

Update

Akkumulieren

Preisziel: EUR 8,65

Übersicht

Branche:	IT Services & Consulting
Land:	Deutschland
WKN:	700890
Reuters:	RTCG.DE
Webseite:	www.realtech.de

Kurs aktuell:	8,20
	Hoch Tief
Kurs 52 W.:	10,95 6,60
Marktkap. (Mio. EUR)	42,6
Anzahl Aktien (in Mio.)	5,2

Aktionärsstruktur

Streubesitz	55,24%
Daniele Di Croce	16,55%
Rainer Schmidt	14,31%
Peter Stier	13,90%

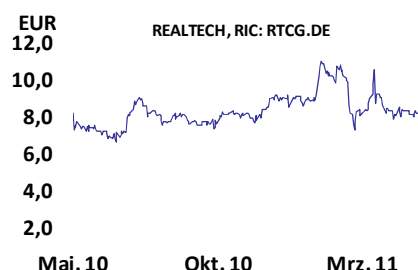
Performance

4 Wochen	-1,2%
13 Wochen	-19,6%
26 Wochen	1,9%
52 Wochen	0,0%
lfd. Jahr	-8,9%

Dividende

	EUR/Aktie	in %
2008	0,50	46%
2009	0,50	217%
2010	0,00	0%
2011e	0,50	113%
2012e	0,50	43%

52-Wochen Kursverlauf



Analyst

Dr. Norbert Kalliwoda
nk@kalliwoda.com

Phone: +49 69 97 20 58 53
www.kalliwoda.com

REALTECH

Vorbereitungen für den Wachstumsschub

- Die Umsätze, bereinigt um die im Vorjahr veräußerte ehemalige italienische Tochtergesellschaft, stiegen im ersten Quartal des Jahres um 10 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal. Die Investitionen wirkten sich negativ auf die Ertragslage aus. Das EBITDA verzeichnete einen Rückgang um 70 Prozent. Das EBIT rutschte in den negativen Bereich. Infolgedessen betrug das Nettoergebnis je Aktie minus 0,04 EUR.
- Geographisch konnte REALTECH in Europa die höchsten Umsatzsteigerungen verbuchen. Der Umsatz auf den Märkten Asien-Pazifik fiel um 14 Prozent. Verantwortlich war das Erdbeben in Japan, welches einen Umsatzrückgang von 243 t EUR verursachte.
- Den stärksten Umsatzsteigerungsbeitrag der Geschäftsfelder lieferte das Segment Software bei einem Wachstum von 26 Prozent, obgleich es den wesentlich geringeren Umsatzanteil besitzt. Das Segment Consulting verzeichnete ein Umsatzwachstum von 6 Prozent im Vergleich zum Vorjahresquartal. Somit bestätigt das Quartal den Trend der Verlagerung des Schwerpunktes der Geschäftsaktivitäten hin zum Software Unternehmen.
- REALTECH partizipiert an den vielen gegenwärtigen Branchentrends im Software und IT Service Sektor. Geographische Expansionsmöglichkeiten bieten sich durch die weltweite Verbreitung von SAP Produkten. Das Unternehmen besitzt eine solide Finanz- und Marktposition.
- Für das Jahr 2011 erwarten REALTECH aufgrund der hohen Investitionen einstellige Margen bei einstelligen Umsatzwachstumsraten. Im darauffolgenden Jahr sollten die Investitionen zu ansteigenden Wachstumsraten bei den Erlösen führen. In allen Geschäftsbereichen und Regionen ist eine Marge im zweistelligen Bereich ab dem Jahr 2012 als Ziel gesetzt.
- Wir erwarten, dass REALTECH seine Ziele für das Gesamtjahr 2011 und 2012 erreichen wird. Aufgrund unserer nicht geänderten Aussichten belassen wir es bei unserem einen fairen Wert von 8,65 Euro. Bei dem derzeitigen Aktienkurs von 8,20 Euro ergibt sich ein Upside Potenzial von 6 Prozent. Somit lautet die Empfehlung „AKKUMULIEREN“. Die Peer-Group Analyse bestätigt diese Ergebnisse.

Kennzahlen

EUR m	2008	2009	2010	2011e	2012e
Umsatzerlöse	70,8	61,7	52,5	56,7	62,4
EBITDA	8,0	3,7	5,3	4,9	9,0
EBIT	7,0	2,6	4,4	3,9	8,0
Nettoergebnis	5,7	1,2	-1,4	2,4	6,2
EPS	1,08	0,23	-0,27	0,44	1,17
BVPS	5,61	5,49	4,77	5,55	6,08
CFPS	1,29	0,47	-0,09	0,63	1,36
RoE	19,6%	4,3%	-5,7%	8,0%	19,3%
RoS	8,1%	2,0%	-2,7%	4,1%	10,0%
EBIT margin	9,9%	4,3%	8,3%	6,9%	12,9%

Inhalt

1. Unternehmensprofil	3
2. Geschäftsentwicklung	4
3. Ausblick.....	5
4. Absatz-, Rendite- und Ertragsindikatoren	7
5. Aktie und Aktionärsstruktur	8
6. SWOT-Analyse.....	8
7. Finanzteil.....	9
7.1. Gewinn- und Verlustrechnung	9
7.2. Bilanzen.....	10
7.3. Kapitalflussrechnung.....	11
8. Bewertung	12
8.1. DCF-Modell	12
8.2. WACC.....	13
8.3. Fair Value – Sensitivitäten	13
9. Peer Group Analyse	14
10. Kontakt.....	15
11. DISCLAIMER.....	16

1. Unternehmensprofil

Die in Walldorf ansässige REALTECH AG gehört mit über 2500 SAP-Beratungs- und Softwarekunden zu Deutschlands führenden IT-Beratern. Das Unternehmen wurde 1994 in Walldorf bei Heidelberg gegründet und ist seit 1999 an der deutschen Börse notiert. Neben dem Hauptsitz ist REALTECH mit weiteren Niederlassungen in Europa, Asien/Pazifik und Nordamerika international präsent. Der rasche Fortschritt der IT-Technologien hat in der Vergangenheit zu einer großen Vielzahl von betrieblichen Anwendungssystemen und einer vielfältigen, heterogenen IT-Landschaft geführt. Gerade die nicht integrierten Einzelsysteme, Eigenentwicklungen und Insellösungen haben bei den Unternehmen zu erheblichen Integrationsdefiziten geführt, die funktionsübergreifende bzw. interorganisatorische Arbeitsabläufe behinderten und die Informationsversorgung für Dispositionsaufgaben erschwerten. Durch die IT Beratungsleistungen der REALTECH AG kann eine unmittelbare Einbindung von Kunden und Lieferanten in die Wertschöpfungskette erfolgen, so dass Medienbrüche und Redundanzen vermieden werden können und neue Formen der zwischenbetrieblichen Zusammenarbeit ermöglicht werden. Die Produkte der REALTECH AG erlauben der IT-Abteilung oder dem IT-Outsourcer, die Vielzahl von Anwendungen und IT-Systemen sicher und effizient zu betreiben und den Kostenblock der IT deutlich zu senken.

