

Finanz-Kurzanalyse  
Erststudie

03.07.2007

## ISRA VISION AG, Darmstadt

### Analyseergebnis

#### VERKAUF – Aktuelles Kursziel EUR 9,20

ISRA bilanziert seit Jahren aggressiv Eigenleistungen und noch nicht abgerechnete Forderungen. Die relevanten Bilanzpositionen Aktivierte Eigenleistungen und noch nicht berechnete Lieferungen/Leistungen wachsen mit großer Dynamik und erreichen gegenüber dem zunehmend stagnierenden Umsatz mit Dritten stark steigende Anteile. Vermutlich sind zukünftig eher schwächere Ergebnisse und zusätzliche Sonderabschreibungen zu erwarten.

Wir erwarten im laufenden Geschäftsjahr ein stagnierendes bis rückläufiges Ergebnis und darüber hinaus Risiken aus Sonderabschreibungen. Das aktuell nachhaltige Ergebnis ohne Sonderabschreibungen schätzen wir in einer Bandbreite von EUR 4 Mio bis zu einem Verlust. Als KGV setzen wir 10 auf das obere Ende der von uns erwarteten Ergebnisbandbreite von EUR 4 Mio an. Dies wäre ein Gewinn von EUR 0,92 pro Aktie und ergibt ein aktuelles Kursziel von EUR 9,20. Es sind darüber hinaus zusätzliche Risiken aus Sonderabschreibungen zu berücksichtigen.

#### Branche

Systeme für die industrielle Bildverarbeitung, Oberflächeninspektion und Qualitätskontrolle

#### Internet

www.isravisoin.com

#### Börsenkürzel

WKN: 548810  
ISIN: DE0005488100  
Bloomberg Symbol: ISR

#### Börsenplätze

Hauptbörsenplätze Xetra und Frankfurt

#### Börsensegment

Prime Standard

#### Termine

Abweichendes Geschäftsjahr zum 30. September  
Hauptversammlung 20.03.2007  
Q2/2007 31.05.2007  
Q3/2007 31.08.2007

#### Kurs

29.06.2007 (Schlußkurs Xetra Uhr 17.36) EUR 19,55

Aktienzahl 4.337.940 Stück  
Marktkapitalisierung EUR 84,8 Mio

Aktionärsstruktur	Vorstandsvorsitzender	23,1%
	Vision GbR	5,0%
	Streubesitz	ca. 72%

#### Dividende

2006 EUR 0,15  
(zahlbar nach der HV 2007)

SIGNUM Research GmbH  
Postfach 11 07 13  
40507 Düsseldorf  
info@SIGNUM-Research.com

#### Wichtig:

Bitte lesen Sie den Rechtshinweis und die Hinweise auf mögliche Interessenkonflikte am Ende dieser Analyse.

Datum der Veröffentlichung: 17.07.2007

Redaktionsschluß: 03.07.2007



## ISRA Vision AG, Darmstadt

▶▶ *Intensiver Wettbewerb***Wettbewerbssituation**

Der Markt der Anbieter für industrielle Bildverarbeitung ist weltweit fragmentiert. Es sind große Elektronikfirmen wie Philips, Toshiba, Panasonic und viele kleinere spezialisierte Unternehmen wie Parsytec weltweit tätig.

**Risikofaktoren**

Es sind die übliche Risiken eines Technologieunternehmens anzunehmen.

**Genehmigungen, Rechtsstreitigkeiten**

ISRA muß einerseits versuchen, eigene Entwicklungen zu schützen und andererseits Patentverletzungen vermeiden.

**Zahlenanalyse****Aktuelle Bilanzsituation**

Die Bilanzrelationen des Konzernabschlusses 30.09.2006 nach IFRS sind geprägt von geringen Sachanlagen und hohen Forderungen aus nicht abgerechneten Lieferungen sowie Firmenwerten von EUR 12,9 Mio. Als ungewöhnlicher Gegenposten erscheinen passivische latente Steuern von EUR 9,6 Mio. Positiv ist die Nettofinanzposition von EUR 14,3 Mio, die jedoch zu EUR 9,3 Mio aus der in 2006 durchgeführten Kapitalerhöhung resultiert.

