

Kaufen Risiko: **Kursziel: EUR 2,60**
(alt: Kaufen) mittel (alt: EUR 2,50)

Kontinuität trotz Rezession

Die SinnerSchrader AG ist eine der Top 5 Interaktivagenturen in Deutschland. Die Unternehmensaktivität konzentriert sich auf die Kreation, die technische Umsetzung und den Betrieb der Marketing- und Vertriebsaktivitäten der Kunden im Internet.

Die Qualität von SinnerSchrader im wettbewerbsintensiven, fragmentierten Markt mit über 250 Unternehmen **beruht auf...**

- ...dem starken Markennamen
- ...der Ausrichtung als Leadagentur sowie
- ...der langfristigen Kundenbindung

Das veranschlagte **Umsatzwachstum in 2009 beruht zu 80% auf dem Konsolidierungseffekt** der im Februar akquirierten spot-media AG. Trotz den nach wie vor intakten grundlegenden Wachstumstrends der relevanten Märkte IT-Dienstleistungen und Online-Werbung sollten auch diese Bereiche von der anstehenden Rezession nicht unberührt bleiben. SinnerSchrader sollte im Gegensatz zu anderen Interaktiv-Agenturen von dieser Entwicklung vergleichsweise gering betroffen sein da...

- ...ca. **90% der Projektumsätze aus Infrastrukturanforderungen der Kunden** resultieren (keine Kampagnen) und
- **96% der Umsätze mit Bestandskunden realisiert** werden zu denen eine langjährige Bindung besteht.

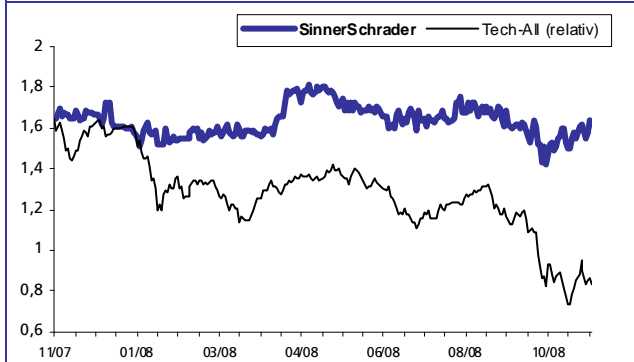
Trotz der branchentypisch geringen Skalierbarkeit des personalintensiven Agenturgeschäfts sollte die Fixkostendegression, sowie ein unterproportional steigender Personalbedarf in der Verwaltung, ein **überproportionales EBIT-Wachstum** ermöglichen und die **Kapitalrentabilität auf mehr als 18% in 2011** steigern.

Thematisch sollte vor allem die solide Geschäftsentwicklung im schwachen Konjunkturumfeld, die Wiederaufnahme des **Aktienrückkaufprogramms** sowie der Launch einiger Großprojekte im kommenden Geschäftsjahr für ein positives Sentiment sorgen. Zudem hat das Unternehmen die Absicht bekräftigt, auch in diesem Jahr eine Dividende von EUR 0,12 pro Aktie auszuschütten (8% Dividendenrendite).

FCF-Yield, DCF-Modell und Peer Group Vergleich deuten auf eine Unterbewertung der Aktie. Das erhöhte **Kursziel von EUR 2,60** (alt: EUR 2,50) basiert auf dem DCF-Modell. Das **Rating Kaufen** wird bekräftigt.

Geschäftsjahresende: 31.08.	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 1,62 EUR							
Umsatz	14,3	15,8	18,6	24,2	26,0	27,8	30,4
yoy	16,1%	10,5%	17,5%	30,0%	7,6%	7,1%	9,1%
Bruttoergebnis	4,7	4,6	5,1	6,2	6,6	6,9	7,4
Bruttomarge	32,8%	29,1%	27,2%	25,6%	25,3%	24,7%	24,2%
EBITDA	0,7	1,2	1,5	2,8	3,0	3,3	3,6
EBITDA-Marge	5,0%	7,3%	7,8%	11,7%	11,6%	11,7%	12,0%
EBIT	0,2	0,6	1,0	2,2	2,3	2,6	3,0
EBIT-Marge	1,2%	3,8%	5,6%	9,2%	9,0%	9,2%	10,0%
Nettoergebnis	0,5	1,2	1,0	1,6	1,8	2,0	2,3
Ergebnis je Aktie	0,05	0,10	0,09	0,14	0,16	0,18	0,20
Cash Flow je Aktie	0,24	0,02	0,08	0,25	0,19	0,20	0,22
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
EV/Umsatz	0,55	0,54	0,43	0,39	0,36	0,32	0,28
EV/EBITDA	11,00	7,35	5,52	3,33	3,09	2,74	2,31
EV/EBIT	44,51	14,11	7,70	4,25	3,99	3,47	2,77
KGV	32,40	16,20	18,00	11,57	10,06	9,00	8,10
ROCE	1,7%	4,8%	7,6%	15,0%	15,3%	16,5%	18,7%
Adj. Free Cash Flow Yield	6,0%	10,4%	14,3%	23,1%	27,1%	30,6%	36,4%

Bloomberg: SZZ GY Kurs: EUR 1,62
Reuters: SZZG.DE Index: 589,95
ISIN: DE0005141907
Internet: www.sinerschrader.de
Segment: Prime Standard
Branche: Software



Kursdaten: Bloomberg 11.11.2008 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 1,85 / EUR 1,42
Marktkapitalisierung: EUR 18,47 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 9,29 Mio.
Aktienzahl: 11,4 Mio.

Aktionäre: Free Float 53,7%
M. Schrader u. Familie 22,3%
O. Sinner u. Familie 9,7%
Mitarbeiter (aus IPO) 3,2%
Eigene Aktien 0,4%
Strategischer Investor 10,7%

Termine: Ordentliche HV 18. Dezember 2008

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 12.11.2008
Tim Kruse (Analyst) +49-(0)40 309537-180

Institutionelle Kundenbetreuung: M.M.Warburg & CO

Barbara C. Effler (Head of Equities) +49-(0)40 3282-2636
Institutional Equity Sales
Christian Alisch +49-(0)40 3282-2667
Matthias Fritsch +49-(0)40 3282-2696
Dr. James F. Jackson +49-(0)40 3282-2664
Oliver Jürgens +49-(0)40 3282-2666
Benjamin Kassen +49-(0)40 3282-2630
Michael Kriszun +49-(0)40 3282-2695
Dirk Rosenfelder +49-(0)40 3282-2692
Marco Schummam +49-(0)40 3282-2665
Andreas Wessel +49-(0)40 3282-2663
Sales Trading
Oliver Merckel +49-(0)40 3282-2634
Thekla Struve +49-(0)40 3282-2668
Gudrun Bolsen +49-(0)40 3282-2679
Bastian Quast +49-(0)40 3282-2701
Patrick Schepelmann +49-(0)40 3282-2700
Jörg Treptow +49-(0)40 3282-2658
Sales Assistance
Andrea Carstensen +49-(0)40 3282-2632
Wiebke Möller +49-(0)40 3282-2703

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Unternehmenshintergrund

Das 1996 gegründete und seit 1999 börsennotierte Unternehmen gilt als ein Pionier im Bereich E-Commerce-Lösungen. Das **Kerngeschäft** umfasst die drei Säulen: **Beratung, Kreation und technologische Umsetzung von Internetportalen** wie comdirect.de, tuifly.de oder simyo.de.

Integraler Bestandteil des ganzheitlichen Dienstleistungsansatzes von SinnerSchrader ist darüber hinaus der technische Betrieb und die Betreuung der erstellten IT-Lösungen, die Analyse des Verhaltens der Nutzer auf den Portalen sowie die Schaltung von Online-Werbung für Kunden.

Im Rahmen der Umstrukturierung des Unternehmens in 2007 wurden die ehemaligen Segmentstrukturen aufgelöst. Es erfolgt jedoch eine Umsatzausweisung nach Projekt- und Betriebsdienstleistungen sowie Mediadienstleistungen.

