

Update

Akkumulieren

Preisziel: EUR 8,65

Übersicht

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

Kurs aktuell: 8,10
Hoch Tief
Kurs 52 W.: 10,95 6,60
Marktkap. (Mio. EUR) 43,3
Anzahl Aktien (in Mio.) 5,35

Hauptaktionäre

Streubesitz 55,24%
Daniele Di Croce 16,55%
Rainer Schmidt 14,31%

Performance

4 Wochen -3,4%
13 Wochen -10,2%
26 Wochen 1,2%
52 Wochen -3,4%
lfd. Jahr -10,0%

Dividende

	EUR/Aktie	in %
2008	0,50	46,30%
2009	0,50	217,39%
2010	0,00	0,00%
2011e	0,50	112,71%
2012e	0,50	42,65%

52-Wochen Kursverlauf



Analyst

Dr. Norbert Kalliwoda
nk@kalliwoda.com

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

REALTECH

Ohne Italien auf Wachstumskurs

- Im Dezember 2010 veräußerte REALTECH alle Anteile ihrer italienischen Tochtergesellschaft REALTECH Italia S.p.A. in einem Management Buy-Out. Insgesamt sank der Umsatz im Geschäftsjahr 2011 auf 52,5 Mio. EUR gegenüber 61,7 Mio. EUR im Vorjahr. Rechnet man den Umsatzbeitrag der italienischen Sparte aus dem Vorjahresergebnis heraus ergibt sich ein Umsatzwachstum von 8%. Dabei stieg der Umsatz des Segments Software um 17 Prozent, wogegen der Umsatz des Bereichs Consulting um 5 Prozent fiel.
- Das Unternehmen konnte im Geschäftsjahr 2010 seine Effizienz im Bereich der Umsatzkosten erhöhen, welches zu einer verbesserten Gesamtkostenlage führte. Das operative Ergebnis aus fortzuführenden Geschäftstätigkeiten lag mit 4,4 Mio. Euro um 70 Prozent höher als im Vorjahr. Durch die Veräußerung der italienischen Tochtergesellschaft fielen außerplanmäßige Abschreibungen in der Höhe von 1,3 Mio. EUR an. Damit beträgt das Periodenergebnis des Jahres 2011 minus 1,4 Mio. EUR. Auf der Hauptversammlung am 21. Mai 2010 wurde, aufgrund des Verlustes beschlossen, keine Dividende auszuzahlen.
- Am 21. April 2011 veröffentlichte das Unternehmen seine vorläufigen Zahlen für das erste Quartal 2011. Die Einnahmen wurden durch einen Auftragsstopp in Japan belastet. Bei einem erwarteten guten Verlauf in den anderen Regionen der Welt und dem relativ geringen Anteil Japans an den Gesamteinnahmen konnte gegenüber dem ersten Quartal des Vorjahres ein Umsatzwachstum von 10% erwirtschaftet werden.
- 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 als Ziel gesetzt.
- Wir erwarten, dass REALTECH seine Ziele für das Gesamtjahr 2011 und 2012 erreichen wird. Unser DCF Modell ergibt einen fairen Wert von 8,65 Euro. Bei dem derzeitigen Aktienkurs von 8,10 Euro ergibt sich ein Upside Potenzial von 7 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.....	3
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.

2. Geschäftsentwicklung

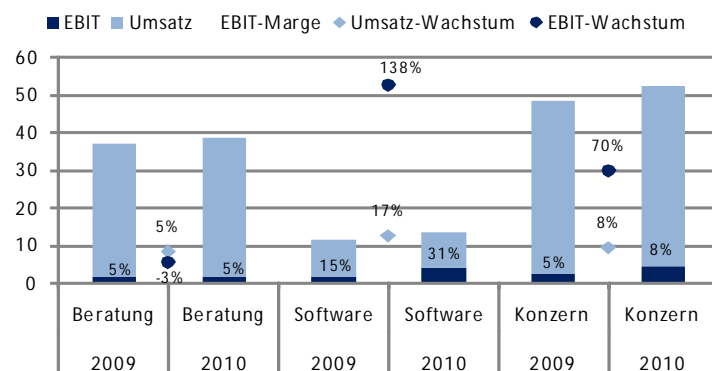
Im Dezember 2010 veräußerte REALTECH alle Anteile ihrer italienischer Tochtergesellschaft REALTECH Italia S.p.A. mittels eines Management Buy-Out. Die Einheit belastete die Ertragslage des Unternehmens seit einigen Quartalen. Aufgrund gesetzlicher Vorgaben war es nicht möglich, die Organisation umfassend zu restrukturieren. Insgesamt sank der Umsatz im Geschäftsjahr 2011 auf 52,5 Mio. EUR gegenüber 61,7 Mio. EUR im Vorjahr. Rechnet man den Umsatzbeitrag der italienischen Sparte aus dem Vorjahresergebnis heraus ergibt sich ein Umsatzwachstum von 8%. Das vierte Quartal ist für REALTECH typischerweise das stärkste eines Geschäftsjahres. Dazu kommt, dass im letzten Jahr Kunden im Softwarebereich einige Projekte in das letzte Quartal verschoben haben.