Ein wesentlicher Geschäftsteil der REALTECH AG fokussiert sich auf die Beratung, der Implementierung und des Betriebs von SAP Produkten. Hier besitzt das Unternehmen ein umfassendes Spezialwissen und hat sich dadurch eine starke Position innerhalb dieser Nischen aufgebaut. Bei seinen Beratungsaktivitäten setzt REALTECH auf eine enge Zusammenarbeit und kennt somit die IT-Bedürfnisse der Unternehmen aus der Praxis. Diese Kenntnisse werden genutzt um kundenindividuelle Softwarelösungen zu entwickeln. Neue Techniken wie Linux RedHat/Novell, die Vitalisierung oder auch neue Hardware-Plattformen wie Cisco Universal Server erfordern neue Beratungskompetenzen im technologischen SAP-Markt und REALTECH ist oft einer der ersten Berater in diesen neuen Themen.

Die starke Abhängigkeit zu SAP liegt im Geschäftsteil der Software-Produkte nicht vor. theGuard! ist eine systemübergreifende Software und prinzipiell einsetzbar in jedem Unternehmen, das IT nutzt. Der Schwerpunkt des Produktgeschäftes liegt im deutschsprachigen Raum und in USA wobei die neuen Kooperationen mit SAP sich neue Märkte erschließen werden. SAP ergänzt damit den REALTECH Direktvertrieb durch einen vitalen zusätzlichen Vertriebskanal.

Durch eine schlanke Unternehmensstruktur ist REALTECH imstande flexibel auf Branchentrends zu reagieren. Bezüglich des Inlandsmarktes ist die Konkurrenzfähigkeit von ausländischen Unternehmen beschränkt, da mittelständige Unternehmen Lieferantennähe und Verträge nach deutschem Recht bevorzugen. Auf seinen Auslandsmärkten setzt REALTECH insbesondere auf seine Stärken in der Zusammenarbeit mit den lokalen SAP-Landesgesellschaften hinsichtlich der technologischen Kompetenz und arbeitet in einem Partnernetzwerk von größeren Anwendungsberatungsunternehmen.

Das Unternehmen besitzt mit seiner Vielzahl von mittelständigen Endkunden, sowie einer internationalen Präsenz ein ausgewogenes Kundenportfolio.

2. Geschäftsentwicklung

Konzern						
	2006 Q1	2007 Q1	2008 Q1	2009 Q1	2010 Q1*	2011 Q1
Sales	13,09	14,18	16,49	15,70	11,70	12,90
EBITDA	0,74	1,02	1,30	-0,83	0,50	0,15
EBIT	0,41	0,77	1,09	-0,98	0,25	-0,14
EBT	0,58	0,95	1,16	-0,96	0,42	-0,21
EPS	0,00	0,10	0,10	-0,30	-0,01	-0,04

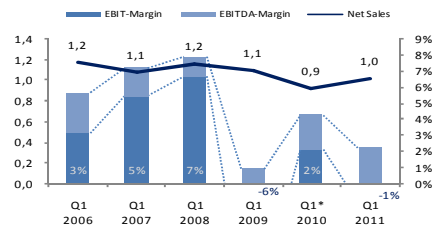
Um eine Vergleichbarkeit der letzten beiden Quartalsergebnisse zu ermöglichen sind die Zahlen des Vorjahres um die Effekte der mittlerweile veräußerten ehemaligen italienischen Tochtergesellschaft bereinigt. So stiegen die Umsätze in den ersten drei Monaten des Jahres 10 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal.

Geographisch konnte REALTECH in Europa die höchsten Umsatzsteigerungen verbuchen. Vor allem in Spanien gelang es ein Umsatzwachstum von 36 Prozent zu erwirtschaften, der den Rückfall der Erlöse in Portugal mehr als kompensierte. In Deutschland stiegen die Umsätze um 8 Prozent, während Umsätze in den USA stagnierten. Der Umsatz auf den Märkten Asien-Pazifik fiel um 14 Prozent. Verantwortlich war das Erdbeben in Japan, welches einen Umsatzrückgang von 243 t EUR verursachte. Japan trug im ersten Quartal des Jahres 2011 zu 46 Prozent der Asien-Pacific Umsätze bei. Japanische Kunden scheinen im erhöhten Ausmaße ihre Ausgaben für IT-Systeme aufgrund von dringenden Ersatzinvestitionen verschoben zu haben.

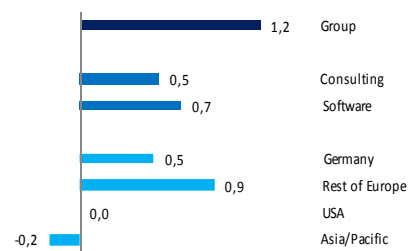
Den stärksten Umsatzsteigerungsbeitrag der Geschäftsfelder lieferte das Segment Software bei einem Wachstum von 26 Prozent, obgleich es den wesentlich geringeren Umsatzanteil besitzt. Das Segment Consulting verzeichnete ein Umsatzwachstum von 6 Prozent im Vergleich zum Vorjahresquartal. Somit bestätigt das Quartal den Trend der Verlagerung des Schwerpunktes der Geschäftsaktivitäten hin zum Software Unternehmen. Die Rohertragsmargen im Segment Software blieben dabei stabil auf hohem Niveau. Anders im Segment Consulting, wo die Rohertragsmagen niedriger liegen und einen fallenden Trend aufweisen.

