8%	-4,4%	-5,5%	-13,5%	-6,3%
Working Capital-Quote		66,0%	65,5%	87,7%	70,4%	64,4%	62,2%
Kennziffern je Aktie (in Euro)							
Ergebnis je Aktie*		-0,42	0,09	-0,32	0,10	0,31	0,47
Free Cash Flow je Aktie		-0,50	-0,13	-0,19	-0,23	-0,69	-0,17
Dividende je Aktie		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash je Aktie		0,87	0,76	0,84	1,28	0,58	0,58
Buchwert je Aktie		2,89	2,98	2,74	3,37	3,68	4,15
Bewertungskennzahlen							
EV / Umsatz		3,0	1,2	2,0	1,5	0,9	0,7
EV / EBITDA		77,9	10,0	neg.	11,7	5,9	4,1
EV / EBIT		neg.	30,4	neg.	28,1	10,0	6,4
KGV		neg.	35,2	neg.	40,3	12,8	8,4
KBV		2,4	1,1	1,5	1,2	1,1	1,0
KCV		neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	65,0
KUV		3,0	1,1	2,0	1,6	1,0	0,8
Dividendenrendite		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Quelle: Independent Research; NanoFocus AG

* auf Basis der durchschnittlich gewichteten Anzahl der Aktien

NanoFocus AG						
Gewinn- und Verlustrechnung						
Einheit : Mio. Euro Geschäftsjahresende : 31. Dez Rechnungslegungsstandard : HGB	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatzerlöse	5,31	6,53	5,02	7,30	10,66	13,57
Veränderung ggü. Vorjahr	18,7%	23,0%	-23,1%	45,3%	46,0%	27,4%
Bestandsveränderung	0,30	0,30	0,17	0,20	0,25	0,28
Aktiviert Eigenleistung	0,01	0,04	0,00	0,38	0,41	0,46
Sonstige betriebliche Erträge	0,24	0,15	0,41	0,40	0,20	0,15
Gesamtleistungen	5,86	7,02	5,61	8,28	11,51	14,46
Materialaufwand	-2,15	-2,41	-1,83	-2,46	-3,39	-4,28
in % Umsatz	-40,4%	-36,8%	-36,3%	-33,7%	-31,8%	-31,6%
Bruttoergebnis	3,72	4,61	3,79	5,81	8,13	10,17
in % Umsatz	70,0%	70,6%	75,4%	79,6%	76,3%	75,0%
Personalaufwand	-1,98	-2,18	-2,39	-2,90	-3,58	-4,26
in % Umsatz	-37,2%	-33,4%	-47,6%	-39,8%	-33,6%	-31,4%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,54	-1,67	-1,50	-1,97	-2,88	-3,56
in % Umsatz	-28,9%	-25,5%	-29,9%	-27,0%	-27,0%	-26,2%
EBITDA	0,20	0,77	-0,10	0,94	1,66	2,36
EBITDA-Marge	3,8%	11,7%	-2,1%	12,8%	15,6%	17,4%
Abschreibungen	-0,52	-0,51	-0,54	-0,55	-0,68	-0,85
in % Umsatz	-9,7%	-7,9%	-10,7%	-7,5%	-6,4%	-6,2%
EBIT	-0,31	0,25	-0,64	0,39	0,98	1,51
EBIT-Marge	-5,9%	3,9%	-12,7%	5,3%	9,2%	11,1%
Finanzergebnis	-0,58	-0,04	-0,08	-0,13	-0,12	-0,16
in % Umsatz	-11,0%	-0,6%	-1,6%	-1,8%	-1,1%	-1,2%
EBT	-0,90	0,21	-0,72	0,26	0,86	1,35
EBT-Marge	-16,9%	3,3%	-14,4%	3,6%	8,1%	9,9%
Außerordentliche Aufwendungen	-0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ertragsteuern und sonstige Steuern	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,04
in % vom EBT	0,2%	-1,0%	0,3%	0,1%	0,1%	-3,1%
Minderheitenanteile	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Konzernergebnis	-0,955	0,21	-0,72	0,26	0,86	1,31
in % Umsatz	-18,0%	3,2%	-14,4%	3,5%	8,1%	9,6%
Durchschnittlich gewichtete Anzahl der Aktien in Mio. Stück	2,250	2,250	2,293	2,480	2,795	2,795
Gewinn je Aktie in Euro*	-0,42	0,09	-0,32	0,10	0,31	0,47
Dividende je Aktie in Euro	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Quelle: Independent Research; NanoFocus AG