Dabei stieg der Umsatz des Segments Software um 17 Prozent, wogegen der Umsatz des Bereichs Consulting um 5 Prozent stieg. Die Anteile am Konzernumsatz des Bereichs Consulting blieben mit 74 Prozent auf ähnlichem Niveau des Vorjahres (76%). Lediglich beim Gewinnanteil gab es einen Rollenwechsel. Das Segment Software verdoppelte seine EBIT-Marge und steuert nun 69 Prozent des Gewinns bei, nachdem es im Vorjahr nur knapp weniger als die Hälfte zum Profit beitrug.

Segmententwicklung						
	Beratung		Software		Konzern	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
Umsatz	37,0	38,8	11,7	13,7	48,7	52,5
EBIT	1,9	1,9	1,8	4,3	2,6	4,4

Quelle: Unternehmen *Zahlen bereinigt

Geschäftsentwicklung - Segmente



Quelle: Eigene Berechnungen, Unternehmen

In fast allen Regionen der Welt konnte ein positives Umsatzwachstum erwirtschaftet werden. Allein in Europa sank der Umsatz um 90 Prozent. Insbesondere Spanien und Italien waren dafür verantwortlich. Die Regionen Asien-Pacific mit 26 Prozent und USA mit 12 Prozent konnten dagegen deutliche Zugewinne verbuchen. In den USA gab es eine wesentliche Verbesserung der Ertragssituation und es konnte eine positive EBIT Marge von 2% erwirtschaftet werden. Die positive Entwicklung in Deutschland, Asien und den USA reichte dabei nicht aus, um den Rückgang der Ertragslage in Spanien und insbesondere Italien auszugleichen.

Das Unternehmen konnte im Geschäftsjahr 2010 seine Effizienz im Bereich der Umsatzkosten erhöhen, welches zu einer verbesserten Gesamtkostenlage führte.

Das Ergebnis vor Steuern, Abschreibungen und Zinsen aus fortzuführenden Geschäftstätigkeiten stieg um 43% auf 5,3 Mio. EUR. Das operative Ergebnis aus fortzuführenden Geschäftstätigkeiten lag mit 4,4 Mio. Euro um 70 Prozent höher als im Vorjahr. Die Steuerausgaben stiegen um weit mehr als das Doppelte aufgrund von steuerlichen Bewertungsunterschieden im In- und Ausland. Dabei wurde ein steuerlicher Verlustvortrag aus den Jahren 2008 und 2009 genutzt. Durch die Veräußerung der italienischen Tochtergesellschaft fielen außerplanmäßige Abschreibungen in der Höhe von 1,3 Mio. EUR an. Damit beträgt das Periodenergebnis des Jahres 2011 minus 1,4 Mio. EUR.