▶▶ *Hohe nicht abgerechnete Forderungen*

In den Forderungen Lieferungen und Leistungen von EUR 23,6 Mio sind EUR 13,1 Mio aus nach der Percentage-of-Completion-Methode bewertete unfertige Aufträge (PoC) enthalten. Diese sind Kunden also noch nicht berechnet worden. Zusätzlich wurden EUR 2,0 Mio PoC Forderungen mit erhaltenen Anzahlungen verrechnet. Der Bestand an PoC Forderungen (nach Verrechnung mit Anzahlungen) stieg in 2006 ergebniserhöhend um EUR 5,63 Mio.

▶▶ *Außerdem hohe un/fertige Erzeugnisse ...*

In den Vorräten von EUR 10,9 Mio sind neben Rohstoffen von EUR 2,9 Mio EUR 8,0 Mio unfertige und fertige Erzeugnisse bewertet, im Vorjahr EUR 5,9 Mio. Auch dies sind nicht an Kunden verkaufte Leistungen. Da es sich bei den Produkten von ISRA um kundenspezifische handelt und ISRA sich teilweise als Softwareunternehmen bezeichnet, ist der Verkauf der un/fertigen Erzeugnisse nicht sicher.

▶▶ *... und stark steigende Aktivierte Eigenleistungen*

Unter den Immateriellen Vermögenswerten wird neben goodwill auch Software und Lizenzen sowie Aktivierte Eigenleistungen (AEL) ausgewiesen. Die Position Software und Lizenzen enthält dabei auch Beträge, die im Rahmen von Akquisitionen erworbenen und bei der Kaufpreisallokation identifizierbaren immateriellen Vermögensgegenständen ausgewiesen werden. D.h. von der Tochter selbst entwickelte Software und Lizenzen.

ISRA Vision AG, Darmstadt

►► *Insgesamt extrem hohe Immaterielle Vermögenswerte bilanziert*

Der fragwürdigste Posten sind jedoch u.E. die AEL von EUR 11,5 Mio. Hierbei wird der Posten über ca. 6 Jahre abgeschrieben. Außerdem fallen Sonderabschreibungen an. Für das Ergebnis ist der Saldo aus Zugängen und gesamten Abschreibungen relevant. In 2006 wurde das Ergebnis aus AEL um EUR 2,25 Mio erhöht.

Generell wird die Bildung von AEL bei Technologieunternehmen kritisch gesehen. Auch ein Ausweis von Forderungen, die Kunden noch nicht in Rechnung gestellt wurden, enthält Risiken, da die Kunden die Lieferungen und Leistungen eventuell nicht abnehmen könnten. Die Bewertung von un/fertigen Erzeugnissen ist aufgrund von technischer Veralterung risikobehaftet. Goodwill aus Unternehmenskäufen und zusätzlich von dabei bewerteter selbst erstellter Software und Lizenzen ist risikobehaftet, da die Bewertung im Rahmen von impairment Tests auf zukünftig erwarteter Ergebnisse basiert. Diese könnten zukünftig sinken oder gänzlich ausfallen und entsprechende Sonderabschreibungen auslösen.

Um das Gesamtrisiko von ISRA abzuschätzen haben wir zum einen die mit Dritten abgerechneten Umsätze zugrunde gelegt. Zum anderen wurde das Ergebnis um die AEL bereinigt. Die Entwicklung der vorgenannten Bilanzpositionen wurde mit den bereinigten Umsätzen verglichen. Siehe **Tabelle 1**.

