

Silicon Sensor International AG

Stärken und Chancen

- **Attraktiver Markt:** Als Anbieter von optischen Sensoren profitiert Silicon Sensor von der zunehmenden Verbreitung intelligenter Produkte in nahezu allen Lebensbereichen. Ob es sich dabei um Qualitätskontrollen in der Industrie oder um elektronische Abstandskontrollen in Fahrzeugen handelt – überall werden hochqualitative Sensoren benötigt, die die Umwelt für die Geräte „erfahrbar“ machen.
- **Beeindruckender Track-Record:** Silicon Sensor kann seit Jahren ein ungebrochen dynamisches Umsatzwachstum vorweisen. Seit 2001 ist das Unternehmen zudem profitabel und erreicht mittlerweile eine Nettorendite von fast 10 Prozent.
- **Akquisition verlängert die Wertschöpfungskette:** Mit der Übernahme von MPD können die Produkte nun in Großserie hergestellt werden. Dadurch wird der Einstieg in attraktive Massenmärkte wie den Automobilbau ermöglicht.

Schwächen und Risiken

- **Technische Innovationen:** Der adressierte Markt zeichnet sich durch eine sehr hohe Innovationsdynamik aus. Dies birgt immer das Risiko von technischen Fehlschlägen und Fehlentwicklungen, die sich gerade bei relativ kleinen Unternehmen wie Silicon Sensor spürbar auf die Umsatz- und Gewinnzahlen auswirken können.
- **Lange Entwicklungszeiten:** Die kundenindividuellen Produkte von Silicon Sensor benötigen zeitintensive und aufwendige Entwicklungsarbeiten, bevor sie umsatzwirksam werden. Sie müssen daher lange vorfinanziert werden.

Kaufen (unverändert)

Aktueller Kurs **11,10 Euro**

Stammdaten

ISIN	DE0007201907
Branche	Technologie
Sitz der Gesellschaft	Berlin
Internet	www.silicon-sensor.com
Ausstehende Aktien	3,46 Mio. Stück
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	38,4 Mio. Euro
Free Float	ca. 84%

Kursentwicklung



Hoch / Tief (12 Monate)	13,68 Euro / 8,82 Euro
Performance (12 Monate)	-9,4 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 196 Tsd. Euro

Kennzahlen

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2004	2005	2006(e)	2007(e)
Umsatzerlöse (Mio. Euro)	13,8	16,0	32,0	36,8
EpS (EUR)*	0,40	0,39	0,74	0,90
Dividende / Aktie (Euro)	-	-	-	-
KUV	2,78	2,41	1,20	1,04
KGV	28,0	28,7	15,0	12,3
Dividendenrendite	-	-	-	-

*voll verwässert aus Basis der aktuellen Aktienzahl (3,46 Mio.)