Projekt- und Betriebsdienstleistungen (Umsatz 2008: 17,5 Mio.): Beratung, Kreation, technologische Umsetzung und Betreuung von Internetprojekten.

Mediadienstleistungen (Umsatz 2008: 6,7 Mio.): Schaltung von Online-Werbung für Kunden.

Das Geschäftsjahr von SinnerSchrader läuft vom 01. September bis zum 31. August.

Wettbewerbsqualität

Auf dem fragmentierten wettbewerbsintensiven Markt für Interaktivdienstleistungen beruht die Wettbewerbsqualität der SinnerSchrader AG vor allem auf den folgenden Faktoren:

- **Starker Markenname:** Als eines der Unternehmen der ersten Stunde im Bereich der Interaktivdienstleistungen kann die SinnerSchrader AG einen beeindruckenden Track Record vorweisen. Aufgrund der Bekanntheit in der Branche und bei den Entscheidungsträgern auf Kundenseite stellt der etablierte Markenname vor allem gegenüber den vielen kleineren Unternehmen einen deutlichen Wettbewerbsvorteil dar, da vor allem bei der Budgetvergabe größerer Projekte auf leistungsstarke und erfahrene Dienstleister zurückgegriffen wird.
- **Wandel zur Leadagentur:** Das Internet wird zunehmend zum Leitmedium für die Kommunikation zwischen Unternehmen und Kunden. SinnerSchrader hat diesen Trend frühzeitig erkannt. Mit der Gewinnung des ehemaligen Springer & Jacoby-Managers Laurent Burdin und Chris Wallon von BBDO hat SinnerSchrader die Kompetenz deutlich ausgebaut, um sich als Leadagentur zu positionieren, die alle internetbasierten Marketing- und Vertriebsmaßnahmen der Kunden plant und koordiniert.
- **Langfristige Kundenbindung:** Um erfolgreich im Markt agieren zu können ist es notwendig, die gewonnenen Kunden langfristig an das Unternehmen zu binden. Durch den Aufbau eines spezifischen Kunden-Know-hows schafft es SinnerSchrader,

Equity Story

Wettbewerbsqualität

Finanzen

Bewertung

Newsflow

Unternehmen &
Produkte

Kennzahlen

die Wechselkosten der Kunden zu erhöhen und die Unternehmen langfristig zu binden.

Finanzen

Das veranschlagte Umsatzwachstum für 2009 beruht im Wesentlichen (ca. 80%) auf dem Konsolidierungseffekt der im Februar akquirierten spot-media AG.

SinnerSchrader - Umsatz- und Ertragswachstum

in Mio. EUR	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	18,6	24,2	26,0	27,8	30,4
yoy	17,5%	30,0%	7,6%	7,1%	9,1%
EBIT	1,0	2,2	2,3	2,6	3,0
Marge	5,6%	9,2%	9,0%	9,2%	10,0%

Quellen: SinnerSchrader (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Trotz der konjunkturellen Abkühlung sollten die fundamentalen Wachstumstrends der für SinnerSchrader relevanten Märkte IT-Dienstleistungen und Online-Werbung weiter Bestand haben:

- **Wachsende Bedeutung des Internets als Vertriebskanal** durch Vorteile in Bezug auf Kosten, Flexibilität und Reichweite.
- **Internet wird** aufgrund der zunehmenden Nutzungsintensität des Mediums zunehmend **zur wichtigsten Schnittstelle zum Kunden**.
- **Hohe Kosten-Nutzen-Relation der Online-Werbung** im Vergleich zu klassischen Werbeformen.

Dennoch ist davon auszugehen, dass der anstehende Konjunkturabschwung vor allem in 2009 auch diese Bereiche treffen sollte. Im Vergleich zu anderen Interaktivagenturen sollte SinnerSchrader von dieser Entwicklung jedoch vergleichsweise gering betroffen sein, denn...

- ...ca. **90% der Umsätze** im Bereich der Projektdienstleistungen **resultieren aus Infrastrukturanforderungen der Kunden**, die den laufenden Betrieb der Webpräsenzen sichern und verbessern.
- ...SinnerSchrader erzielt **96% der Umsätze mit Bestandskunden** zu denen eine langjährige Bindung besteht.

Dies zeigt sich nicht zuletzt an der Tatsache, dass SinnerSchrader im schwierigen Konjunkturmilieu in den Monaten September und Oktober Auftragseingänge verzeichnen konnte, die ca. 25% über dem Vergleichszeitraum des Vorjahres lagen.

Die gute Wettbewerbsqualität des Unternehmens konnte in den vergangenen zwei Jahren in eine **deutliche Steigerung der Ertragskraft** umgewandelt werden. Das überproportionale Ertragswachstum bis 2011 ist im Wesentlichen ein Resultat der unterproportionalen Entwicklung der betrieblichen Aufwendungen bedingt durch...

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

- ...die **Fixkostendegression** von Miet- und Leasingaufwendungen
- ...die **unterproportionale Personalentwicklung in der Verwaltung**

Bewertung

Das **Kursziel von EUR 2,60 basiert auf einem DCF-Modell** gestützt durch den FCF-Yield sowie einem Peer Group Vergleich:

- Das DCF-Modell signalisiert einen fairen Wert von EUR 2,62
- Der Free Cash Flow Yield 2009e indiziert einen fairen Wert von EUR 3,01 mit weiterem Aufwärtspotenzial in den Folgejahren (2010e: EUR 3,23)
- Der Peer Group-Vergleich auf Basis des EV/EBIT 2008e weist auf einen fairen Wert von EUR 2,26 hin.

Newsflow

Trotz eines leichten Kursrückgangs im Rahmen der Zuspitzung der Finanzmarktkrise in den vergangenen Wochen, hat die Aktie den Vergleichsindex klar übertroffen. Der künftige Newsflow sollte weiterhin positiv ausfallen und durch folgende Sachverhalte geprägt sein:

- **Aktienrückkaufprogramm:** Am 15. Oktober hat das Unternehmen bekannt gegeben, das im Mai 2007 begonnene Aktienrückkaufprogramm wieder aufzunehmen. Neben der kursstabilisierenden Wirkung ist diese Maßnahme auf aktuellem Kursniveau klar wertschaffend und daher zu begrüßen.
- **Launch von Großprojekten:** In 2009 werden einige Großprojekte von Kunden der SinnerSchrader AG online gehen, die auch bei der Marke SinnerSchrader für einen Zugewinn an Aufmerksamkeit sorgen sollten und vor allem die verstärkte Kreativleistung des Unternehmens in den Vordergrund rücken sollten.
- **Dividendenzahlung:** Die starken vorläufigen Jahreszahlen haben das Unternehmen dazu veranlasst, auch für das laufenden Geschäftsjahr eine Dividendenzahlung von EUR 0,12 pro Aktie vorzuschlagen, die aus dem steuerlichen Einlagenkonto bedient werden soll.



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	----------------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Als **eine der führenden Agenturen im fragmentierten Markt für Interaktivdienstleistungen** be-
ruht die Wettbewerbsqualität von SinnerSchrader auf...

- ...dem starken Markennamen,
- ...der Ausrichtung zur Leadagentur sowie
- ...der langfristigen Kundenbindung

Ein Blue Chip Kundenportfolio sowie ROCEs von 15% zeigen, dass die **Qualität von Sin-
nerSchrader wahrgenommen und geschätzt** wird.

Wettbewerbsstruktur

Der Markt für Interaktivdienstleistungen ist wettbewerbsintensiv und hat eine polypolistische Anbieterstruktur. Einen guten Überblick über Anzahl und Größe der Wettbewerber von SinnerSchrader bietet das New Media Ranking. Es umfasst in der aktuellen Ausgabe 231 Unternehmen, von denen jedoch lediglich 6% einen Jahresumsatz von über EUR 10 Mio. aufweisen. Die vergleichsweise geringe Umsatzänderung von SinnerSchrader gegenüber 2006 resultiert aus dem akquisitionsbedingten Wachstum der Vergleichsunternehmen.