Tabelle 1

Ausgewählte Zahlen aus Konzernbilanz und -GuV							
ISRA Vision AG, Darmstadt	2004	in % des um PoC bereinigten Umsatzes	2005	in % des um PoC bereinigten Umsatzes	2006	in % des um PoC bereinigten Umsatzes	H1/2007
Beträge in TEUR							
Forderungen L+L ohne PoC	10.634	26,8%	10.653	26,1%	10.495	24,9%	
Forderungen PoC	3.638	9,2%	7.481	18,3%	13.111	31,2%	
Änderung Forderungen PoC	754	<b>1,9%</b>	3.843	9,4%	5.630	<b>13,4%</b>	
Forderungen L+L gesamt	14.272	36,0%	18.134	44,4%	23.606	56,1%	22.798
Vorräte	9.111	23,0%	9.079	22,2%	10.908	25,9%	11.211
Vorräte un/fertige Erzeugnisse	7.319	18,4%	5.925	14,5%	7.966	18,9%	
Goodwill	13.356	33,7%	13.127	32,1%	12.907	30,7%	13.981
Software/Lizenzen (z.T. selbsterstellt)	9.045	22,8%	8.739	21,4%	8.106	19,3%	
Aktivierte Eigenleistungen (AEL)	7.397	18,6%	9.227	22,6%	11.475	27,3%	
Änderung AEL	1.566	<b>3,9%</b>	1.830	4,5%	2.248	<b>5,3%</b>	
Anderer Immaterielle Vermögensgegenstände gesamt	16.442	41,4%	17.966	44,0%	19.581	46,5%	20.575
Konzernumsatz	40.437		44.687		47.696		
Konzernumsatz abzüglich Änderung Fo. PoC	39.683		40.844		42.066		
Konzernergebnis	3.268	8,2%	5.980	14,6%	6.283	14,9%	
Konzernergebnis abzüglich Änderung AEL	1.702	4,3%	4.150	10,2%	4.035	9,6%	
Konzernergebnis abzüglich Änderung AEL und Fo. PoC	948	2,4%	307	0,8%	-1.595	-3,8%	
Vorräte + Fo. PoC	12.749	32,1%	16.560	40,5%	24.019	57,1%	
Vorräte + Fo. PoC + AEL	20.146	<b>50,8%</b>	25.787	63,1%	35.494	<b>84,4%</b>	

## ISRA Vision AG, Darmstadt

▶▶ *Ausgewiesene Gewinne basieren auf fragwürdiger Bewertung*

Der um PoC Forderungen bereinigte Umsatz stieg von 2004 mit EUR 39,7 nur um 6,0% auf EUR 42,1 in 2006. Die Erhöhung der PoC Forderungen betrug im Jahr 2004 1,9% des bereinigten Umsatzes, in 2006 bereits 13,4%. Der Nettoanstieg der AEL betrug 2004 3,9% des bereinigten Umsatzes, in 2006 5,3%. Der um die Erhöhung der AEL bereinigte Konzernjahresüberschuß lag 2004 bei EUR 1,70 Mio. In 2005 stieg er deutlich auf EUR 4,15 Mio. Damit verbunden war ein drastischer Anstieg der PoC Forderungen um EUR 3,84 Mio. In 2006 stagnierte der um die Erhöhung der AEL bereinigte Konzernjahresüberschuß bei EUR 4,04 Mio, obwohl die PoC Forderungen weiter um EUR 5,63 Mio anstiegen.

▶▶ *Steuerbilanzielle Situation stark abweichend von IFRS-Bilanzierung*

In 2006 stiegen die passivischen latenten Steuern von EUR 7,26 Mio auf EUR 9,64 Mio an. Hier wird deutlich, dass die Steuerbilanz von ISRA gänzlich anders als die IFRS Bilanz mit kumulierten Gewinnen von EUR 23,2 Mio Verlustvorträge ausweist. Der laufende Steueraufwand macht weniger als ein Drittel des gesamten Steueraufwands aus.

▶▶ *Kumulierte Risiken*

Vorräte, PoC Forderungen und AEL betragen 2004 im Verhältnis zum bereinigten Umsatz 50,8% und in 2006 84,4%. Zusätzlich betragen Firmenwerte und erworbene / selbsterstellte Software und Lizenzen 50,0% des bereinigten Umsatzes in 2006.