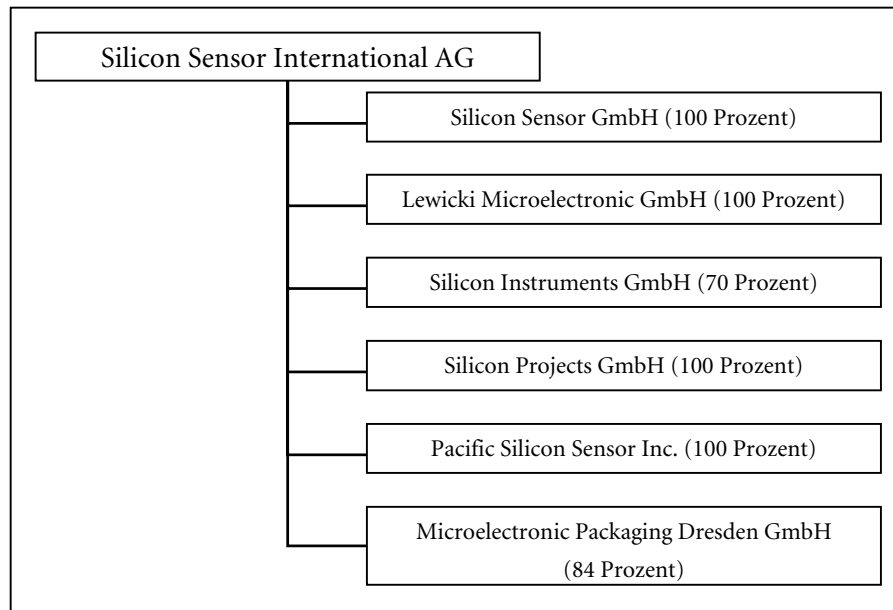
Unternehmensprofil

Mikroelektronik nach Maß

Die 1991 gegründete und seit 1999 börsennotierte Silicon Sensor International AG aus Berlin entwickelt, produziert und vertreibt hochwertige optoelektronische Sensoren, mit denen Lichtwellen unterschiedlicher Länge sowie Alpha-, Beta-, Gamma- und Röntgenstrahlung gemessen werden können. Anwendung finden ihre Produkte in zahlreichen Branchen, vom Automobilbau, über die Luft- und Raumfahrt bis zur Medizintechnik. Daneben betätigt sich das Unternehmen auch als Anbieter von kundenindividuell gefertigten Hybridschaltungen und mikroelektronischen Baugruppen.

Holding mit operativen Tochtergesellschaften

Die Gesellschaft Silicon Sensor International agiert dabei lediglich als Konzernholding, während das operative Geschäft auf mehrere spezialisierte Tochterunternehmen aufgeteilt ist. Den Kernbereich der Gruppe stellt die Silicon Sensor GmbH dar, deren Kompetenz in der Entwicklung und Fertigung von Sensorchips, Sensorbauelementen und vollständigen Detektorsystemen liegt. Das zweite wichtige Standbein bildete bis zum Ende des vergangenen Jahres die Lewicki microelectronic GmbH aus Oberdischingen in Bayern. Dieser im Jahr 2000 akquirierte Spezialist für Hybridschaltungen, dessen Produkte u.a. in Sicherheitstechnik sowie in der zivilen und militärischen Luftfahrt eingesetzt werden, erlöste noch im vorletzten Geschäftsjahr fast die Hälfte des Gruppenumsatzes.



Neue Dimensionen durch MPD-Übernahme

Seit der im September letzten Jahres vollzogenen Akquisition der Microelectronic Packaging Dresden GmbH (MPD) hat sich diese Relation allerdings deutlich verschoben. Da die Neuerwerbung in etwa so groß gewesen ist wie der bisherige Silicon-Sensor-Konzern, stellt die Gesellschaft nun die größte Einheit des Ver-

bundes dar. MPD ist seit über 30 Jahren als Spezialist für Aufbau- und Verbindungstechnik (engl. Packaging) aktiv. Im Auftrag und nach spezifischer Vorgabe der Kunden setzen die Sachsen aus Halbleiterchips und Sensoren elektronische Komponenten, Module und Systeme zusammen, die anschließend in die Produkte der Abnehmer einfließen. Die mit Reinräumen höchster Stufe ausgestattete Produktionsstätte in Dresden ermöglicht dabei Serien von wenigen Exemplaren bis zu mehreren Millionen Stück und damit auch die Belieferung von Massenproduzenten, beispielsweise aus der Automobilbranche.

Weitere Beteiligungen

Das sich noch im Aufbau befindliche Asien- und Nordamerikageschäft ist in der Pacific Silicon Sensor Inc. (PSS) angesiedelt. Auch wenn der entsprechende Umsatzanteil sich im letzten Geschäftsjahr erst auf ca. 9,5 Prozent der gesamten Konzerneinnahmen belaufen hat, sieht das Management gerade in dieser Region das größte Wachstumspotenzial. So sind die Erlöse von PSS allein 2005 um 22 Prozent gestiegen. Um diese Aktivitäten zusätzlich zu stärken, hat Silicon Sensor die Beteiligung an dieser Gesellschaft zu Jahresanfang auf 100 Prozent aufgestockt und das Verkaufsteam durch den ehemaligen Vizepräsidenten der Vertriebsabteilung eines direkten Konkurrenten gestärkt. Anteilsmäßig und strategisch von geringer Bedeutung sind die beiden Beteiligungen Silicon Projects GmbH und Silicon Instruments GmbH. Während es sich bei Silicon Projects um einen IT-Dienstleister mit schwerpunktmäßiger Ausrichtung auf die Bedürfnisse der Schwesterunternehmen handelt, sind in der letztgenannten Tochter die medizintechnischen Anwendungen des Konzerns gebündelt worden. Dazu gehören vor allem Gammasonden, die im Auftrag der ebenfalls börsennotierten World of Medicine AG gefertigt werden.