Insgesamt hielten die Rohertragsmargen des Unternehmens stabil bei 34 Prozent. Die Gesamtkosten stiegen hervorgerufen durch massive Investitionen vor allem in dem Bereich Vertrieb. Die Anzahl der Mitarbeiter stieg im der mit der Rate des Umsatzwachstums, wobei sich die Mitarbeiter gleich auf die Geschäftsfelder geographisch auf die wachstumsstärkste Region Spanien

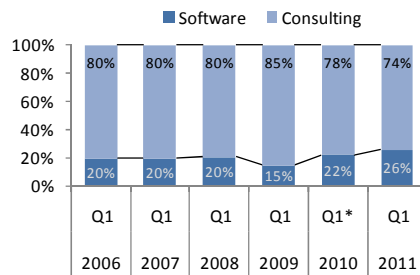
Geschäftsentwicklung – Konzern



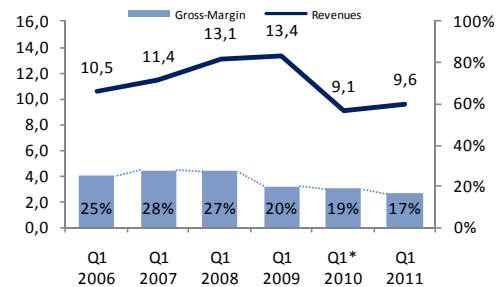
Umsatzsteigerungsbeiträge



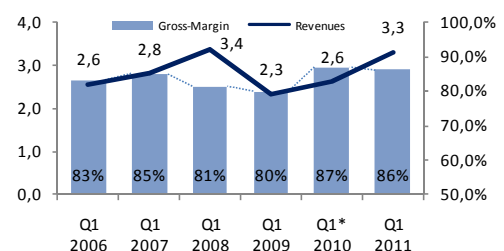
Geschäftsfelder - Anteile



Consulting



Software



verteilte. Die Investitionen wirkten sich negativ auf die Ertragslage aus. Das EBITDA verzeichnete einen Rückgang um 70 Prozent. Das EBIT rutschte in den negativen Bereich. Infolgedessen betrug das Nettoergebnis je Aktie minus 0,04 EUR.

Der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit stieg von 1,9 Mio. EUR auf 2,8 Mio. EUR. Verstärkte Investitionen in Sachanlagen in Form von Ersatzbeschaffungen verringerten den Cashflow aus Investitionstätigkeiten. Die Nettoliquidität stieg auf 20% der Bilanzsumme, nachdem sie im Vorquartal 15% betrug. Damit verstärkt REALTECH seine finanzielle Position.

Im Rahmen der CeBIT 2011 wurde mit dem Vertrieb des Mobile App für theGuard! begonnen. Damit will das Unternehmen vom Trend zur Nutzung von mobilen Endgeräten innerhalb der unternehmerischen IT Systeme profitieren. Mit dem Produkt können auf Smartphones Fehlerquellen identifiziert und deren Auswirkungen auf die Geschäftsprozesse analysiert werden.

3. Ausblick

Die Software und IT Service Branche setzte nach Angaben von BITKOM seinen Erholungstrend fort. Für die nächsten beiden Jahre werden Wachstumsraten von 3,5 Prozent bis 3,9 Prozent für die Softwarebranche und 4,5 Prozent bis 4,9 Prozent erwartet. Ein Risiko stellt der Fachkräftemangel auf dem deutschen Markt im Bereich der Softwareentwicklung dar. Nach Angaben der BITKOM leiden 59% der ITK-Firmen zurzeit unter einem Fachkräftemangel und im Jahr 2011 wollen planen mehr als zwei Drittel der Firmen neues Personal einstellen zu wollen.

Das Quartalsergebnis im ersten Quartal war belastet durch einen Umsatzrückgang insbesondere durch rückläufige Beratungsumsätze in Japan und den im Vergleich zum Vorjahr gestiegenen Kosten im Bereich F&E. Diese Kosten liegen im Investitionsplan für den weiteren Aufbau des Produktgeschäftes u.a. initiiert durch die zwei größeren SAP-Kooperationen. In den folgenden Quartalen sollte dieser Bereich trotz der hohen Investitionen weitere positive Meldungen bezüglich der Ertragsentwicklung liefern.

REALTECH liefert zum einen die theGuard! Configuration Management Database (CMDB) an SAP, die durch beide Firmen SAP und REALTECH in die Produktpalette der SAP in 2011 integriert wird. Die Rechte auf geistiges Eigentum für den REALTECH Teil liegen weiterhin bei REALTECH. SAP vertreibt mit seinen Produkten die integrierte theGuard! CMDB. Dafür erhält REALTECH eine Gebühr für jedes Unternehmen, das die Software nutzt. SAP verfügt aktuell über ca. 100.000 Kunden, an die das Produkt vertrieben werden könnte. Die Wartung des eigenen Softwareteils übernimmt REALTECH, so dass sich hieraus eine weitere Einnahmequelle für die Gesellschaft ergibt.

Darüber hinaus liefert REALTECH einige zentrale Komponenten von theGuard! für das "Service Impact Management" an SAP als Endkunden. Die Software wird dabei für den Betrieb des neuen SAP Produktes "SAP Business by Design" verwendet. Sollten größere Betreiber selbst den Betrieb dieser SaaS-Lösung übernehmen wollen, bieten sich neue Umsatzchancen für REALTECH.

Der Expansionsplan beinhaltet auch die Übersetzung der Software in neue Landessprachen und die verstärkte Einbindung von REALTECH Landesgesellschaften in die Erbringung begleitender Maßnahmen wie Software-Tests, Pre-Sales und Support. Jetzt schon hat die Gesellschaft Landesgesellschaften wie Portugal oder Japan in den Produktionsprozess eingebunden. Um weitere Synergieeffekte wahrnehmen zu können, soll die internationale Zusammenarbeit innerhalb des Konzerns verstärkt werden.