New Media Service Ranking 2008					
Rang	Vorjahr	Firma	Honorarumsatz in 2007 in Mio. Euro	Umsatzänderung gegenüber 2006 in %	Festangestellte zum 31.12.2007
1	1	T-Systems Multimedia Solutions	64,15	10,60	390
2	3	Pixelpark AG	40,94	64,40	390
3	7	Plan.Net Gruppe	23,22	56,80	190
4	5	Syzygy Deutschland GmbH	22,32	21,50	160
5	6	SinnerSchrader AG	19,27	13,00	156
6	8	dmc digital media center GmbH	16,40	21,50	176
7	0	Euroweb Internet GmbH	13,59	163,00	
8	12	jinit[AG	12,00	15,40	143
9	14	Bassier, Bergmann & Kindler	11,80	20,40	120
10	15	imc AG	11,09	23,70	131

Quelle: New Media Service Ranking 2008

Trotz einiger Übernahmen in der Vergangenheit, sollte der Markt aufgrund der vergleichsweise geringen Skaleneffekte des personalintensiven Geschäftsmodells auch in Zukunft eine starke Fragmentierung aufweisen.

Der Marktzugang wird durch keine nennenswerten Markteintrittsbarrieren beschränkt. Allerdings dürfte bezüglich bedeutender Portale die Entscheidung immer zwischen den führenden Interaktivagenturen ausfallen, zu denen SinnerSchrader zweifelsfrei zählt.

Qualität von SinnerSchrader

Die Wettbewerbsqualität von SinnerSchrader ist im Wesentlichen eine Folge...

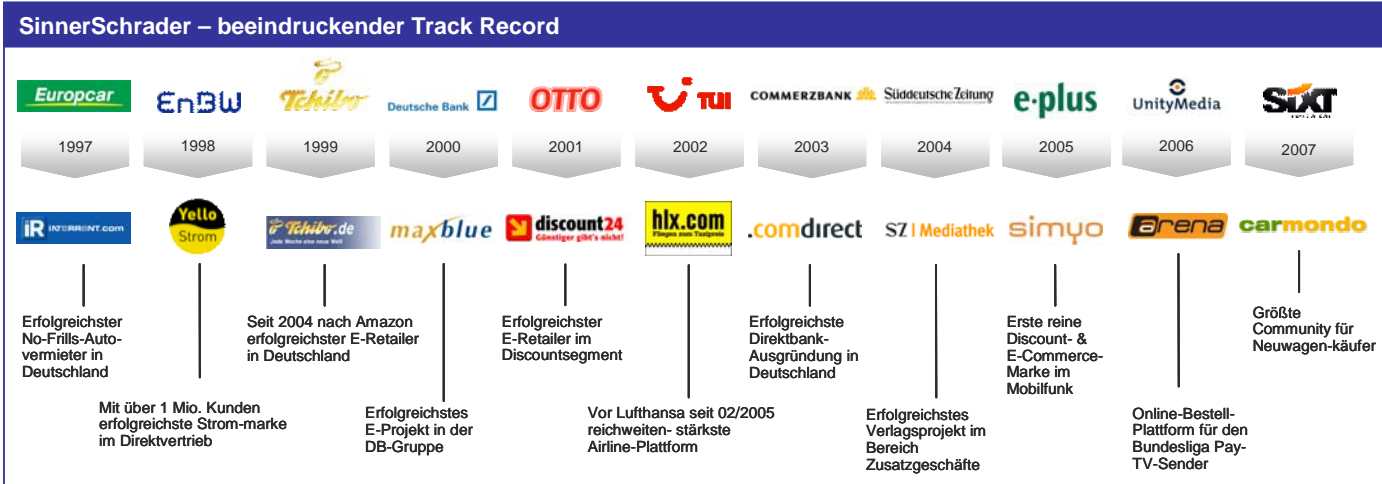
- ...des starken Markennamens
- ...der Ausrichtung zur Lead-Agentur
- ...der langfristigen Kundenbindung

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	----------------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Starker Markenname

Ein Beleg für die Qualität von SinnerSchrader ist der starke Markenname bedingt durch den **hervorragenden Track Record** beim Aufbau führender Internetportale und deren langfristiger Betreuung. Dabei verfügt das Unternehmen über eine anerkannte Kompetenz, effiziente Webportale als Marketing- und Vertriebsplattform für die Kunden zu schaffen. Insbesondere bei der Budgetvergabe für größere Projekte greifen die Unternehmen auf leistungsstarke und erfahrene Dienstleister wie SinnerSchrader zurück.

Der Erfolg und die Bekanntheit der zahlreichen Projekte und Internetportale haben **SinnerSchrader als Marke** in diesem Umfeld etabliert. Die damit einhergehende hohe Bekanntheit in der Branche sowie bei Kunden stellt einen bedeutenden Wettbewerbsvorteil in dem fragmentierten Markt dar.



Quelle: SinnerSchrader AG

Ausrichtung zur Leadagentur

Die positive Marktentwicklung für E-Commerce und Online-Werbung der vergangenen Jahre zeigt, dass Unternehmen zunehmend die Relevanz des Internets als Absatzkanal und Leitmedium für die Kontaktaufnahme und Interaktion mit den Kunden wahrnehmen.

Viele klassische Werbeagenturen verfügen meist nicht über ausreichend technischen Sachverstand, um Online-Werbekampagnen umzusetzen. Auf der anderen Seite fehlt es vielen Interaktiv-Dienstleistern an kreativem Know-how sowie der notwendigen Marketing-Erfahrung.

Diesen Missstand hat SinnerSchrader frühzeitig erkannt und mit der Verpflichtung des Ex-Springer & Jacoby Managers Laurent Burdin sowie dem Kreativmann Chris Wallon (BBDO) die klassische Werbe- und Marketingexpertise deutlich ausgebaut, um sich als Leadagentur zu positionieren, die alle internetbasierten Werbe- und Kommunikationsmaßnahmen der Kunden konzipiert und realisiert.



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	----------------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Langfristige Kundenbindung

Einen weiteren **Schlüssel für das erfolgreiche Agieren am Markt ist die langfristige Bindung der Kunden**. Dies gelingt SinnerSchrader durch den Aufbau eines kundenspezifischen Know-hows, womit ein **Mehrwert für Kunden** geschaffen wird. Dieser basiert auf der Entwicklung einer kundenindividuellen Kompetenz im Bereich der Markenführung und Produktpräsentation sowie der Kenntnisse über das Verhalten der relevanten Nutzer und Endkunden. Hinzu kommt die technische Betreuung, Wartung und das Hosting der implementierten Anwendungen und IT-Infrastrukturen – alles mit dem Ziel, die Wechselkosten für die Kunden zu erhöhen.

Auf dieser Grundlage begleitet SinnerSchrader seit mehreren Jahren bedeutende Internetauftritte wichtiger Kunden wie Deutsche Bank, Tui und Comdirect. Dies veranschaulicht die Fähigkeit von SinnerSchrader, durch innovative Konzepte und effiziente Lösungen in einem sich technologisch kontinuierlich wandelnden Umfeld. Das breite Portfolio an Kunden über alle Branchen, in denen das Internet als Vertriebskanal von besonderer Bedeutung ist, zeigt, dass die Qualität von SinnerSchrader von Kunden erkannt und geschätzt wird.