Kundenindividuelle Fertigung

Ein wichtiges, alle Konzernteile von Silicon Sensor verbindendes Element der Geschäftsaktivität stellt die kundenindividuelle Produktion dar, bei der die Erzeugnisse auf die jeweiligen Anforderungen und Bedürfnisse des Abnehmers ausgerichtet werden. Der damit einhergehende Nachteil einer sehr hohen Forschungs- und Entwicklungsintensität wird durch die daraus erwachsende enge und langfristige Kundenbindung mehr als aufgewogen. Aufgrund der Konzentration auf kundenindividuelle Lösungen sieht sich die Gruppe weniger als ein Hersteller von High-Tech-Komponenten, sondern vielmehr als ein technologisch orientierter Dienstleister. Durch diese Positionierung sowie die seit Jahren konsequent betriebene Diversifikation der Kundenbasis konnte sich die Gesellschaft dem im Chipsektor tobenden Preisverfall sowie der ausgeprägten Marktzyklik bislang erfolgreich entziehen. So beläuft sich der auf den mit Abstand wichtigsten Kunden entfallende Umsatz heute nur noch auf 15 Prozent der Gesamterlöse, nach ca. 70 Prozent noch vor wenigen Jahren.

Markt und Strategie

Rapides Marktwachstum und zahlreiche neue Anwendungsfelder

Der Markt für Sensortechnik zeichnet sich durch eine außergewöhnliche Wachstumsdynamik aus. Neben den heutigen Haupteinsatzfeldern in der Produktionssteuerung und in der Qualitätskontrolle werden künftig zahlreiche weitere Anwendungsgebiete erschlossen. Immer dann, wenn Produkte mit intelligenten Funktionen ausgerüstet werden sollen, müssen sie in der Lage sein, Signale von der Außenwelt wahrzunehmen und zu verarbeiten. Dabei bestehen für die Ausweitung der Funktionalität kaum Grenzen: Automatische Abstandskontrolle in Fahrzeugen, Zugangskontrolle in Gebäuden, Strahlungslenkung bei medizinischen Eingriffen, intelligente Häuser – überall ist der Einsatz von Sensoren erforderlich. Allein im Automobilbau werden nach einer Studie von Strategy Analytics Sensoren für rund 10 Mrd. US-Dollar verarbeitet. Da die Zahl der Anwendungsfelder im PKW beständig steigt (Sicherheit, Leistungssteigerung, Komfort, Umweltschutz etc.), soll dieser Wert bis 2012 um durchschnittlich 11 Prozent p.a. auf dann 15,8 Mrd. US-Dollar zulegen.