Der Anstieg bewertungskritischer Bilanzpositionen von 2004 bis 2006 sowie ihre Höhe im Vergleich zum an Dritte berechneten Umsatz erscheinen bedenklich. Der bereinigte Umsatz weist nur einen geringen Anstieg von durchschnittlich 3% in den letzten beiden Jahren auf. Mangels innerjähriger Angabe der relevanten Bilanzpositionen lässt sich die Entwicklung im ersten Halbjahr 2007 nur schätzen, sieht aber weiter stagnierend aus mit rückläufigem Trend, obwohl zwei Unternehmen zugekauft wurden.

▶▶ *Eskalierender Kostenaktivierung steht zunehmend stagnierender Umsatz gegenüber und macht Bewertung unglaubwürdig*

Es stellt sich die Frage, warum immer mehr Kosten aktiviert werden, obwohl der Umsatz zunehmend stagniert. Entweder müsste der Umsatz deutlich ansteigen aufgrund der hohen und steigenden Zukunftsaufwendungen oder diese sind voraussichtlich nicht werthaltig. Im Falle stagnierender Umsätze müssten die Kostenaktivierungen deutlich zurückgehen und die laufenden Abschreibungen über die nächsten sechs Jahre hoch bleiben. Entsprechend dürften die Ergebnisse deutlich sinken. Außerdem wären die bestehenden Wertansätze aufgrund von impairment Tests gefährdet und Sonderabschreibungen wahrscheinlich.

Da ein Umsatzanstieg bislang nicht absehbar ist, sind sinkende laufende Ergebnisse und zusätzliche Sonderabschreibungen in erheblicher Höhe anzunehmen. Wir schätzen daher die Ergebnisbandbreite in 2007 von EUR 4,0 Mio bis 0 ohne Sonderabschreibungen und um AEL bereinigt. EUR 4,0 Mio Gewinn entspricht einem EPS von EUR 0,92. Sofern auch bei wenig wachsenden oder stagnierenden Umsätzen die bisherige Bilanzpolitik fortgesetzt wird, um in 2007 ff. steigende oder gleich bleibende Gewinne ausweisen zu können, würden die Relationen bewertungskritischer Bilanzpositionen zum Umsatz weiter eskalieren.

**ISRA Vision AG, Darmstadt**

- ▶▶ *Bewertungsrisiken führen zu geringer Bewertung ausgewiesener Gewinne*
  
- ▶▶ *Bilanzierung ist durch hohe Unsicherheiten geprägt*
  
- ▶▶ *Vergleichsunternehmen hält Aktivierung von Eigenleistungen für nicht begründbar*

ISRA ist hierbei aufgefordert, die Bilanzpolitik und die relative und absolute Höhe der bewertungskritischen Bilanzpositionen detailliert zu erläutern und ggf. anzupassen. Bereits im Abschluß 2006 sind hohe Bewertungsrisiken enthalten. Dementsprechend halten wir ein geringes KGV von 10 auf unsere obere Ergebnisschätzung 2007 von EUR 0,92 pro Aktie für angemessen, bis sich die Situation bilanziell nachhaltig entspannt. Dies führt zu einem Kurs von EUR 9,20 und mit der aktuellen Aktienstückzahl zu einer Marktkapitalisierung von EUR 39,9 Mio. Dies wäre ein KUV von ca. 0,85 (unbereinigt um PoC Umsätze). Dies ist auch unter Berücksichtigung eines Nettofinanzmittelbestands von EUR 15,7 Mio per 31.03.2007 keine niedrige Kennzahl für ein Unternehmen mit stagnierenden Umsätzen.

Die Ergebnisschätzung enthält keine Sonderabschreibungen und ist entsprechend mit hohen Unsicherheiten behaftet.