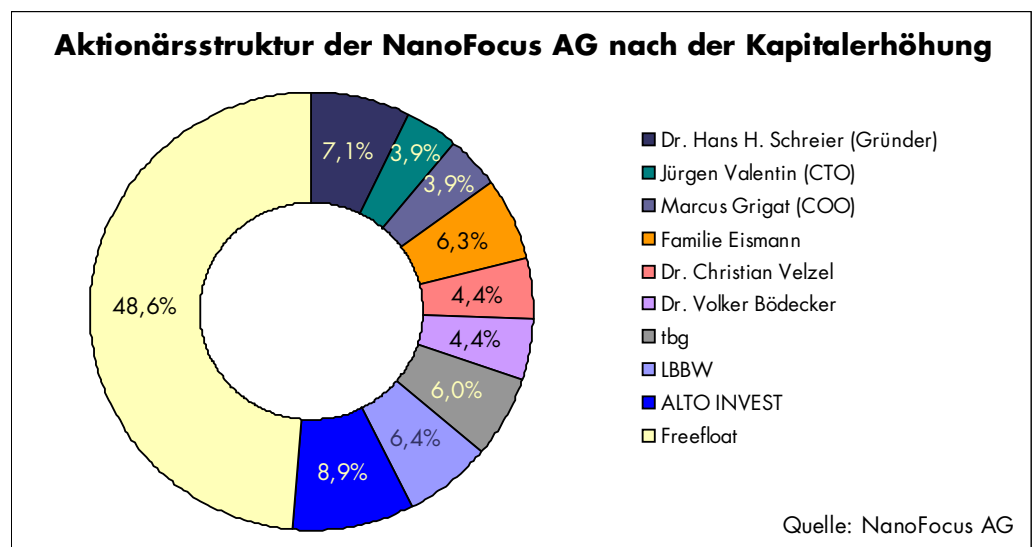
* auf Basis der durchschnittlich gewichteten Anzahl der Aktien

NanoFocus AG							
Bilanz							
	Einheit : Mio. Euro	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
	Geschäftsjahresende : 31. Dez						
	Rechnungslegungsstandard : HGB						
AKTIVA							
Ausstehende Einlagen auf das gezeichnete Kapital		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aufwendungen für die Ingangsetzung		0,08	0,05	0,03	0,00	0,00	0,00
Anlagevermögen							
Immaterielle Vermögensgegenstände		3,04	2,80	2,52	2,60	2,56	2,43
Sachanlagen		0,14	0,14	0,13	0,31	1,52	2,12
Finanzanlagen		0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12
Summe Anlagevermögen		3,31	3,07	2,77	3,03	4,20	4,67
Umlaufvermögen							
Vorräte		1,78	2,35	2,35	2,77	3,62	4,52
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände		2,03	2,57	2,47	2,91	3,98	4,80
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen		1,74	2,17	2,06	2,40	3,36	4,09
Übrige Forderungen u. sonstige Vermögensgegenstände		0,29	0,40	0,42	0,51	0,63	0,71
Wertpapiere		0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Flüssige Mittel		1,96	1,71	1,93	3,16	1,62	1,63
Summe Umlaufvermögen		5,78	6,64	6,76	8,84	9,23	10,95
Rechnungsabgrenzungsposten		0,09	0,09	0,10	0,15	0,21	0,27
Aktive latente Steuern		0,00	0,00	0,00	1,17	1,17	1,17
Summe Aktiva		9,25	9,85	9,66	13,18	14,81	17,06
PASSIVA							
Eigenkapital							
Gezeichnetes Kapital		2,25	2,25	2,47	2,79	2,79	2,79
Kapitalrücklage		4,25	4,25	4,81	5,26	5,52	6,38
Gewinnrücklage aus latenten Steuern		0,00	0,00	0,00	1,10	1,10	1,10
Einlagen		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Gewinn-/Verlustvortrag		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Bilanzgewinn		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag		0,00	0,21	-0,51	0,26	0,86	1,31
Summe Eigenkapital		6,50	6,71	6,77	9,42	10,28	11,59
Sonderposten Investitionszuschüsse zum Anlagevermögen		0,03	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Rückstellungen		0,21	0,24	0,27	0,34	0,41	0,47
Verbindlichkeiten							
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten		1,90	2,00	1,61	2,21	2,61	3,31
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen		0,00	0,12	0,08	0,00	0,00	0,00
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen		0,30	0,52	0,34	0,54	0,74	0,88
Verbindlichkeiten ggü. verbundenen Unternehmen		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige Verbindlichkeiten		0,31	0,22	0,53	0,54	0,59	0,61
Summe Verbindlichkeiten		2,51	2,85	2,56	3,29	3,94	4,80
Rechnungsabgrenzungsposten		0,00	0,03	0,05	0,08	0,11	0,14
Passive latente Steuern		0,00	0,00	0,00	0,06	0,06	0,06
Summe Passiva		9,25	9,85	9,66	13,18	14,81	17,06