Im Segment Consulting will sich REALTECH künftig verstärkt im Bereich Strategie-Beratung positionieren, da viele Kunden Beratung im Business Prozess Management nachfragen. Desweiteren kam es gehäuft zu Anfragen bezüglich der Integration von neuer Hardware und Technologien in bestehende IT Systeme. REALTECH will die Forschung und Entwicklung in diesem Bereich vorantreiben und ein Teil seines Beratungsgeschäftes darauf fokussieren. Gegebenenfalls sollen bei sehr speziellen Dienstleistungen auf Lieferanten zurückgegriffen oder gar Akquisitionen getätigt werden. Dennoch wird die Technologie-Beratung ein wichtiger Markt für die Gesellschaft bleiben, da insbesondere für die Migration von SAP z.B. bei Wechsel des Betriebssystems immer eine Nachfrage vorhanden sein wird. Insgesamt will REALTECH im Consulting Bereich seinen Marktanteil im deutschsprachigen Raum ausbauen. Ein umfassendes Angebot an Consulting Leistungen erachten wir für vorteilhaft, um den Kunden One-Stop-Shopping bieten zu können.

Ein wesentlicher Bestandteil des Geschäftserfolges von REALTECH ist abhängig von der Nachfrage nach SAP Produkten. Jedoch besitzt SAP eine stabile Bestandskundenstruktur und generiert Neugeschäfte. REALTECH besitzt mit momentan 2.000 Kunden noch einen kleinen Anteil der SAP Nutzer. Ein Vorteil des Geschäftsmodells sind relativ geringe Eintrittsbarrieren bei der Erschließung neuer geographischer Märkte, da man auf bestehende SAP Strukturen aufbauen kann. Demnach liegt der Fokus des Unternehmens im Ausbau der Marktanteil. Um dieses Ziel zu erreichen, sollen im Jahr 2011 die Marketing Investitionen erhöht werden.

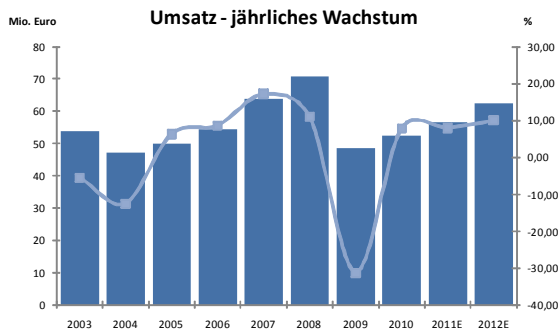
Branchenverbände schätzen einen weltweiten Anstieg der IT-Ausgaben von drei bis fünf Prozent in 2011. Wir erwarten für REALTECH ein Umsatzwachstum im einstelligen Bereich über dem Branchendurchschnitt. Die Lage in Japan wird sich erholen und Ersatz- bzw. Nachholinvestitionen getätigt werden. Wir teilen die Sicht des Unternehmens, das die Investitionen von 2011 schon im darauffolgenden Jahr Neugeschäfte generieren werden und erwarten von 2012 an steigende Umsatzwachstumsraten.

Bei den Softwareprodukten sind Margen bis zu 30 Prozent prinzipiell möglich, während sie in der IT-Beratung typischerweise auf 5-10% begrenzt sind. Die Margen im Produktbereich konnten zuletzt kontinuierlich ansteigen und lagen mit 31 Prozent auf einem recht hohen Niveau. REALTECH beabsichtigt, die Margen im Produktbereich weiter zu steigern. Gleichzeitig soll der margenstarke Software-Anteil am Umsatz steigen, um die Marge des gesamten Unternehmens nachhaltig zu erhöhen. Für das Jahr 2011 erwarten wir aufgrund der hohen Investitionen einstellige Margen. Dabei steht die Organisation in Spanien jedoch relativ stabil da und soll sich gemäß den Erwartungen des Managements besser entwickeln können als die schwächelnde spanische Wirtschaft und einen positiven Ergebnisbeitrag liefern. Dieser Trend ist in den vorläufigen Zahlen des ersten 2011 zu erkennen. Wir gehen davon aus, dass REALTECH nach der Investitionsphase für 2012 in allen Geschäftsbereichen und Regionen eine Marge im zweistelligen Bereich erzielen wird.

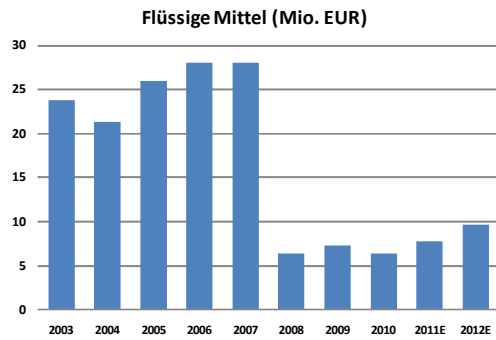
Wir erwarten, dass im kommenden Geschäftsjahr eine Wiedereinsetzung der Dividendenzahlungen erfolgt.