Referenzkunden		
Finanzdienstleistungen	Handel und Konsumgüter	Medien
Deutsche Bank	Tchibo	Scout24
comdirect bank	ECCO	Süddeutsche Zeitung
Nordcapital	Schneider-Gruppe	Unity Media
DEPFA	Otto	Dow Jones
Transport und Touristik	Telekommunikation	
TUI	T-com	
Sixt	debitel/Talkline	
Europcar	simyo	

Quelle: SinnerSchrader

Resultierend aus dem hohen Anteil an Projektgeschäften ist der Anteil wiederkehrender Erlöse mit ca. 30-40% vom Umsatz vergleichsweise gering, jedoch auf branchentypischem Niveau. Dementsprechend kommt der konstanten Auftragsgenerierung und dem Projektmanagement mit dem Ziel einer möglichst hohen Mitarbeiterauslastung eine hohe Bedeutung zu, um in dieser Branche nachhaltig profitabel zu agieren.

- Die Steigerung des Umsatzes pro Mitarbeiter um 13% jährlich sowie der...
- ... **Anstieg des ROCE um 20pp** auf aktuell 15%
- ...seit der Restrukturierung in 2004 **veranschaulicht** die Fähigkeit von SinnerSchrader, die guten Wettbewerbsqualitäten in eine **hohe Unternehmensqualität** zu transferieren.



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

Starkes Geschäftsjahr 2008 - erfolgreichstes Jahr seit Gründung

Grundlegende Wachstumstrends für IT-Dienstleistungen und Online-Werbung **trotz Rezession intakt** und bestimmt durch...

- ...wachsende Bedeutung des Internets als Vertriebskanal
- ...Internet zunehmend primäre Schnittstelle zum Kunden
- ...hohe Kosten-Nutzen-Relation von Online-Werbung

Das veranschlagte **Wachstum für 2009 beruht zu 80% auf einem Konsolidierungseffekt**

Unterproportionaler Anstieg der betrieblichen Aufwendungen führt zur **überproportionalen Entwicklung der Bottom Line** und einer Steigerung der **Kapitalrentabilität auf >18% in 2011**.

Jüngste Performance

Mit Vorlage der endgültigen Jahreszahlen am 5. Nov. 2008 hat SinnerSchrader das bislang beste Ergebnis der Unternehmensgeschichte präsentiert. Der Umsatz stieg im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 30%, wovon etwa ein Drittel des Umsatzzuwachses auf die im Februar akquirierte spot-media AG zurückzuführen ist.

SinnerSchrader - Q4 2008						
Angaben in Mio. EUR	Q4/08	Q4/07	yoy	2008	2007	yoy
Umsatz	6,6	5,0	32,3%	24,2	18,6	30,0%
EBITA	1,0	0,5	79,9%	2,3	1,1	109,4%
<i>Marge</i>	14,7%	10,8%		9,6%	6,0%	
Finanzergebnis	-0,2	0,1	-	0,1	0,4	-72,9%
<i>Marge</i>	-2,9%	2,1%		0,4%	2,0%	
Nettoergebnis	0,4	0,4	8,8%	1,6	1,0	59,3%
<i>Marge</i>	6,4%	7,7%		6,7%	5,5%	
EPS	0,04	0,03	33,3%	0,14	0,09	55,6%

Quellen: SinnerSchrader (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Die Steigerung der operativen Marge resultiert zum einen aus der Fixkostendegression im Verwaltungsbereich, der unterproportionalen Entwicklung der Verwaltungskosten und dem positiven Margenbeitrag der spot-media AG (ca. 0,5pp).

Das niedrigere Finanzergebnis resultiert aus der Sonderabschreibung auf die Beteiligung an der ActiveGate GmbH in Höhe des bilanzierten Betrages von EUR 250 Tsd. Das Zinsergebnis lag trotz des niedrigeren Barmittelbestandes (*Akquisition und Dividendenzahlung*) aufgrund der verbesserten Anlagebedingungen mit ca. EUR 380 Tsd. leicht über dem Vorjahreswert.

Die Steuerquote erhöhte sich gegenüber dem Vorjahr auf ca. 32%, da SinnerSchrader keine steuerlichen Verlustvorträge mehr zur Verfügung hat. Das Ergebnis pro Aktie betrug EUR 0,14, welches einer Steigerung gegenüber dem Vorjahreswert von 56% entspricht.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

Wachstum

Die bestimmenden Märkte für die Entwicklung der SinnerSchrader AG sind IT-Dienstleistungen sowie Online-Werbung. Durch eine kontinuierlich steigende Anzahl der Internetnutzer sowie die zunehmende Häufigkeit und Intensität der Nutzung dieses Mediums sind die grundlegenden Entwicklungstrends für IT-Dienstleistungen und Online-Werbung trotz der anstehenden Rezession auch weiterhin intakt:

- **Die wachsende Bedeutung des Internets als Vertriebskanal** ist ungebrochen und sollte aufgrund der Kostenvorteile sowie der Flexibilität in Bezug auf Nachfrageschwankungen auch in Zeiten eines konjunkturellen Abschwungs weiter an Bedeutung gewinnen.
- Die Unternehmen realisieren, dass sich in vielen Bereichen das **Internet als wichtigste Schnittstelle zum Kunden** entwickelt hat – eine Tatsache die meist im deutlichen Missverhältnis zu den veranschlagten Budgets steht.
- Die **Vorteile der Online-Werbung** in Bezug auf den flexiblen Einsatz sowie die Möglichkeit einer detaillierten Kosten-Nutzen-Analyse der durchgeführten Werbemaßnahmen gegenüber den klassischen Werbeformen sollte zu einer weiteren Umschichtung der Werbebudgets von klassischer Werbung zur Online-Werbung führen.

Dennoch ist davon auszugehen, dass der anstehende Konjunkturabschwung auch Online-Werbung und IT-Dienstleistungen treffen sollte und zu deutlich geringeren Wachstumsraten als in den Vorjahren führen wird. SinnerSchrader sollte jedoch aus den folgenden Gründen vergleichsweise geringer von dieser Entwicklung betroffen sein, als andere Interaktivagenturen.

- 1) **Ca. 90% der Umsätze** im Bereich der Projektdienstleistungen **resultieren aus Infrastrukturanforderungen der Kunden**. Diese ergeben sich aus dem laufenden Betrieb der Webpräsenzen der Kunden und sind im Gegensatz zu kampagnenorientierten Projekten resistenter gegenüber Budgetkürzungen.
- 2) SinnerSchrader erzielt **96% der Umsätze mit Bestandskunden** zu denen eine langjährige Bindung besteht. Diese Tatsache hat zwar in der Vergangenheit das Wachstum des Unternehmens im gewissen Umfang eingeschränkt, sollte jedoch im aktuellen schwierigen Marktumfeld die Entwicklung von SinnerSchrader begünstigen.

Diese Annahme wird von der Tatsache unterstützt, dass SinnerSchrader selbst in dem schwierigen Marktumfeld im September und Oktober Auftragseingänge von 25% über den Werten des Vorjahres verzeichnen konnte.

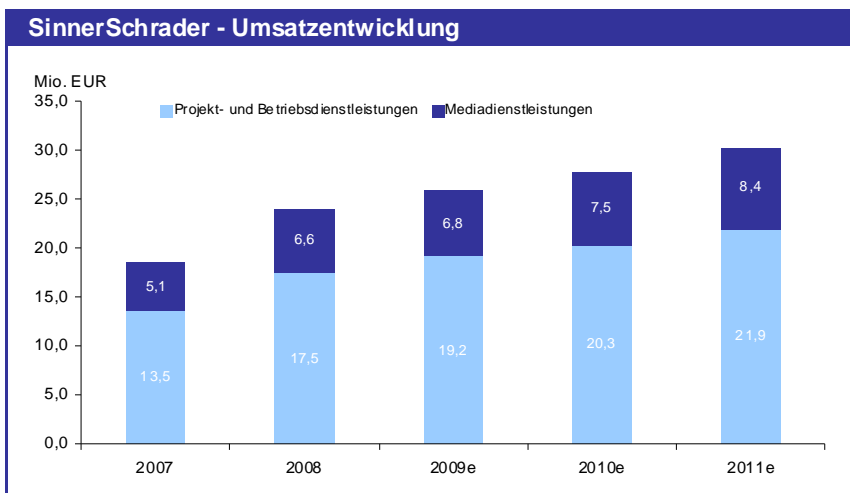
Projekt und Betriebsdienstleistungen

Das veranschlagte Umsatzwachstum für 2009 im Bereich der Projekt- und Betriebsdienstleistungen von ca. EUR 1,7 Mio. beruht im Wesentlichen (>80%) auf dem Konsolidierungseffekt der im Februar akquirierten spot-media AG. Das Unternehmen aus Hamburg fokussiert sich auf die laufende Pflege großer Internetshops und

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

-portale sowie die Beratung, Konzeption und Umsetzung der Webpräsenzen und Internetanwendungen für mittelständische Unternehmen. Durch einen Rahmenvertrag (bis 2010) mit dem Großkunden Tchibo entwickelt sich die spot-media AG äußerst positiv und sollte allein durch die Konsolidierung 5 zusätzlicher Monate einen Umsatzzuwachs von ca. EUR 1,4 Mio. leisten.