Konzentration auf lukrative Nischen

Der gesamte Weltmarkt für die Sensortechnik wird derzeit auf rund 70 Mrd. Euro geschätzt. Dabei nimmt Deutschland mit einem Weltmarktanteil von ca. 18 Prozent die führende Stellung vor den USA und Japan ein. So kommen nach Angaben des Zentralverbandes Elektrotechnik- und Elektronikindustrie fünf der acht größten Sensorhersteller aus Deutschland (Quelle: Handelsblatt vom 29. Juni 2006, S. 16). Dazu zählen neben Großkonzernen wie Siemens auch mittelständische Weltmarktführer wie der Mannheimer Spezialist für Sensoren der Fabrik- und Prozessautomation Pepperl + Fuchs GmbH. Um sich in diesem konkurrenzintensiven Umfeld zu behaupten, setzt Silicon Sensor bewusst nicht auf Massenware, sondern auf Lösungen, die individuell für die Kunden entwickelt und gefertigt werden. Diese profitieren von einer an ihre spezifischen Anforderungen angepassten Funktionalität und damit auch einer wesentlich höheren Zuverlässigkeit. Für den Berliner Konzern hingegen ergibt sich daraus der Vorteil einer geringeren Preissensibilität auf Seiten des Kunden sowie einer erhöhten Kundenbindung. Denn dank der passgenauen Lösungen, bei denen es sich vielfach um zentrale Komponenten im Fertigungsprozess des Abnehmers handelt, erlangt Silicon Sensor oft eine Schlüsselposition innerhalb der Lieferkette, wodurch die Substituierbarkeit der Produkte stark eingeschränkt wird. Die bedeutende Stellung von Silicon Sensor äußert sich nicht zuletzt darin, dass die Kunden zunehmend bereit sind, die Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen (zumindest teilweise) selbst zu tragen.

Erfolgreiche Vier-Säulen-Strategie

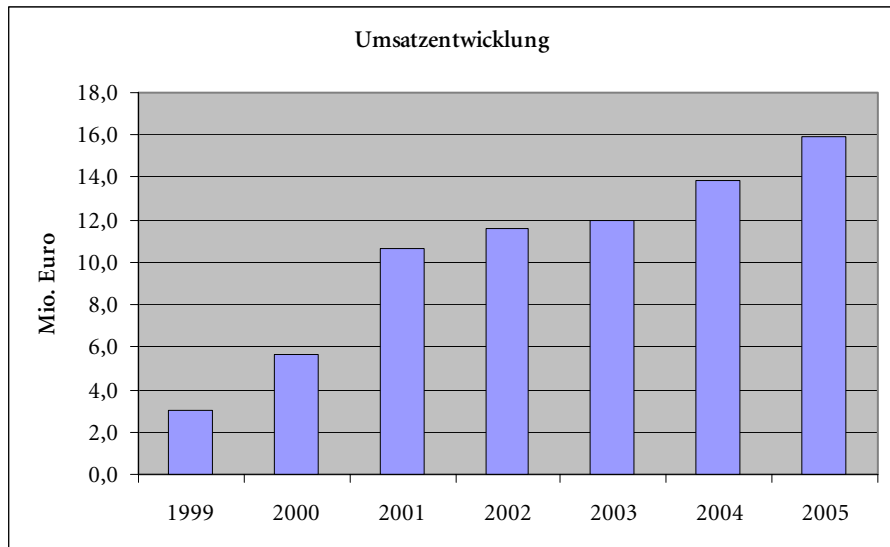
Um auf dieser soliden Basis weiter zu wachsen, verfolgt die Silicon-Sensor-Gruppe einen langfristigen Ausbau der Geschäftsaktivitäten, bei dem vier Hauptstoßrichtungen erkennbar sind. So ist es zum einen erklärte Strategie, mit den Bestandskunden weiter zu expandieren. Dies ist vor allem dort viel verspre-

chend, wo die Sensoren direkt in Endprodukte implementiert werden. Dann profitieren die Berliner nahezu automatisch und proportional vom Markterfolg ihrer Kunden. Besonders aussichtsreich ist diese Stoßrichtung in Branchen, die ihre Produkte in sehr großen Stückzahlen verkaufen (z.B. Automobilbau). Unabhängig davon werden weitere Forschungs- und Entwicklungsanstrengungen unternommen, um mit neuen Produkten und Lösungen zusätzliche Märkte zu erschließen oder um andere Anwendungsgebiete für bisherige Produkte zu finden. Drittens wird seit mehreren Jahren die Internationalisierung des Geschäfts forciert, wobei der Schwerpunkt vor allem auf die besonders dynamischen Märkte des pazifischen Raumes gelegt wird. Und schließlich sichtet das Unternehmen die Branche aufmerksam nach geeigneten Akquisitionsobjekten, mit denen die Produktpalette ergänzt bzw. neues Know-how erworben werden kann.