**Sensitivität der Bewertungsparameter**

Ein negatives Szenario mit rückläufigen bereinigten Umsätzen und Sonderabschreibungen von 50% auf AEL und PoC Forderungen könnte zu einem Konzernjahresfehlbetrag von über EUR 10 Mio führen.

Ein positives Szenario wäre ein Anstieg der Umsätze ab dem zweiten Halbjahr verbunden mit Kostensenkungen und einer moderaten Absenkung der AEL und ein möglicher Abbau der PoC Forderungen. Hierbei könnte ein um weitere Erhöhungen der AEL bereinigtes Ergebnis von EUR 5,0 Mio erzielbar sein oder ein EPS von EUR 1,15. Jederzeit mögliche Sonderabschreibungen sind darin nicht berücksichtigt.

**Unternehmensbewertung**

Ein direkter Vergleichswert ist Parsytec AG (WKN: A0JQ4J). Die EBIT-Marge von Parsytec betrug 2006 6,5% bei deutlich rückläufigen Umsätzen von EUR 23,5 Mio. ISRA erzielte in 2006 vergleichbar gerechnet ohne AEL ein EBIT von EUR 7,475 Mio und eine EBIT-Marge von 15,7%. Den Ansatz von AEL hält Parsytec nicht für begründbar. Der Anteil der PoC Forderungen an den Umsätzen von Parsytec beträgt 14,6% verglichen mit 27,5% bei ISRA. Hier bestätigt sich indirekt die aggressive Bilanzierungspolitik von ISRA.

Für die Bewertung von ISRA mit KGV 10 sind der hohe Netto-Finanzsaldo erhöhend, die Höhe der Immateriellen Vermögenswerte und PoC Forderungen sowie der un/fertigen Erzeugnisse verringernd, der Ansatz von AEL und die Umsatzstagnation verringernd berücksichtigt worden.

## ISRA Vision AG, Darmstadt

Zielkurs pro Aktie Basis KGV 2007 von 10	EUR 9,20
Kurs-Umsatzverhältnis Zielkurs auf Basis eines geschätzten Konzernumsatzes 2007 von EUR 47,0 Mio ohne Bereinigung um PoC Umsätze	0,85
Kurs-Buchwertverhältnis Zielkurs ohne Bereinigung der Konzernbilanz um Sonderabschreibungen	0,63
Die Dividende schätzen wir unverändert mit EUR 0,15	
Dividendenrendite Zielkurs	1,6%

**Zielkurse bei positivem / negativem Szenario**

Mit dem Verlustausweis des negativen Szenarios für 2007 ist eine KGV-Bewertung nicht möglich, Werte deutlich unter den EUR 9,20 unseres realistischen Szenarios wären wahrscheinlich.

Das positive Szenario mit einem KGV von 15 auf das EPS 2007 von EUR 1,15, das ein nachhaltiges Wachstum von ISRA unterstellt, führt zu einem Wert von EUR 17,25.

▶▶ *Erhebliches Risiko aus  
Sonderabschreibungen*

**Rechtshinweis**

**Der Rechtshinweis ist Bestandteil dieser Finanzanalyse und sollte unbedingt bei Entscheidungen, die auf dieser Analyse beruhen oder durch sie initiiert werden, berücksichtigt werden.**