Abgesehen von diesem Konsolidierungseffekt wird trotz des positiven Auftragseingangs im September und Oktober auf Sicht des Gesamtjahres lediglich von einer inflationsbereinigten Stagnation der Umsätze im Bereich der Projekt- und Betriebsdienstleistungen ausgegangen. Ab 2010 sollte jedoch aufgrund der oben aufgeführten grundlegenden Wachstumstreiber eine Erholung zu verzeichnen sein.



Quellen: SinnerSchrader (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Mediadienleistungen

SinnerSchrader erbringt im Wesentlichen für einen Großkunden Leistungen zur Planung und Durchführung von Werbekampagnen im Internet. Im Rahmen dieser Kampagnen kauft SinnerSchrader Werbeflächen auf eigene Rechnung und gibt diese Kosten zusammen mit einer festen oder erfolgsabhängigen Vergütung an den Kunden weiter.

Trotz der positiven Entwicklung der Brutto Online-Werbeausgaben in Deutschland von +37% in den ersten neun Monaten dieses Jahres (Nielsen Media Research) sollten diese Wachstumsraten im aktuellen Quartal sowie in 2009 aufgrund der allgemeinen Kürzung von Werbebudgets deutlich zurückgehen. Nach einem Umsatzanstieg im Bereich der Mediadienleistungen von ca. 30% in 2008 wird daher für 2009 von einem Umsatzanstieg von lediglich 3% ausgegangen.

Aufgrund der immanenten Effizienzvorteile der Online-Werbung, der steigenden Reichweite des Internets und des noch vergleichsweise niedrigen Marktanteils der Online-Werbung in Relation zu den weiterentwickelten angelsächsischen Märkten wird ab 2010 von einer deutlichen Erholung ausgegangen.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

Erträge

Der überproportionale Anstieg des operativen Ergebnisses resultiert im Wesentlichen aus der Fixkostendegression sowie dem unterproportionalen Anstieg der Personalkosten.

SinnerSchrader - Geschäftsbereiche

in Mio. EUR	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	18,6	24,2	26,0	27,8	30,4
Rohertrag	5,1	6,2	6,6	6,9	7,4
Marge	27,2%	25,6%	25,3%	24,7%	24,2%
EBIT	1,0	2,2	2,3	2,6	3,0
Marge	5,6%	9,2%	9,0%	9,2%	10,0%

Quellen: SinnerSchrader (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Umsatzkosten – gegenläufige Effekte

In 2008 war im Bereich der Mediadienstleistungen wie im Vorjahr ein Rückgang der Bruttomarge zu verzeichnen, der auf steigende Preistransparenz sowie die geringeren Möglichkeiten der Restplatzvermarktung in der Online-Werbung zurückzuführen ist. Dieser Trend sollte auch im kommenden Jahr weiter anhalten.

In 2008 wurden die Umsatzkosten zudem durch den wachstumsbedingten Anstieg der Fremdleistungen belastet. Aufgrund eines deutlich geringeren Wachstums in 2009 sollte der Anteil der Fremdleistungen zurückgehen, jedoch nicht in der Lage sein, den negativen Margeneffekt der Mediadienstleistungen zu überkompensieren.

Betriebliche Aufwendungen – deutlich unterproportional

Die unterproportionale Entwicklung der betrieblichen Aufwendungen sollte den Margendruck im Mediabereich überkompensieren und zu einem jährlichen EBIT-Wachstum von ca. 16% bis 2011 führen. Diese Entwicklung ist im Wesentlichen eine Folge...

- ...der **Fixkostendegression im Verwaltungsbereich** durch den vergleichsweise konstanten Aufwand für Mieten und Leasing
- ...des sich **unterproportional entwickelnden Personalbedarfs** im Vertrieb sowie
- ...der **rückläufigen Kosten für den von SinnerSchrader veranstalteten Kongress Next** (Vertriebskosten), bedingt durch die hohe Resonanz und folglich steigenden Erlösbeitrag des Events.

Der Liquiditätsbestand des Unternehmens sollte aufgrund des guten operativen Cash Flows trotz der veranschlagten Dividendenzahlung und der Earn-Outs für spot-media weiter ansteigen und somit für eine positive Entwicklung des Finanzergebnisses sorgen.

Mit dem veranschlagten Steuersatz von 30% sollte SinnerSchrader bereits 2009 in der Lage sein, eine Nachsteuerrendite von 7,5% zu erreichen.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

Bilanz

Die Bilanzstruktur der SinnerSchrader AG ist äußerst solide. Mit einem Liquiditätsbestand von EUR 9,1 Mio. (EUR 0,8 pro Aktie) ist lediglich eine Überfinanzierung festzustellen.

Durch die Übernahme der spot-media AG im Februar 2008 ist das immaterielle Vermögen um EUR 2,8 Mio. angestiegen und macht nun ca. 15% der Bilanzsumme aus. Bedingt durch die Abschreibung bilanzierter Kundenbeziehungen sollte dieser Wert bis 2011 auf ca. 12% zurückgehen.

Die Working Capital Quote unterliegt je nach Abrechnungsstatus der Projekte stichtagsbezogenen Schwankungen und bewegt sich auf einem Niveau von 12-14% des Umsatzes und sollte bei dem veranschlagten Umsatzmix sowie unveränderter Zahlungsmodalitäten der Kunden auf einem durchschnittlichen Niveau von 13% verharren.

Bei der Finanzierung dominiert das Eigenkapital. Zinstragendes Fremdkapital existiert nicht. Die Eigenkapitalquote liegt bei ca. 65% und der Eigenkapitalbuchwert je Aktie beträgt EUR 1,12.

Bilanz SinnerSchrader

in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,1	0,2	3,0	2,9	2,7	2,7
davon übrige imm. VG	0,1	0,1	0,2	0,4	0,3	0,1	0,1
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	2,6	2,6	2,6	2,6
Sachanlagen	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	1,0	1,1	1,2	4,1	4,0	3,8	3,8
Vorräte	0,2	0,4	0,8	1,2	1,3	1,4	1,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,6	2,8	4,0	4,8	5,0	5,3	5,8
Sonstige Vermögensgegenstände	0,5	0,7	0,4	0,7	0,7	0,7	0,7
Liquide Mittel	10,6	10,0	10,5	9,1	9,2	9,5	10,1
Umlaufvermögen	12,8	13,9	15,6	15,8	16,2	16,9	18,0
Bilanzsumme	13,7	15,1	16,8	19,9	20,1	20,7	21,8
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5
Kapitalrücklage	17,6	17,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	-2,4	-2,2	-1,7	-1,1	-0,1
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-18,8	-17,6	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
Eigenkapital der Aktionäre	10,3	11,5	12,6	12,9	13,2	13,8	14,8
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	10,3	11,5	12,6	12,9	13,2	13,8	14,8
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	1,9	1,8
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,8	1,2	1,7	2,4	2,6	2,7	3,0
Sonstige Verbindlichkeiten gesamt	1,1	0,6	0,7	2,4	2,2	2,2	2,2
Verbindlichkeiten	3,4	3,5	4,2	7,0	6,9	6,9	7,0
Bilanzsumme	13,7	15,1	16,8	19,9	20,1	20,7	21,8

Quellen: SinnerSchrader (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

Kapitalflussrechnung

Der erhöhte operative Cash Flow in 2008 resultiert zum einen aus dem Anstieg der Abschreibungen durch die Übernahme der spot-media AG, der Bildung einer Rückstellung in Höhe von ca. EUR 1,1 Mio. für Earn-Out Zahlungen aus der Akquisition sowie der Auflösung von Steuerforderungen.