4. Absatz-, Rendite- und Ertragsindikatoren

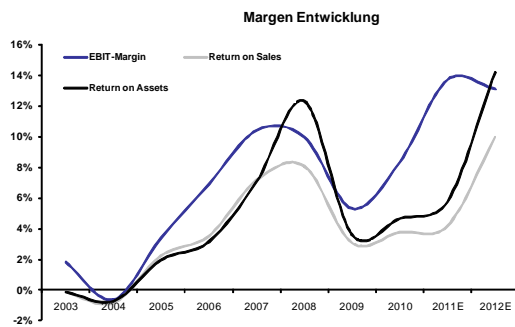
Umsatzentwicklung



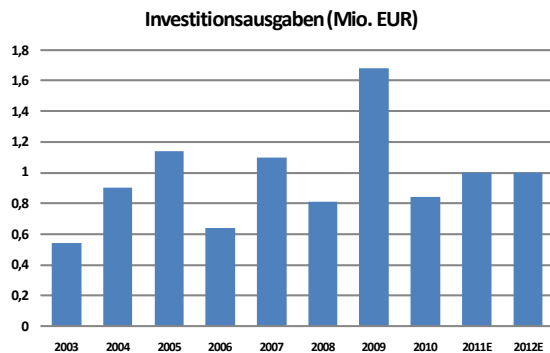
Flüssige Zahlungsmittel



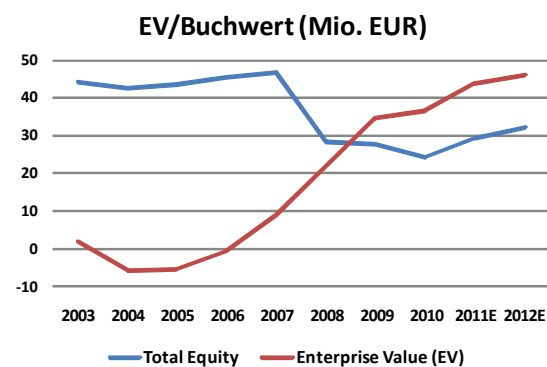
Marge Entwicklung



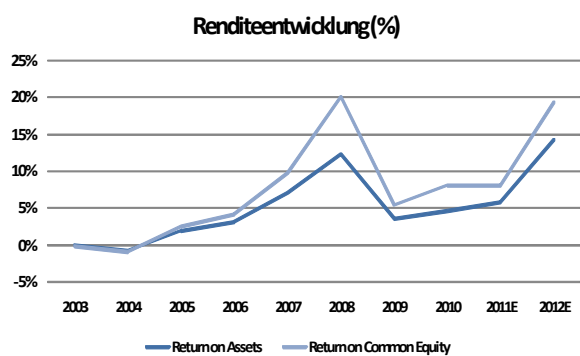
Investitionsausgaben



Enterprise Value



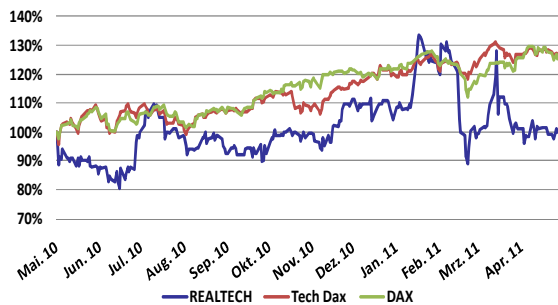
Umsatzentwicklung



Quelle: Eigene Berechnungen, Unternehmen

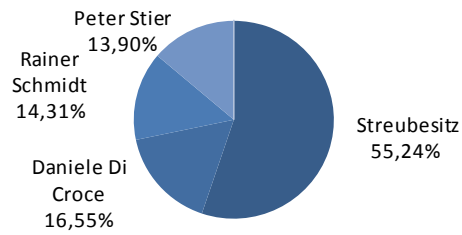
5. Aktie und Aktionärsstruktur

Aktienkursentwicklung



Quelle: Eigene Berechnungen, Reuters

Aktionärsstruktur



Quelle: Unternehmen

Die Aktie entwickelte sich zunächst entlang dem Trend seiner Benchmarks, verhält sich dabei aber deutlich volatiler. In den letzten zwei Monaten ist die Aktie auf dem Niveau des Vorjahres, wogegen die Benchmarks um knapp 30% zulegen konnten.

Hinsichtlich der Aktionärsstruktur gab es keine Änderung gegenüber der letzten Veröffentlichung.

6. SWOT-Analyse

Stärken

- Standortfaktor: Gute Beziehungen und große Nähe zu SAP
- Marktposition: Deutschlands Nr. 1 in der Technologieberatung
- Marktposition: Europas größter Hersteller von IT Service Management Lösungen
- Umfangreicher Kundenstamm mit namhaften Referenzkunden
- Solide Bilanzrelationen und hohe Cash Flows
- Die Tagessätze konnten selbst in der Krise hoch gehalten werden

Chancen

- Realtech kann von den steigenden IT-Investitionen profitieren
- Durch die neue Partnerschaft mit SAP entstehen zusätzliche internationale Absatzkanäle
- Die Top IT-Themen wie Business-Intelligence, IT-Governance, IT-Security, Business Transformationen und Serviceorientierte Architekturen werden von Realtech bedient

Schwächen

- Realtech konzentriert sich noch sehr stark auf den hart umkämpften deutschen Markt
- Noch zu geringer internationaler Produktvertrieb
- IT-Systeme in der Fertigungsproduktion spielen nur eine untergeordnete Rolle. Hier sehen wir gerade im Mittelstand großes Potenzial bei der Integration isolierter Produktionslösungen in die IT-Infrastruktur.

Risiken

- Ausgaben für Beratungs- und IT-Dienstleistungen sind eng mit der konjunkturellen Entwicklung verwoben
- Realtech steht mit SAP selbst im Wettbewerb
- Der IT-Beratermarkt ist hart umkämpft, sodass der Preiswettbewerb zunehmen könnte