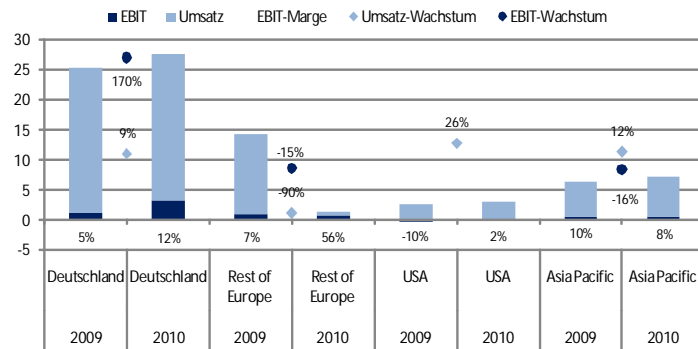
Die Anzahl der Aktien stieg durch die Ausübung von Wandelschuldverschreibungen um 53.200 leicht an. Das Ergebnis je Aktie betrug damit minus 0,27 Euro, nach 0,23 Euro vor einem Jahr. Auf der Hauptversammlung am 21. Mai 2010 wurde aufgrund des Verlustes beschlossen keine Dividende auszuzahlen. Zwar wurde ebenso ein Rückkaufprogramm von Aktien bis zu 10% der ausstehenden Anteile in die Wege geleitet. Bisher fand keine Inanspruchnahme der Rückkaufrechte statt.

Der operative Cashflow fiel im Geschäftsjahr 2010 von 5,1 Mio. EUR auf 2,3 Mio. EUR hauptsächlich bedingt durch einen starken Rückgang der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen. Kein Kunde des Unternehmens trug mehr als 14 Prozent des Umsatzes bei. Die Gearing Kennzahl beträgt minus 0,43 gegenüber minus 0,51 im Vorjahr. Da 80% der Umsätze innerhalb der Eurozone entstehen ist das Währungsrisiko gering. Das Unternehmen setzt keine Derivatprodukte ein,

Regionale Entwicklung								
	Deutschland		Rest of Europe		USA		Asia Pacific	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010
Umsatz	25,4	27,7	14,4	1,5	2,5	3,2	6,4	7,2
EBIT	1,2	3,2	1,0	0,8	-0,2	0,1	0,7	0,6

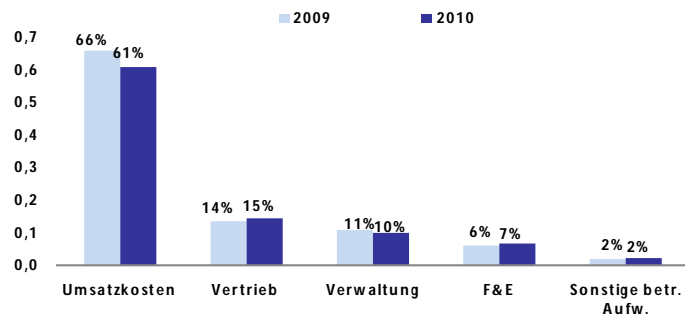
Quelle: Unternehmen *ohne aufgeführte Geschäftsbereiche

Geschäftsentwicklung - Regionen



Quelle: Eigene Berechnungen, Unternehmen

Kostenentwicklung



Quelle: Unternehmen

um Zins- oder Währungsrisiken zu hedgen. Die Finanzlage des Unternehmens stufen wir als solide ein.

Am 21. April 2011 veröffentlichte das Unternehmen seine vorläufigen Zahlen für das erste Quartal 2011. Die Einnahmen wurden durch einen Auftragsstopp in Japan belastet. Bei einem erwarteten guten Verlauf in den anderen Regionen der Welt und dem relativ geringen Anteil Japans an den Gesamteinnahmen konnte gegenüber dem ersten Quartal des Vorjahres ein

Vorläufige Geschäftszahlen Q1 2011

	Q1 2010	Q1 2011
Umsatz	11,7	12,9
EBITDA	0,5	0,2
EBIT	0,3	-0,1
Ergebnis	-0,1	-0,2

Quelle: Unternehmen

Umsatzwachstum von 10% erwirtschaftet werden. Dabei entwickelte sich das Geschäft in Spanien besser als die spanische Gesamtwirtschaft. Die Erlöse stiegen im Bereich Consulting um 6% auf 9,6 Mio. EUR (Q1 2010: 9,1 Mio. EUR) und im Bereich Software um 26% auf 3,3 Mio. EUR (Q1 2010: 2,6 Mio. EUR). Die getätigten Investitionen in 2011 führen zu einem Verlust. Allerdings konnte die Region USA seine Margen weiter verbessern. Das Ergebnis je Aktie entspricht minus 0,04 EUR (Q1 2010: minus 0,01 EUR).