Trotz des wachstumsbedingt leichten Aufbaus des Working Capitals in den kommenden Jahren sollte der operative Cash Flow den vergleichsweise geringen Kapitalbedarf (*im Wesentlichen für BGA*) deutlich übersteigen.

Aufgrund der Wiederaufnahme des Aktienrückkaufprogramms in Q1/2008, der unterstellten Dividendenausschüttung von EUR 0,12 sowie der Zahlung von Earn-Out-Komponenten für spot-media sollte der Liquiditätsbestand in 2009 nur leicht ansteigen jedoch in den Folgejahren aufgrund der konjunkturbedingt verbesserten Wachstumsaussichten deutlicher zunehmen.

Kapitalflussrechnung SinnerSchrader

in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,5	1,2	1,0	1,6	1,8	2,0	2,3
Abschreibung Anlagevermögen	0,5	0,6	0,4	0,8	0,5	0,6	0,6
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,1	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,4	0,2	0,1	0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,1	-0,3	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	1,3	1,7	2,1	2,9	2,4	2,5	2,8
Veränderung Vorräte	0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Veränderung Forderungen aus L+L	0,2	-1,2	-1,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,5
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,6	0,1	0,1	0,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	1,1	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	1,5	-1,5	-1,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,3
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	2,8	0,2	0,9	2,8	2,2	2,3	2,5
CAPEX	-0,2	-0,8	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	-1,8	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-0,2	-0,8	-0,4	-2,5	-0,5	-0,6	-0,6
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4
Erwerb eigener Aktien	1,7	0,0	0,0	-0,3	-0,2	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-20,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-19,0	0,0	0,0	-1,6	-1,6	-1,4	-1,4
Veränderung liquide Mittel	-16,5	-0,6	0,4	-1,3	0,1	0,4	0,5
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	10,6	10,0	10,4	9,2	9,2	9,5	10,1

Quellen: SinnerSchrader (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

Ergebnis: Kaufen und Kursziel von EUR 2,60 basierend auf einem DCF-Modell

- Das DCF-Modell indiziert einen fairen Wert von EUR 2,62.
- Der FCF-Yield 2008e deutet auf einen fairen Wert von EUR 3,01.
- Der Peer Group-Vergleich führt zu einem fairen Wert von EUR 2,26.

Free Cash Flow Yield

Der adjustierte Free Cash Flow Yield unterstellt, dass Investoren ein Asset (hier den Enterprise Value) zu einem solchen Preis kaufen, dass der Free Cash Flow Return (Free Cash Flow = Jahresüberschuss + Abschreibungen – Erhaltungsinvestitionen + Steuern - (1-t)*s) auf den EV ihre Opportunitätskosten übersteigt. Diese wurden vereinfacht mit 10% angesetzt.

Nach dem äußerst erfolgreichen Geschäftsjahr 2008 sollte der Free Cash Flow in 2009 in erster Linie durch den gestiegenen Jahresüberschuss aufgrund der soliden Geschäftsentwicklung und dem Konsolidierungseffekt der spot-media AG weiter ansteigen.

Der Free Cash Flow Yield auf Basis von 2009e indiziert einen fairen Wert von EUR 3,01 mit weiterem Aufwärtspotenzial in den Folgejahren.

Free Cash Flow Yield - SinnerSchrader							
Angaben in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss	0,5	1,2	1,0	1,6	1,8	2,0	2,3
+ Abschreibung + Amortisation	0,5	0,6	0,4	0,6	0,7	0,7	0,6
- Zinsergebnis (netto)	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
+ Steuern	-0,1	-0,4	0,4	0,7	0,9	0,9	1,1
- Erhaltungsinvestitionen	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Adjustierter Free Cash Flow	0,5	0,9	1,1	2,2	2,5	2,7	3,1
Adjustierter Free Cash Flow Yield	6,0%	10,4%	14,3%	23,1%	27,1%	30,6%	36,4%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	7,9	8,5	8,0	9,4	9,3	8,9	8,4
= Fairer Enterprise Value	4,8	8,8	11,5	21,7	25,1	27,3	30,6
- Nettoverschuldung (Cash)	-10,6	-10,0	-10,5	-9,1	-9,2	-9,5	-10,1
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Faire Marktkapitalisierung	15,3	18,8	21,9	30,8	34,3	36,8	40,7
Aktienanzahl (Mio.)	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	1,34	1,65	1,92	2,70	3,01	3,23	3,57
Premium (-) / Discount (+) in %	-17,0%	2,0%	18,7%	66,7%	85,8%	99,4%	120,3%
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)							
	13,0%	1,25	1,47	1,69	2,26	2,50	2,68
	12,0%	1,27	1,52	1,75	2,38	2,64	2,83
Fairer	11,0%	1,31	1,58	1,83	2,53	2,81	3,01
Free Cash Flow	10,0%	1,34	1,65	1,92	2,70	3,01	3,23
Yield	9,0%	1,39	1,74	2,03	2,91	3,25	3,50
	8,0%	1,45	1,85	2,17	3,18	3,56	3,83
	7,0%	1,52	1,98	2,35	3,52	3,95	4,24

Quellen: SinnerSchrader (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

DCF-Modell

Nach dem noch zweistelligen Wachstum in 2008 wird für 2009 ein deutlicher Wachstumsrückgang im Modell berücksichtigt (ca. 6pp entfallen für 2009 auf den Konsolidierungseffekt der spot-media). Ab 2010 wird jedoch aufgrund der grundlegenden Wachstumstrends im Bereich IT-Dienstleistung sowie Online-Werbung von einer deutlichen Erholung ausgegangen. Langfristig sollten die Wachstumsraten durch die zunehmende Marktsättigung sukzessive zurückgehen.

Die vergleichsweise geringen Markteintrittsbarrieren sowie das abnehmende Marktwachstum sollten langfristig zu einer Verschärfung des Wettbewerbes führen und somit rückläufige EBIT-Margen zur Folge haben, die letztendlich auf einem Niveau zur Deckung der Kapitalkosten verharren sollten.

Weitere Annahmen des DCF Modells sind:

- Marktrendite von 9,25%
- risikolose Rendite von 4,0% (10-jährige Bundesanleihe)
- Beta von 1,4
- WACC von 11,35%

Das DCF-Modell führt zu einem fairen Wert von EUR 2,62.