Geschäftsentwicklung

Stetiges Umsatzwachstum

Wie nur wenige Unternehmen des ehemaligen Neuen Marktes konnte Silicon Sensor seinen Wachstumspfad seit dem Börsengang im Jahr 1999 ohne Unterbrechung fortsetzen. Insbesondere um die Jahrtausendwende vervielfachte sich das Geschäftsvolumen, wobei der größte Umsatzsprung durch die Akquisition der Lewicki mircoeletronic GmbH bedingt war. Auch im letzten Geschäftsjahr konnte – teilweise akquisitionsbedingt – ein deutlicher Zuwachs der Erlöse verzeichnet werden. Die nachfolgende Graphik veranschaulicht die Wachstumsstory des Berliner Konzerns.



Quelle: Silicon Sensor International AG

Profitabel seit 2001

Das Wachstum zahlte sich bald auch in Form von steigenden Gewinnen aus. Nach dem Break-even im Jahr 2001 erreichte die Nettorendite bereits zwei Jahre später die 6-Prozent-Marke, um bis Ende 2004 auf knapp 10 Prozent zuzulegen. Erst im abgelaufenen Geschäftsjahr musste ein – geringer – Gewinnrückgang hingenommen werden. Ursächlich dafür waren mehrere Faktoren, die aber vom Unternehmen rechtzeitig und klar kommuniziert wurden. So sorgten einmalige Projektverschiebungen und Produktwechsel bei Kunden für ein verändertes Ab-rufverhalten, während sich auf der Kostenseite intensiverte Vertriebsanstren-gungen und der erstmalige Ausweis von Mitarbeiteroptionen als Personalauf-wand bemerkbar machten. Hinzu kamen schließlich die einmaligen Kosten in Verbindung mit der MPD-Übernahme. In Summe reduzierte sich der Jahres-überschuss von 1,37 auf 1,34 Mio. Euro, was einer immer noch sehr guten Net-torendite von 8,4 Prozent entspricht.

(Mio. Euro)	Geschäftsjahr 2004	Geschäftsjahr 2005	Veränderung
Umsatz	13,84	15,97	+15,4%
EBITDA	3,36	3,21	-4,6%
EBIT	2,00	2,09	-4,5%
Jahresüberschuss	1,37	1,34	-2,3%
Nettorendite	9,91%	8,38%	

Geschäftsentwicklung von Silicon Sensor; Quelle: Silicon Sensor International AG

Wachstumsschub im laufenden Jahr

Sehr erfreulich hat sich Silicon Sensor hingegen in der ersten Hälfte des laufen-den Jahres entwickelt. Nach einem Quartalsumsatz von 7,5 Mio. Euro zwischen Januar und März erhöhten sich die Einnahmen im zweiten Vierteljahr bereits auf 8,1 Mio. Euro. Der daraus resultierende Halbjahresumsatz von 15,62 Mio. Euro liegt somit um 136 Prozent über dem entsprechenden Vorjahreswert. Auch wenn dieses Größe hauptsächlich auf die Konsolidierung von MPD zurückzu-führen ist, stellen die beiden Quartalswerte auch gegenüber den letzten drei Mo-naten des letzten Geschäftsjahres (6,6 Mio. Euro), in denen die neue Tochter be-reits miterfasst worden ist, eine deutliche Verbesserung dar.

Profitabilität steigt trotz erhöhten F&E-Aufwendungen

Parallel zur Ausweitung der Einnahmenbasis konnten auch die Gewinnkennzah-len deutlich verbessert werden. So erhöhte sich das Halbjahres-EBIT im Vorjah-resvergleich um 126 Prozent auf 2,6 Mio. Euro und der Periodenüberschuss immer noch um 93 Prozent auf 1,5 Mio. Euro. Die Nettomarge verbesserte sich infolgedessen auf 9,8 Prozent – nach 7,5 Prozent im vierten Quartal bzw. 8,4 Prozent im gesamten Vorjahr. Besonders bemerkenswert an dieser Entwicklung ist, dass gleichzeitig die Aufwendungen für Forschung und Entwicklung massiv erhöht wurden. Während im gesamten letzten Geschäftsjahr lediglich 0,96 Mio. Euro für diesen Posten veranschlagt wurden, lagen sie allein im zweiten Viertel-jahr bei 1,5 Mio. Euro. Zusammen mit dem ersten Quartal (0,4 Mio. Euro) hat

Silicon Sensor im laufenden Jahr somit bereits fast 2 Mio. Euro oder 13 Prozent der Konzern Erlöse in die Entwicklung neuer Produkte investiert.