## Rechtshinweis / Disclaimer

Diese Finanzanalyse wurde durch die SIGNUM Research GmbH erstellt. Sie enthält ausgesuchte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse basiert auf allgemein zugänglichen Informationen und Daten („Informationen“), die als zuverlässig gelten. Die SIGNUM Research GmbH hat die Informationen jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen ausdrücklich keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der SIGNUM Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, ob direkte oder indirekte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernimmt SIGNUM Research GmbH keine Haftung für die in dieser Analyse enthaltenen Aussagen, Prognosen oder sonstigen Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, Strategien, Wettbewerbs- oder Marktlagen, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Die Erstellung und Verbreitung dieser Analyse untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Analyse gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen informieren und diese befolgen. Obwohl die Analyse sorgfältig erstellt wurde, können Fehler, Ungenauigkeiten, Unvollständigkeiten oder Fehleinschätzungen nicht ausgeschlossen werden. SIGNUM Research GmbH, ihre Gesellschafter, Angestellten oder freien Mitarbeiter übernehmen keinerlei Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Private Anleger mit Wohnsitz in der Bundesrepublik Deutschland, die von dem Inhalt dieser Analyse Kenntnis erhalten, sollten vor einer etwaigen Anlageentscheidung mit ihrem Berater prüfen, ob eine in dieser Analyse enthaltene Empfehlung für eine Anlageentscheidung für sie im Hinblick auf ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse geeignet ist und ob die in der Analyse geäußerten Meinungen geteilt werden. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können jederzeit ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

## Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne unsere schriftliche Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhaltes oder von Teilen.

## Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieser Analyse sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten, Wirtschaftspresse, Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Gesellschaften/Emittenten.

## Ersteller dieser Analyse

Uwe Jännert, Geschäftsführer

Oliver Schmidt, Gesellschafter

Verantwortliches Unternehmen: SIGNUM Research GmbH, Düsseldorf.

Layout: Hans-Peter Zeh, Wien

## Anlageempfehlung

**Kauf:** Es wird erwartet, daß der Preis der Aktie in den nächsten 12 Monaten tendenziell um 10% oder mehr steigt

**Halten:** Es wird erwartet, daß der Preis der Aktie in den nächsten 12 Monaten sich unter Schwankungen tendenziell wenig verändert

**Verkauf:** Es wird erwartet, daß der Preis der Aktie in den nächsten 12 Monaten tendenziell um 10% oder mehr fällt

**N/A:** Die Einschätzung der Aktie wird ausgesetzt.

**Übersicht über unsere Analyseergebnisse für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten**

Erstanalyse Datum 03.07.2007



Folgende mögliche Interessenkonflikte sind bei dieser Finanzanalyse zu berücksichtigen. Sie können mit folgenden, in der Analyse genannten Gesellschaften existieren:

**Gesellschaft: ISRA Vision AG**

**Zutreffende Nr.:**

1. SIGNUM Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten direkt oder indirekt eine Beteiligung in Höhe von mindestens 1% am Grundkapital an dem besprochenen Emittenten
2. SIGNUM Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten direkt oder indirekt eine Nettoverkaufsposition in Höhe von mindestens 1% am Grundkapital an dem besprochenen Emittenten
3. Die Finanzanalyse zu dieser Gesellschaft wurde im Auftrag des Emittenten oder einer dieser Gesellschaft nahe stehenden Person von SIGNUM Research GmbH erstellt
4. SIGNUM Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Analyse sind
5. SIGNUM Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen haben gegen Vergütung Dienstleistungen im Investment Banking oder IR-bezogene Dienstleistungen gegenüber dem besprochenen Emittenten erbracht
6. Die Analyse wurde vor Weitergabe oder Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.
7. Der oder die Verfasser dieser Finanzanalyse oder einer ihrer Mitarbeiter halten unmittelbar Wertpapiere oder hierauf bezogene Derivate dieser Gesellschaft
8. Ein Mitglied der Geschäftsleitung oder ein Mitarbeiter der SIGNUM Research GmbH und/oder einer Tochtergesellschaft sind Mitglied im Vorstand/Aufsichtsrat dieser Gesellschaft
9. SIGNUM Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen erwarten bzw. streben in den nächsten drei Monaten Vergütungen von dieser Gesellschaft für Dienstleistungen im Investment Banking oder für IR-bezogene Dienstleistungen an.

#### Zuständige Aufsichtsbehörde

Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)  
Lurgiallee 12  
60439 Frankfurt

Durch Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Empfänger die  
Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.

#### Impressum

SIGNUM Research GmbH  
Postfach 11 07 13  
40507 Düsseldorf

#### Email

info@SIGNUM-Research.com

SIGNUM RESEARCH GMBH