DCF Modell - SinnerSchrader															
Angaben in Mio. EUR	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	
Umsatz	26,0	27,8	30,4	33,1	35,7	38,2	40,5	42,6	44,3	46,3	47,6	48,8	49,8	50,8	
Veränderung	7,6%	7,1%	9,1%	9,0%	8,0%	7,0%	6,0%	5,0%	4,0%	4,5%	3,0%	2,5%	2,0%	2,0%	
EBIT	2,3	2,6	3,0	3,3	3,6	3,6	3,9	4,0	4,0	4,2	4,1	4,2	4,0	4,1	
EBIT-Marge	9,0%	9,2%	10,0%	10,0%	10,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,0%	9,0%	8,5%	8,5%	8,0%	8,0%	
Steuerquote	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	
NOPAT	1,6	1,7	2,1	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8	2,7	2,8	
Abschreibungen	0,7	0,7	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	
in % vom Umsatz	2,6%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
Liquiditätsveränderung															
- Working Capital	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	
- Investitionen	-0,5	-0,6	-0,6	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	
Investitionsquote	2,0%	2,0%	2,0%	2,5%	2,4%	2,3%	2,2%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	1,6	1,6	1,8	1,8	1,9	2,0	2,2	2,4	2,5	2,6	2,6	2,7	2,6	2,6	
Modellparameter				Wertermittlung (Mio. EUR)											
Fremdkapitalquote	0,00%	Beta		1,40		Barwerte bis 2022				14,4					
Fremdkapitalzins	n.a.	WACC		11,35%		Terminal Value				6,4					
Marktrendite	9,25%					Verbindlichkeiten				0,0					
Risikofreie Rendite	4,00%	Ewiges Wachstum		2,00%		Liquide Mittel				9,1		Aktienzahl (Mio.)		11,40	
						Eigenkapitalwert				29,9		Wert je Aktie (EUR)		2,62	
Sensitivität Wert je Aktie (EUR)															
Ewiges Wachstum								Delta EBIT-Marge							
WACC	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
12,35%	2,41	2,42	2,43	2,44	2,45	2,46	2,48	12,35%	2,13	2,24	2,34	2,44	2,54	2,65	2,75
11,85%	2,49	2,50	2,51	2,53	2,54	2,55	2,57	11,85%	2,20	2,31	2,42	2,53	2,64	2,74	2,85
11,60%	2,54	2,55	2,56	2,57	2,59	2,60	2,62	11,60%	2,24	2,35	2,46	2,57	2,68	2,80	2,91
11,35%	2,58	2,59	2,61	2,62	2,64	2,65	2,67	11,35%	2,28	2,39	2,51	2,62	2,74	2,85	2,96
11,10%	2,63	2,64	2,66	2,67	2,69	2,71	2,73	11,10%	2,32	2,44	2,56	2,67	2,79	2,91	3,03
10,85%	2,68	2,69	2,71	2,73	2,75	2,77	2,79	10,85%	2,37	2,49	2,61	2,73	2,85	2,97	3,09
10,35%	2,79	2,81	2,83	2,85	2,87	2,89	2,92	10,35%	2,46	2,59	2,72	2,85	2,98	3,10	3,23

Quelle: SES Research

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

Peer Group

Die in der Peer Group verwendeten Vergleichsunternehmen sind zum einen Interaktivagenturen wie SYZYG, Pixelpark, Cyberplex und Sapient sowie reine Onlinewerbemarkter wie Adlink und Getupdated.

Syzygy bietet wie SinnerSchrader sowohl Projekt- und Betriebsdienstleistungen als auch Mediendienstleistungen an, ist jedoch im Bereich der Online-Werbung deutlich breiter aufgestellt und erzielt in diesem Bereich über die Hälfte der ausgewiesenen Umsätze.

Die Pixelpark AG erzielt etwa 3/4 der Umsätze im Bereich interaktiver Dienstleistungen wie der Konzipierung und der technischen Umsetzung der Internetauftritte von Kunden und zählt zu den direkten Mitbewerbern von SinnerSchrader.

Sapient ist eine international agierende Kreativagentur mit Schwerpunkt digitale Medien und Design, die darüber hinaus Beratungsleistungen im IT-Bereich anbietet.

AdLink vermarktet Internet-Werbeflächen und bietet digitale Marketingapplikationen an. Gemeinsam mit Tochterunternehmen ist die Gesellschaft in 10 europäischen Ländern tätig.

Basisdaten der Peer-Group-Analyse

Unternehmen	LW	Kurs in LW	MK in Mio. LW	EV in Mio. LW	EPS			EBIT		
					08e	09e	10e	08e	09e	10e
Adlink	EUR	5,00	131,0	183,1	0,38	0,48	0,62	15,80	20,63	24,70
Pixelpark	EUR	0,24	8,9	15,0	-0,07	0,03	0,08	n.a.	2,80	n.a.
Sapient	USD	4,18	525,3	379,6	0,49	0,61	0,67	53,00	58,30	72,30
Syzygy	EUR	2,85	34,4	49,4	0,28	0,37	0,45	4,92	6,30	7,37
SinnerSchrader	EUR	1,62	17,5	9,3	0,16	0,18	0,20	2,21	2,33	2,57

Tabelle 3; Quelle: SES Research, Bloomberg

Peer-Group SinnerSchrader

Unternehmen	LW	Kurs in LW	MK in Mio. LW	EV in Mio. LW	KGV			EV / EBIT		
					08e	09e	10e	08e	09e	10e
Adlink	EUR	5,00	131,0	183,1	13,16	10,53	8,03	11,59	8,88	7,41
Pixelpark	EUR	0,24	8,9	15,0	neg.	9,60	3,00	n.a.	5,35	n.a.
Sapient	USD	4,18	525,3	379,6	8,46	6,90	6,29	7,16	6,51	5,25
Syzygy	EUR	2,85	34,4	49,4	10,18	7,70	6,33	10,03	7,83	6,70
Mittelwert					10,60	8,68	5,91	9,59	7,14	6,45
Median					10,18	8,65	6,31	11,59	7,17	6,70
SinnerSchrader	EUR	1,62	17,5	9,3	10,06	9,00	8,10	4,20	3,99	3,61
Potenzial zum Mittelwert					5%	-4%	-27%	129%	79%	79%
Fairer Wert					1,71	1,56	1,18	2,66	2,26	2,25

Tabelle 4; Quelle: SES Research, Bloomberg

Auf Basis des KGV-Vergleichs erscheint die Aktie auf dem aktuellen Niveau im Verhältnis zu den Vergleichsunternehmen fair bewertet. Dieser Vergleich trägt jedoch nicht der Tatsache Rechnung, dass die SinnerSchrader eine Nettoliquidität von ca. EUR 9,1 Mio. aufweist, welches einem Wert von EUR 0,79 je Aktie entspricht.



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

Aus diesem Grund werden die EV/EBIT Multiplikatoren als Bewertungsmaßstab herangezogen, die eine deutliche Unterbewertung der Aktie in Bezug auf die Vergleichsunternehmen aufzeigen.

Auf Basis des EV/EBIT 2008 ergibt sich anhand des Peer Group Vergleiches ein fairer Wert von EUR 2,26 pro Aktie.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	-----------------	------------------------	------------

Positiver Newsflow erwartet:

- spot-media AG – Wachstumsimpuls durch Konsolidierung in Q1 und Q2
- Aktienrückkaufprogramm – Wiederaufnahme in Q1 2009
- Dividendenzahlung auch im GJ 2008/2009

Seit Ausbruch der Finanzmarktkrise zur Jahreshälfte 2008, hat der Kursverlauf der SinnerSchrader Aktie den Vergleichsindex, nicht zuletzt aufgrund des kontinuierlich positiven Newsflows, deutlich übertroffen. Der kommende Newsflow sollte weiter positiv sein und vor allem durch die folgenden Themen bestimmt werden.

spot-media AG – zusätzliches Wachstum durch Konsolidierung in Q1 und Q2

Mit einem geschätzten Jahresumsatz von mehr als EUR 3,3 Mio. und einer EBIT Marge von mehr als 15% hat sich die im Februar akquirierte spot-media AG seit der Übernahme äußerst positiv entwickelt. Das in den Top-Ten der wachstumsstärksten deutschen Agenturen gelistete Unternehmen sollte durch die Konsolidierung von 5 zusätzlichen Monaten in 2009 und die bis 2010 laufende Kooperation mit dem Großkunden Tchibo für einen positiven Wachstumsimpuls sorgen.

Aktienrückkaufprogramm – Wiederaufnahme in Q1 2009

Die SinnerSchrader AG hat am 15.10.2008 bekannt gegeben, das im Juli 2007 begonnene und zum 30. Juni 2008 ausgelaufene Aktienrückkaufprogramm wieder aufzunehmen. Neben der kursunterstützenden Wirkung ist der Ankauf der eigenen Aktien aufgrund des aktuellen Bewertungsniveaus klar wertschaffend und positiv zu bewerten.