3. Ausblick

Wachstum in den kommenden Jahren verspricht die Partnerschaft mit SAP im Bereich Integration Infrastructure. REALTECH liefert hier die theGuard! Change Management Database (CMDB), die von SAP in eigene Produkte integriert wird. Die Patente für Software und Integration liegen bei REALTECH. SAP vertreibt mit seinen Produkten die integrierte theGuard! CMDB. Dafür erhält REALTECH eine Gebühr für jedes Unternehmen, das diese Software nutzt. SAP verfügt aktuell über ca. 100.000 Kunden, an die das Produkt vertrieben werden könnte. Somit erschließt sich REALTECH ein neuer, sehr großer Kundenkreis auch wenn die Vertriebsstrategie von Seiten SAPs aktuell auf den Mittelstand ausgerichtet ist. Sehr große Kunden werden vorerst nicht adressiert, wobei der Mittelstand hier so definiert wird, dass auch Unternehmen mit einem Umsatz im einstelligen Milliardenbereich mit einbezogen werden. Sollte SAP seine Vertriebsstrategie auf Blue Chips erweitern, wäre dies technologisch ohne Probleme umsetzbar. Die Wartung des eigenen Softwareteils übernimmt REALTECH, so dass sich hieraus eine weitere Einnahmequelle für die Gesellschaft ergibt.

Im Jahr 2011 plant REALTECH große Investitionen hinsichtlich der Implementierung der theGuard! Software in den SAP Produkten Solution Manager und Business ByDesign. Außerdem soll die firmeneigene Software und deren Dokumentation in weitere Sprachen übersetzt werden, um so basierend auf den SAP Dienstleistungen neue Märkte zu erschließen. Zukünftig werden an den internationalen Standorten der Firma vermehrt eigene Produkte und Dienstleistungen entwickelt, wie bereits in Portugal geschehen. Um dabei 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 Process 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. Ein umfassendes Angebot an Consulting Leistungen erachten wir für vorteilhaft, um den Kunden One-Stop-Shopping bieten zu können. Dabei setzt REALTECH auf eine enge Zusammenarbeit bei der Beratung und kennt somit die IT-Bedürfnisse der Unternehmen.

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.

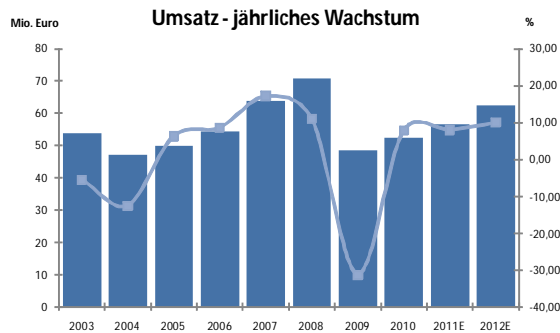
Branchenverbände schätzen einen weltweiten Anstieg der IT-Ausgaben von drei bis fünf Prozent in 2011. Wir erwarten für REALTECH ein Umsatzwachstum im einstelligen Bereich über dem Branchendurchschnitt. Aus dem Verkauf des Italiengeschäftes sollten 2011 Erlöse generiert werden. Die Lage in Japan wird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

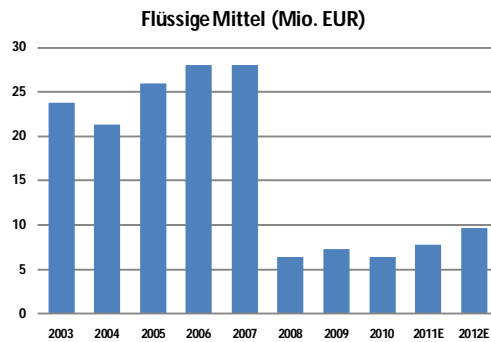
Wir erwarten, dass im kommenden Geschäftsjahr eine Wiedereinsetzung der Dividendenzahlungen erfolgt.