7. Finanzteil

7.1. Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - REALTECH AG					
Angaben in Mio. EUR	Geschäftsjahr				
	2008	2009	2010	2011E	2012E
Umsatzerlöse	70,8	61,7	52,5	56,7	62,4
Umsatzkosten	-43,9	-40,8	-32,1	-34,6	-36,5
Bruttoergebnis vom Umsatz	26,9	20,9	20,4	22,1	25,9
Vertriebskosten	-9,2	-8,5	-7,6	-7,5	-8,0
Verwaltungskosten	-7,0	-6,7	-5,3	-5,6	-6,0
Forschungs- und Entwicklungskosten	-4,6	-3,8	-3,6	-5,7	-4,5
sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,5	-1,3	-1,3	-1,2	-1,3
Sonstige betriebliche Erträge	2,5	2,0	1,7	1,9	1,9
Betriebsergebnis	7,0	2,6	4,4	3,9	8,0
Zinsergebnis	0,5	0,0	0,1	0,2	0,1
Ergebnis aus Finanzanlagen und Wertpapieren	1,0	-0,1	0,0	0,3	0,1
Währungsergebnis	0,0	-0,1	0,1	-0,0	-0,0
Ergebnis vor Steuern	8,5	2,4	4,5	4,3	8,2
Ertragsteuern	-2,7	-1,1	-2,5	-1,9	-1,9
Ergebnis vor Minderheiten	5,8	1,3	2,0	2,5	6,3
Minderheiten	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
Verlust aus aufgegebenen Geschäftstätigkeiten	0,0	0,0	-3,4	0,0	0,0
Konzernergebnis	5,72	1,24	-1,44	2,35	6,21
Ergebnis je Aktie	1,08	0,23	-0,27	0,44	1,17
Gewinn- und Verlustrechnung (Wachstum)					
Umsatzerlöse	11,1%	-12,9%	-14,9%	8,0%	10,0%
Umsatzkosten	13,7%	-7,1%	-21,3%	7,9%	5,3%
Bruttoergebnis vom Umsatz	7,0%	-22,3%	-2,3%	8,1%	17,3%
Vertriebskosten	14,9%	-7,8%	-9,9%	-1,7%	6,7%
Verwaltungskosten	4,1%	-5,1%	-21,0%	6,8%	5,9%
Forschungs- und Entwicklungskosten	1,1%	-17,4%	-4,7%	56,6%	-20,6%
sonstige betriebliche Aufwendungen	16,7%	-15,6%	-2,8%	-3,7%	5,4%
Sonstige betriebliche Erträge	17,9%	-20,0%	-13,0%	6,3%	2,6%
Betriebsergebnis	6,0%	-62,4%	65,3%	-10,6%	106,3%
Zinsergebnis	-18,5%	-100,0%	-	125,4%	-48,9%
Ergebnis aus Finanzanlagen und Wertpapieren	-	-	-100,0%	-	-76,0%
Währungsergebnis	-100,0%	-	-	-	46,7%
Ergebnis vor Steuern	18,7%	-71,4%	84,7%	-4,0%	89,1%
Ertragsteuern	5,5%	-59,3%	130,1%	-25,8%	-0,2%
Ergebnis vor Minderheiten	26,0%	-77,0%	47,5%	24,0%	157,6%
Minderheiten	0,0%	0,0%	-100,0%	-	0,0%
Konzernergebnis	26,5%	-78,3%	-	-	164,3%
Ergebnis je Aktie	24,1%	-78,7%	-	-	164,3%
Gewinn- und Verlustrechnung (Umsatzanteil)					
Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Umsatzkosten	-68,9%	-64,0%	-50,3%	-61,1%	-58,5%
Bruttoergebnis vom Umsatz	42,2%	32,8%	32,0%	34,6%	40,6%
Vertriebskosten	-14,4%	-13,3%	-12,0%	-13,2%	-12,8%
Verwaltungskosten	-11,0%	-10,5%	-8,3%	-9,9%	-9,6%
Forschungs- und Entwicklungskosten	-7,2%	-6,0%	-5,7%	-10,0%	-7,2%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-2,4%	-2,0%	-2,0%	-2,1%	-2,1%
Sonstige betriebliche Erträge	3,9%	3,1%	2,7%	3,3%	3,0%
Betriebsergebnis	11,0%	4,1%	6,8%	6,1%	12,6%
Zinsergebnis	0,8%	0,0%	0,1%	0,3%	0,1%
Ergebnis aus Finanzanlagen und Wertpapieren	1,5%	-0,2%	0,0%	0,5%	0,1%
Währungsergebnis	0,0%	-0,2%	0,1%	0,0%	0,0%
Ergebnis vor Steuern	13,4%	3,8%	7,1%	6,8%	12,8%
Ertragsteuern	-4,2%	-1,7%	-4,0%	-3,3%	-3,0%
Ergebnis vor Minderheiten	9,1%	2,1%	3,1%	3,8%	9,9%
Minderheiten	-0,2%	-0,2%	0,0%	-0,1%	-0,1%
Konzernergebnis	0,0%	0,0%	-5,4%	0,0%	0,0%
Ergebnis je Aktie	9,0%	1,9%	-2,3%	3,7%	9,7%

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

7.2. Bilanzen

Bilanzen - REALTECH AG					
Angaben in Mio. EUR	Geschäftsjahr				
	2008	2009	2010	2011E	2012E
Aktiva					
<i>Kurzfristige Vermögenswerte</i>					
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	24,0	18,0	16,7	17,7	18,8
Steuerforderungen	0,7	0,5	3,6	0,2	0,2
Andere Forderungen u sonstige Vermögenswerte	1,1	1,2	0,7	1,2	1,2
Wertpapiere des Umlaufvermögens	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungsmittel, Zahlungsmitteläquivalente	5,3	7,3	6,4	7,8	9,7
Summe kurzfristige Vermögenswerte	32,2	27,0	27,4	26,9	29,9
<i>Langfristige Vermögenswerte</i>					
Konzessionen, gewerbliche Schutzrechte....	0,3	0,6	0,6	0,5	0,5
Geschäfts- und Firmenwert	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Grundstücke und Gebäude, grundstücksgl. Rechte	7,5	7,5	7,2	7,3	7,3
Technische Anlagen und Maschinen	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Andere Anlagen, BGA	1,6	1,5	1,3	1,5	1,5
Wertpapiere des Anlagevermögens	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ausleihungen	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1
Latente Ertragsteuern	0,3	0,2	1,2	0,3	0,2
Sonstige Vermögenswerte	0,0	0,1	0,3	0,0	0,0
Summe langfristige Vermögenswerte	14,2	14,3	14,9	14,1	14,0
Bilanzsumme	46,4	41,4	42,4	41,0	43,9
<i>Eigenkapital</i>					
Grundkapital	5,3	5,3	5,4	5,3	5,3
Kapitalrücklage	13,3	13,5	11,0	13,3	13,3
Neubewertungsrücklage Wertpapiere	-0,4	0,1	0,5	0,2	0,2
Ausgleichsposten Währungsumrechnung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinnrücklagen	10,3	8,9	7,5	6,1	8,7
Minderheiten	0,7	0,8	0,9	0,7	0,7
Summe Eigenkapital	29,2	28,6	25,3	25,6	28,2
<i>Langfristiges Fremdkapital</i>					
Latente Steuerverbindlichkeiten	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Summe langfristiges Fremdkapital	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
<i>Kurzfristiges Fremdkapital</i>					
Verbindlichkeiten aus LuL	2,3	1,9	1,5	1,5	1,5
Steuerrückstellungen	1,1	0,4	6,5	1,5	1,5
Sonstige Rückstellungen	8,8	5,7	4,0	7,0	7,0
Sonstige Verbindlichkeiten	4,5	4,4	4,7	5,0	5,2
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe kurzfristige Fremdkapital	16,7	12,4	16,7	15,0	15,3
Bilanzsumme	46,4	41,4	42,4	41,0	43,9