Großauftrag für Silizium-Mikrophone

Ein wichtiger Grund für die massive Ausweitung der Entwicklungsaktivitäten bestand in den Bemühungen, ein neues Packaging-Verfahren zur Herstellung von Silizium-Mikrophonen zur Serienreife zu bringen. Die Anstrengungen mündeten schließlich Ende Juli in der Auftragserteilung durch Infineon. Diese umfasst die Lieferung von jährlich 20 Mio. Silizium-Mikrophonen über die nächsten vier Jahre und somit ein zusätzliches Auftragsvolumen für MPD in Höhe von 3 Mio. Euro. Damit gelang Silicon Sensor nach der bereits im letzten Jahr vermeldeten Bestellung von Automobil-Abstandsensoren nun der zweite Abschluss mit Potenzial für einen Massenmarkt. Da diese Mikrophone zunehmend Eingang in Produkte wie Handys, Freisprechanlagen und Notebooks finden, soll sich das entsprechende Marktvolumen von 55 Mio. US-Dollar im letzten Jahr auf 680 Mio. US-Dollar in vier Jahren mehr als verzehnfachen (Quelle: Unternehmensangaben).

Bewertung

Einfaches Ertragswertmodell

Das faire Bewertungsniveau von Silicon Sensor ermitteln wir anhand eines einfachen Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht.

Diskontierungszins nach CAPM 10,2 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 3,8 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelbare Wert für den Betafaktor wegen der fehlenden Korrelation nicht geeignet, weswegen wir uns an fundamentalen Faktoren orientieren. Aufgrund der noch verhältnismäßig geringen Unternehmensgröße in Verbindung mit den technologischen Risiken, die in Märkten mit einer derart hohen Innovationsdynamik zwangsläufig auftreten, sehen wir einen Aufschlag auf das Marktrisiko als gerechtfertigt an. Da die im Branchenvergleich hohe Kundenbindung allerdings risikomindernd wirkt, veranschlagen wir lediglich eine etwas erhöhte Volatilität und daher ein Beta von 1,2, woraus sich ein Diskontierungszins von 10,2 ergibt.

Erwartung für 2006

Vor dem Hintergrund der bereits zum Halbjahr erreichten Umsatz- und Gewinnzahlen sehen wir unsere bisherige Erwartung für 2006 nun als etwas zu konservativ an. Daher erhöhen wir die Umsatzprognose auf 32 Mio. Euro. Gleichzeitig haben die ersten beiden Quartale eine deutliche Margenverbesserung mit sich gebracht, was unseres Erachtens auch im zweiten Halbjahr anhalten sollte. Dies

umso mehr, als die außergewöhnlich hohen F&E-Aufwendungen nach dem erfolgreichen Abschluss der Verhandlungen mit Infineon nun deutlich reduziert werden dürften. Statt der bisherigen 7 Prozent Nettorendite rechnen wir daher jetzt mit 8 Prozent, was aus Vorsichtsüberlegungen immer noch unter dem zum 30. Juni erreichten Wert liegt.

Schätzung für die Folgejahre

Die Wachstumsdynamik für die Folgejahre belassen wir hingegen unverändert. Den größten Zuwachs erwarten wir nach wie vor für das Jahr 2008, in dem sich der endgültige Roll-Out des im letzten Jahr akquirierten Automotivauftrags bemerkbar machen sollte. Anschließend wird die erwartete Expansionsrate wie bisher in kleinen Schritten reduziert, bis sie im Jahr 2013 den Endwert von 13 Prozent erreicht. Sollten sich die Anwendungsgebiete für optische Sensoren so entwickeln, wie es allgemein erwartet wird, wären allerdings auch nach 2013 Wachstumsraten möglich, die deutlich oberhalb des von uns angesetzten Wertes liegen.