4. Absatz-, Rendite- und Ertragsindikatoren

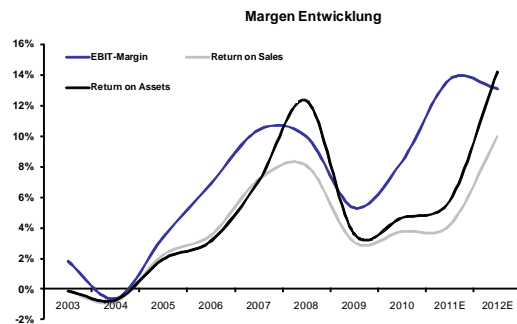
Umsatzentwicklung



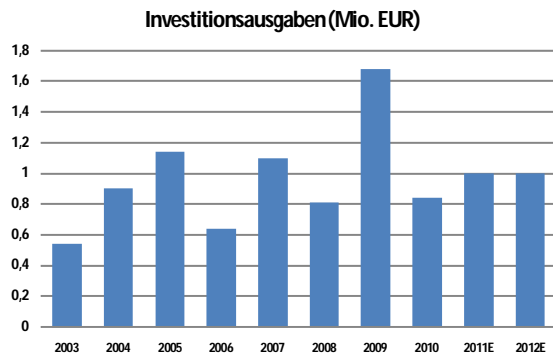
Flüssige Zahlungsmittel



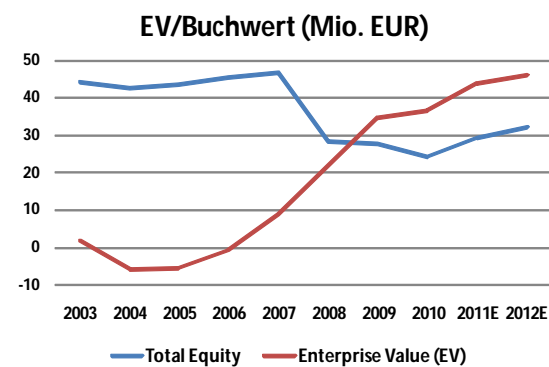
Marge Entwicklung



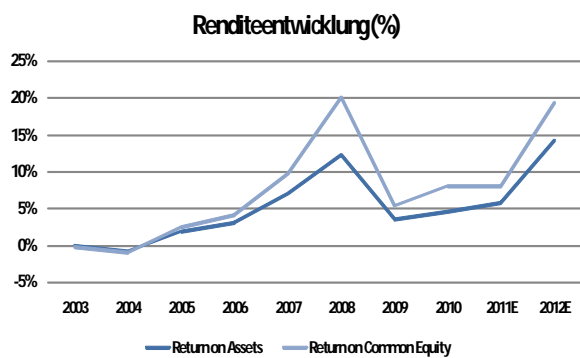
Investitionsausgaben



Enterprise Value



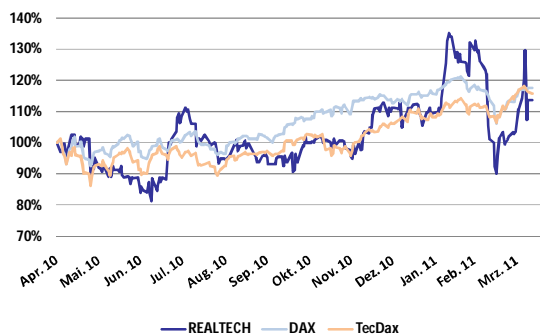
Umsatzentwicklung



Quelle: Eigene Berechnungen, Unternehmen

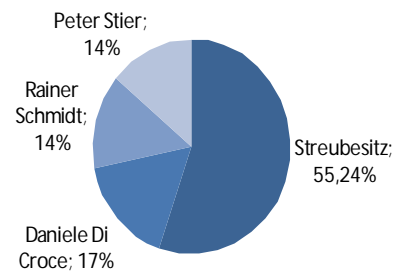
5. Aktie und Aktionärsstruktur

Aktienkursentwicklung



Quelle: Eigene Berechnungen, Reuters

Aktionärsstruktur



Quelle: Unternehmen

Die Aktie entwickelt sich entlang dem Trend seiner Benchmarks, verhält sich dabei aber deutlich volatil. Die Performance über die letzten zwölf Monate ist positiv bei einem Höchststand von 10,95 EUR am Anfang dieses Jahres.

Bei der Aktionärsstruktur gab es eine Änderung. Im April 2011 veräußerte die insolvente AvW Invest Aktiengesellschaft ihre gesamten Anteile an REALTECH.

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)

(Mio. EUR)	<i>Phase 1</i>					
	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%
Margenerwartung (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%
Einkaufspreis	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%
Einkaufspreis	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 2010E
	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	
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 Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		Rüsterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
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.