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

7.3. Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung - REALTECH AG					
Angaben in Mio. EUR	Geschäftsjahr				
	2008	2009	2010	2011E	2012E
Zu-/Abfluss aus lfd. Geschäftstätigkeit					
Konzern-Ergebnis	5,7	1,3	-1,4	2,4	6,2
Ertragssteueraufwand					
Abschreibungen auf Gegenstände des AV	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0
Veränderung aus Anlageabgängen	0,1	0,4	0,3	0,2	0,2
Veränderung der Steuerrückstellungen	1,2	-0,8	-0,2	0,0	0,0
Auszahlungen für Ertragsteuern	-1,6	-0,4	-0,4	-1,9	-1,9
Veränderung der sonstigen Rückstellungen	0,3	-3,2	-1,7	3,0	0,0
Veränderung der Forderungen aus LuL	-2,9	6,0	4,8	-1,0	-1,1
Veränderung der anderen Aktiva	-0,6	0,6	0,4	1,5	1,5
Veränderung der Verbindlichkeiten aus LuL	-0,4	-0,6	-0,1	0,0	0,0
Einzahlungen aus Zinsen	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1
Auszahlungen für Zinsen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht zahlungswirksame Veränderungen	-0,1	0,6	-0,5	0,0	0,0
Zu-/Abfluss aus lfd. Geschäftstätigkeit	3,3	5,1	2,3	5,3	6,1
Auszahlungen für Investitionen in das immaterielle Vermögen	-0,1	-0,7	-0,3	-0,5	-0,5
Auszahlungen für Investitionen in das SAV	-0,7	-1,0	-0,6	-0,5	-0,5
Investitionen in Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung der kurzfr. Finanzmittelanlagen	16,5	1,1	0,0	0,0	0,0
Zu-/Abfluss aus investiver Tätigkeit	15,7	-0,6	-0,9	-1,0	-1,0
Dividendenausschüttung	-2,6	-2,6	-2,7	0,0	-2,6
Veränderung aufgrund von Wandelschuldverschreibungen	0,0	0,2	0,3	0,0	0,0
Veränderung aufgrund von Kapitalrückzahlungen	-21,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zu-/Abfluss aus Finanzierungstätigkeit	-23,6	-2,49	-2,37	0,0	-2,6
Zahlungswirksame Veränderungen (Gesamt)	-4,6	2,0	-0,9	4,3	2,5
Zahlungsmittel zum 1.1.	9,9	5,3	7,3	6,3	10,6
Veränderungen aus Konsolidierungskreisänd.	0,0	0	0	0	0
Veränderungen aus WK-Änderungen	0,0	0	0	0	0
Zahlungsmittel zum 31.12.	5,3	7,3	6,3	10,6	13,2

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

8. Bewertung

8.1.DCF-Modell

Für die Ermittlung des Fair Values wurden ein dreistufiges Discounted Cashflow Modell sowie die Marktdaten der Peergroup-Unternehmen herangezogen. Als Datenbasis für die Bewertungen wurden die Konzernabschlüsse der REALTECH AG verwendet.

Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Als Bewertungsstichtag wurde der 01.04.2011 gewählt. Soweit nicht betriebsnotwendiges Vermögen vorhanden war, wurde dessen Wert gesondert ermittelt und dem Barwert der Ausschüttungen zugerechnet.

Daran anknüpfend folgt die Residualwertphase, bei der wir mit einer Wachstumsrate von 2 Prozent p.a. kalkulieren.

/ Discounted Cash Flow-Modell (Basis 4/2011)						
	<i>Phase 1</i>					
(Mio. EUR)	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatz	56,72	62,39	67,38	70,75	72,88	75,06
Veränderungsrate	8%	10%	8%	8%	8%	8%
EBIT	3,90	8,05	7,75	8,14	8,38	8,63
Veränderungsrate	-11%	106%	-4%	5%	3%	3%
Marge	6,9%	12,9%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
Zins- u. Beteiligungsergebnis	0,08	0,18	0,09	0,10	0,10	0,10
EBT ex. Zinsergebnis	3,98	8,23	7,84	8,24	8,48	8,73
operativer Steueraufwand	-1,88	-1,87	-2,55	-2,68	-2,76	-2,84
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	47,2%	22,8%	32,5%	32,5%	32,5%	32,5%
Abschreibungen	1,00	1,00	1,00	1,20	1,20	1,20
Abschreibungsquote (% Umsatz)	1,8%	1,6%	1,5%	1,7%	1,6%	1,6%
Veränderung langf. Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Anteil Umsatz	-	-	-	-	-	-
CF-Geschäftsbedarf (Veränderung)	0,20	-0,77	-1,00	-1,00	-1,25	-1,45
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	0,3%	-1,2%	-1,5%	-1,4%	-1,7%	-1,9%
Investitionen	-1,00	-1,00	-1,20	-1,20	-1,20	-1,20
Investitionsquote (% Umsatz)	-1,8%	-1,6%	-1,8%	-1,7%	-1,6%	-1,6%
Aufnahme/Tilgung von Schulden	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Free Cash-Flow	2,30	5,59	4,09	4,56	4,47	4,44

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

8.2. WACC

Der Diskontierungssatz wurde mit Hilfe der gewichteten Kapitalkosten ermittelt. Wir gehen davon aus, dass sich die Kapitalstruktur in den kommenden Geschäftsjahren nicht wesentlich verändern wird.

WACC Annahmen

Wachstumsprämissen

Langfristiges Wachstum / Inflationsrate	2,0%
Angleichungsphase (ab 2017)	10 Jahre
Anfangswachstum des Umsatzes	3,0%
Margenerückbildung (p.a.)	+1 BP

Eigenkapitalkosten

Langfristiger risikoloser Zinssatz	3,5%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	5,0%
Beta des Unternehmens (Näherung)	0,95
Eigenkapitalkostensatz	8,3%

Fremdkapitalkosten

Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	6,5%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	30,0%
Fremdkapitalkostensatz (nach St.)	4,6%

Wert des Eigenkapitals	41
Wert des Fremdkapitals	0
Gearing	0,0%
WACC	8,25%

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30jähriger Bundesanleihen. Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematischen Risiken (Marktrisikoprämie) ab. Der von uns verwendete Betawert zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos orientiert sich an der Wertentwicklung des Referenzindex DAX.

8.3. Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 8,65. Er ist damit um 7 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 8,10). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes.