Quelle: Independent Research; NanoFocus AG

NanoFocus AG						
Kapitalflussrechnung						
Einheit : Mio. Euro Geschäftsjahresende : 31. Dez Rechnungslegungsstandard : HGB	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresergebnis	-0,96	0,21	-0,72	0,26	0,86	1,31
+/- Verlust/Gewinn aus dem Abgang von Anlagevermögen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Abschreibungen auf das Anlagevermögen	0,52	0,51	0,54	0,55	0,68	0,85
+/- Aktivierte Eigenleistungen	0,00	0,00	0,00	-0,38	-0,41	-0,46
+/- Veränderung langfristiger Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,06	0,08	0,06
+/- Sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen/Erträge	0,18	0,00	-0,01	0,00	0,00	0,00
Cash Flow aus Umsatztätigkeit	-0,26	0,72	-0,20	0,49	1,21	1,75
+/- Veränderungen Vorräte, Forderungen LuL, andere Aktiva	-1,23	-1,10	0,09	-0,90	-2,00	-1,77
+/- Veränderungen Verbindlichkeiten LuL, andere Passiva	0,09	0,28	-0,07	0,15	0,28	0,19
+/- Ein- und Auszahlungen aus außerordentlichen Positionen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash Flow aus der betrieblichen Tätigkeit	-1,40	-0,10	-0,19	-0,25	-0,50	0,17
+ Einzahlungen aus Abgängen des Anlagevermögens	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00
- Auszahlungen für Investitionen in das Anlagevermögen	-0,15	-0,25	-0,22	-0,40	-1,44	-0,86
Cash Flow aus der Investitionstätigkeit	-0,15	-0,25	-0,22	-0,40	-1,44	-0,86
+ Einzahlungen aus Eigenkapitalzuführungen	2,28	0,00	0,78	1,29	0,00	0,00
+ Einzahlungen aus Finanzierungsleasing	0,00	0,00	0,27	0,00	0,00	0,00
+/- Aus- und Einzahlungen aus Finanzkrediten	-0,57	0,10	-0,43	0,60	0,40	0,70
Cash Flow aus der Finanzierungstätigkeit	1,70	0,10	0,62	1,89	0,40	0,70
Summe der Cash Flows	0,15	-0,25	0,22	1,23	-1,54	0,01
Sonstige nicht liquiditätswirksame Zahlungsströme	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Flüssige Mittel am Anfang des Wirtschaftsjahres	1,81	1,96	1,71	1,93	3,16	1,62
Flüssige Mittel am Ende des Wirtschaftsjahres	1,96	1,71	1,93	3,16	1,62	1,63

Quelle: Independent Research; NanoFocus AG

1)2)3)4)6) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

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 abgezinnten 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: 17.01.2011 -

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: 17.01.2011

**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.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

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.

Obleich 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.



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