Profitabilität

Unsere Erwartung hinsichtlich der Entwicklung der Nettorendite lassen wir in der Grundstruktur unverändert. Neben der Anhebung für das laufende Jahr nehmen wir lediglich eine geringe Aufwärtskorrektur für die nächsten drei Jahre vor. Damit tragen wir der Tatsache Rechnung, dass Silicon Sensor es bis jetzt sehr gut verstanden hat, seine Marge zu verteidigen. Da dies angesichts der vorliegenden Großaufträge in den nächsten Jahren umso leichter fallen sollte, halten wir den bisherigen Abschlag gegenüber den aktuell erreichten Werten für überhöht. Da wir grundsätzlich aber nach wie vor davon ausgehen, dass derart hohe Renditen früher oder später Konkurrenten anziehen, behalten wir die anschließende stufenweise Reduktion der Marge auf den Endwert von 6,5 Prozent weiterhin bei. Das „ewige“ Ertragswachstum nach Ende des detaillierten Schätzzeitraums bleibt ebenfalls unverändert bei 2 Prozent. Auf dieser Basis stellt sich ein modellhafter Geschäftsverlauf ein, wie er in der untenstehenden Tabelle dargestellt ist.

Geschäftsjahr (31.12.)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Umsatz (Mio. Euro)	32,0	36,8	44,2	52,1	60,4	69,5	79,2	89,5
Umsatzwachstum		15,0%	20,0%	18,0%	16,0%	15,0%	14,0%	13,0%
Nettorendite	8,0%	8,5%	8,5%	8,0%	7,0%	6,5%	6,5%	6,5%
Gewinn (Mio. Euro)	2,56	3,13	3,75	4,17	4,23	4,52	5,15	5,82
Gewinnwachstum		22%	20%	11%	2%	7%	14%	13%

Fairer Wert 16,81 Euro je Aktie

Damit ergibt unsere Kalkulation einen Ertragswert von 58,2 Mio. Euro. Umgerechnet auf die derzeit umlaufenden 3,5 Mio. Aktien entspricht das einem fairen Wert je Aktie von 16,81 Euro. Damit weist der Kurs von Silicon Sensor trotz des starken Anstiegs in Folge der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen immer noch ein Aufwärtspotenzial von rund 50 Prozent auf.

***Unser Anlageurteil:
„Kaufen“***

Silicon Sensor bewegt sich in einem äußerst attraktiven Markt und hat sich dabei auf technologisch führende Produkte spezialisiert. Wie das stetige Wachstum und die anhaltend hohen Renditen belegen, zahlt sich die Fokussierung auf kundenindividuelle Lösungen nicht nur durch eine erhöhte Kundenbindung, sondern eben auch in Form von hohen Erträgen aus. Dank der letztjährigen Akquisition von MPD eröffnet sich für den Konzern zudem die Möglichkeit, seine Entwicklungen auch in Großserien umzusetzen. Damit wird das Unternehmen zunehmend auch als Zulieferer von Branchen wahrgenommen, die die Sensoren millionenfach in ihren Erzeugnissen einsetzen und entsprechende Stückzahlen benötigen. Dem Großauftrag von Infineon dürften deswegen bald weitere folgen. Da unser Bewertungsmodell darüber hinaus eine drastische Unterbewertung signalisiert, bekräftigen wir unser bisheriges Urteil und empfehlen Silicon Sensor weiterhin als „Kauf“.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung. Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>
E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse ist ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Sie stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich um den Eröffnungskurs des heutigen Börsenhandels auf Xetra. 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. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Volkswirt Adam Jakubowski (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
27.06.2006	9,43 Euro	Kaufen
20.03.2006	10,25 Euro	Kaufen

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, „spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studiererstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.