Sensitivitätsanalyse		je Aktie				
(EUR)		Diskontierungszinssatz				
$\beta = 0,95$		7,75%	8,00%	8,25%	8,50%	8,75%
Einkaufsw	1,0%	8,77	8,56	8,37	8,18	8,01
	1,5%	8,94	8,71	8,50	8,30	8,12
	2,0%	9,13	8,88	8,65	8,44	8,24
	2,5%	9,36	9,08	8,83	8,60	8,38
	3,0%	9,64	9,33	9,04	8,79	8,55

Sensitivitätsanalyse		Marktkapitalisierung				
(Mio. EUR)		Diskontierungszinssatz				
$\beta = 0,95$		7,75%	8,00%	8,25%	8,50%	8,75%
Einkaufsw	1,0%	46,15	45,05	44,02	43,05	42,14
	1,5%	47,01	45,82	44,71	43,67	42,70
	2,0%	48,02	46,72	45,51	44,39	43,34
	2,5%	49,23	47,78	46,45	45,23	44,09
	3,0%	50,68	49,05	47,57	46,22	44,97

9. Peer Group Analyse

Die aus unserem DCF-Modell hervorgegangene Bewertung haben wir zusätzlich mit Hilfe einer Peer Group Analyse einer Plausibilitätsprüfung unterzogen. Dabei haben wir vorrangig Unternehmen ausgewählt, die ähnlichen Branchenfaktoren ausgesetzt sind. Multiplikatorverfahren basieren auf einer vergleichenden Betrachtungsweise, indem geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten und Finanzberichterstattung börsennotierter Vergleichsunternehmen auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.

Die Ausgangsdaten der Vergleichsunternehmen stammen von dem Informationsdienstleister Thomson Reuters.

Multiples - Peer Group							
Peer Group	EV/EBITDA		EV/EBIT		KGV		EBIT-Marge
	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	2010E
ATOSS Software AG	6,0	5,7	6,4	6,0	14,2	13,2	22,5%
Beko Holding AG	4,3	n.a.	8,1	n.a.	26,8	15,7	2,3%
Brain Force Holding AG	4,5	n.a.	8,8	8,1	neg.	11,1	2,7%
itelligence AG	5,4	n.a.	8,7	8,0	15,2	13,0	6,2%
SEVEN PRINCIPLES AG	4,3	4,0	5,3	4,7	9,3	8,0	5,5%
SNP Schneider Neureither & Partner AG	7,2	5,6	8,5	6,2	17,5	12,4	20,9%
Softline AG	4,3	2,9	4,7	3,3	9,4	5,1	6,3%
Peer Benchmark	5,2	4,5	7,2	6,0	14,7	12,4	6,2%
Realtech AG	7,6	4,1	9,5	4,6	18,3	6,9	8,3%
Discount (-)/Premium (+)	46,5	-9,9	31,6	-23,8	24,2	-44,1	-25,0
Bewertungsbandbreite:	4,34 EUR bis 11,67 EUR						

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

10. Kontakt

Realtech AG
Industriestraße 39c
69190 Walldorf

IR: Volker Hensel
Mail:
investors@realtech.com
Tel(Direct): +49 (6227) 837500
Fax(Main): +49 (6227) 837837

DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH		Rüsterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt/Main; PhD in Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Sven Bedbur E-Mail: sb@kalliwoda.com	Dipl.-Kfm. Analyst; University of Frankfurt/Main	<u>Sectors:</u> IT Services & Software, Financial Services, Mining & Exploration
Michael John E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, Chemical Engineering, Basic Metals, Renewable Energies, Laser/Physics
Dr. Thomas Krassmann E-Mail: tk@kalliwoda.com	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;	<u>Sectors:</u> Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
Maximilian F. Kaessens E-Mail: mk@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Business Administration (Babson College (05/2012), Babson Park, MA (US))	<u>Sectors:</u> Financials, Real Estate
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Robin-Andreas Braun E-Mail: rab@kalliwoda.com	Junior-Analyst; University of Frankfurt/Main (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
Patrick Bellmann E-Mail: pb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; WHU - Otto Beisheim School of Management, Vallendar (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Translations English</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:

DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of
Bloomberg
Thomson Reuters
vwd group
Factset

Analysts of this research:

Dr .Norbert Kalliwoda, CEFA Sven Bedbur



11. DISCLAIMER

KAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 10 % aufweisen	BUY
AKKUMULIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und 10% aufweisen	ACCUMULATE
HALTEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und - 5% aufweisen	HOLD
REDUZIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen - 5% und - 10% aufweisen	REDUCE
VERKAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 10 % aufweisen	SELL

Additional Disclosure/Erklärung

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH hat diese Analyse auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, gefertigt. Wir arbeiten so exakt wie möglich. Wir können aber für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und Meinungen keine Gewährleistung übernehmen.

Diese Studie ersetzt nicht die persönliche Beratung. Diese Studie gilt nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in dieser Studie angesprochenen Anlageinstrumente. Daher rät DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH, sich vor einer Wertpapierdisposition an Ihren Bankberater oder Vermögensverwalter zu wenden.

Diese Studie ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Diese Studie darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Die Verteilung dieser Studie in andere internationale Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Studie gelangt, sollten sich über gegebenenfalls vorhandene Beschränkungen informieren und diese einhalten.

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH sowie Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in dieser Studie erwähnten Wertpapieren oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

Mögliche Interessenskonflikte

Weder DR.KALLIWODA | RESEARCH 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;
- c) hält an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- d) hat die analysierten Wertpapiere auf Grund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

Nur mit dem Unternehmen Realtech AG bestehen vertragliche Beziehungen zu DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH für die Erstellung von Research-Studien. Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser/Empfänger die Verbindlichkeit dieses Disclaimers.

DISCLAIMER

The information and opinions in this analysis were prepared by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH, DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH makes no representation as to the accuracy or completeness of such information.

Opinions, estimates and projections in this report constitute the current judgement of the author as of the date of this analysis. They do not necessarily reflect the opinions, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, except if research on the subject company is withdrawn. Prices and availability of financial instruments also are subject to change without notice. This report is provided for informational purposes only. It is not to be construed as an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors and investors must make their own investment decision using their own independent advisors as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the price or value of, or the income derived from, the financial instrument, and such investor effectively assumes currency risk. In addition, income from an investment may fluctuate and the price or value of financial instruments described in this report, either directly or indirectly, may rise or fall. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH's prior written consent. Please cite source when quoting.