Dividendenzahlung auch im GJ 2008/2009

Nach Vorlage der starken vorläufigen Jahreszahlen hat das Unternehmen bekräftigt, auch für das abgeschlossene Geschäftsjahr eine Dividende von EUR 0,12 pro Aktie ausschütten zu wollen und den Betrag aus dem steuerlichen Einlagenkonto zu bedienen. Auf aktuellem Kursniveau entspräche dies einer Dividendenrendite von ca. 8%.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Unternehmenshistorie

SinnerSchrader wurde 1996 von Oliver Sinner und Matthias Schrader gegründet. Das Unternehmen hat sich in dem damals entstehenden Markt für E-Commerce auf die Konzeption und Implementierung von Transaktions- und Kommunikationssystemen zur Nutzung des Internets als Vertriebsplattform konzentriert. Dafür wurde frühzeitig in den Aufbau der technischen Kompetenz und in die Entwicklung der nötigen Softwarelösungen investiert. Nicht zuletzt deswegen erhielt SinnerSchrader bereits zahlreiche Auszeichnungen für die konzipierten und erstellten E-Commerce-Lösungen.

Die Umwandlung in eine Aktiengesellschaft erfolgte im Jahre 1999 mit der anschließenden Börsennotierung zum Jahresende. Überkapazitäten, die während der Boomphase um die Jahrtausendwende aufgebaut wurden und der Einbruch der Branchenkonjunktur, führten bei SinnerSchrader zu einer unbefriedigenden Umsatz- und Ertragsentwicklung in den Folgejahren.

Zu Beginn 2004 nahm SinnerSchrader eine umfangreiche Reorganisation vor. In 2006 beendete das Unternehmen den Mietvertrag für die Büroräume, in denen SinnerSchrader bisher ansässig war und trennte sich somit von einem erheblichen Kostenfaktor aus den Zeiten des New-Economy-Booms. Einhergehend mit der anziehenden Branchenkonjunktur wurde so die Grundlage für eine stetige Verbesserung der Ertragslage geschaffen.

Anfang 2007 wurde das Unternehmen erneut umstrukturiert, mit dem Ziel die bislang nahezu unabhängig voneinander operierenden Gesellschaften unter einem Dach zu einen, um Synergieeffekte aus der Interaktion der einzelnen Kompetenzfelder zu heben und die Mitarbeiterauslastung zu verbessern.

Unternehmensstruktur

Die SinnerSchrader AG agiert als Holding für insgesamt fünf Gesellschaften:

Die **SinnerSchrader Deutschland GmbH** vereint alle Aktivitäten der Marke SinnerSchrader, die in der Hauptniederlassung in Hamburg sowie am Standort in Frankfurt erbracht werden.

Darüber hinaus hält das Unternehmen eine 100%-tige Beteiligung an der **spot-media AG** aus Hamburg. Das selbständig geführte Unternehmen fokussiert sich auf die laufende Pflege großer Internetauftritte sowie die Beratung, Konzeption und Umsetzung der Webpräsenzen und Internetanwendungen mittelständischer Unternehmen und ergänzt so das Dienstleistungsportfolio von SinnerSchrader komplementär.

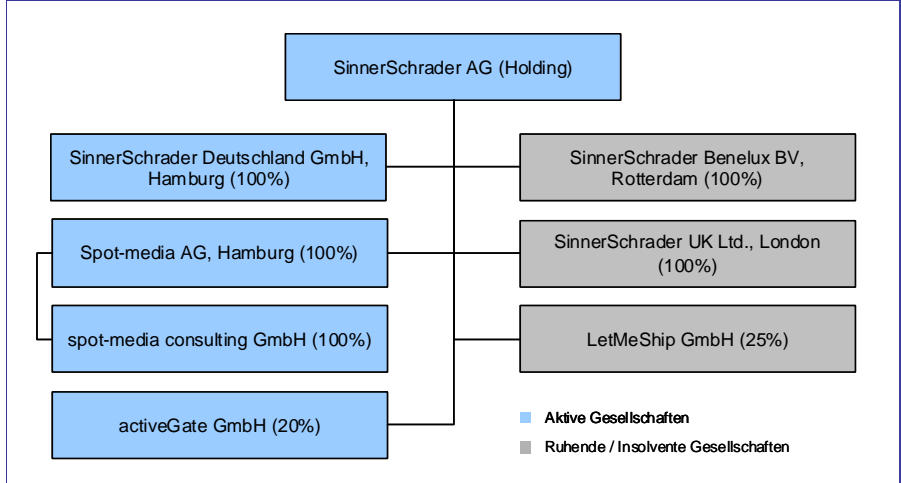
Im April 2008 hat sich SinnerSchrader im Rahmen einer Neugründung mit 20% an der **activeGATE GmbH** beteiligt – ein Unternehmen, das Software für internetbasierte Echtzeitdialoglösungen entwickelt und vertreibt. In Abhängigkeit von der Performance der Gesellschaft verfügt SinnerSchrader über die Option die activeGATE im Dezember 2008 zu übernehmen. Nach der vollen Abschreibung auf die bilanzierte Beteiligung zum Jahresabschluss 2007/2008, erscheint die Ausübung dieser Option als unwahrscheinlich.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Die SinnerSchrader Benelux BV und SinnerSchrader UK Ltd. sind Überbleibsel der Dotcom-Ära und operativ nicht mehr tätig.

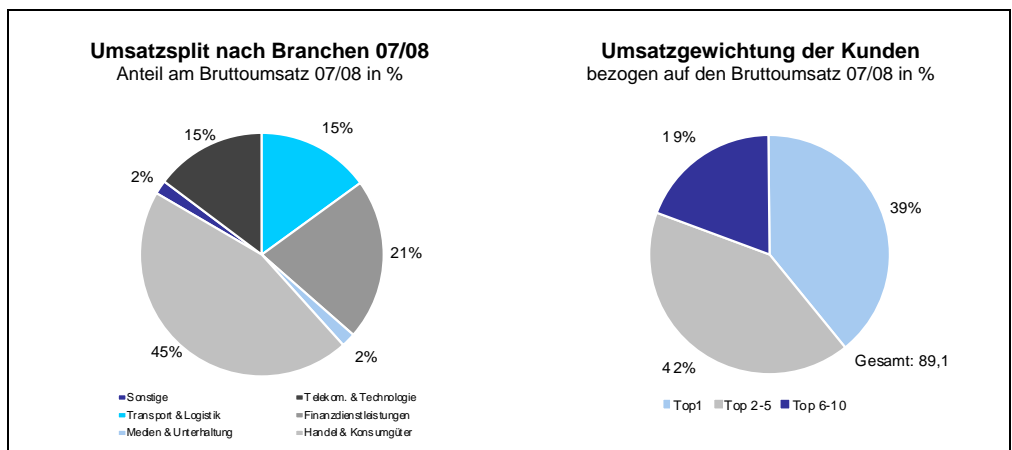
SinnerSchrader erzielt ausschließlich aus Deutschland heraus Umsätze. Die Gesellschaften in Holland und Großbritannien sind nicht mehr aktiv. Per 31.07.2008 waren insgesamt 241 Vollzeitkräfte im SinnerSchrader-Konzern angestellt – ca. 60 davon bei der spot-media AG.

Konzernstruktur



Quelle: SinnerSchrader AG

Dabei verteilen sich die Kunden auf die typischen Branchen wobei ein Schwerpunkt im Bereich Handel & Konsumgüter sowie Finanzdienstleistungen zu sehen ist. Wie im Agenturgeschäft üblich, erzielt auch die SinnerSchrader AG einen hohen Anteil der Umsätze mit vergleichsweise wenigen Kunden.



Quelle: SinnerSchrader, SES Research

Geschäftsfelder

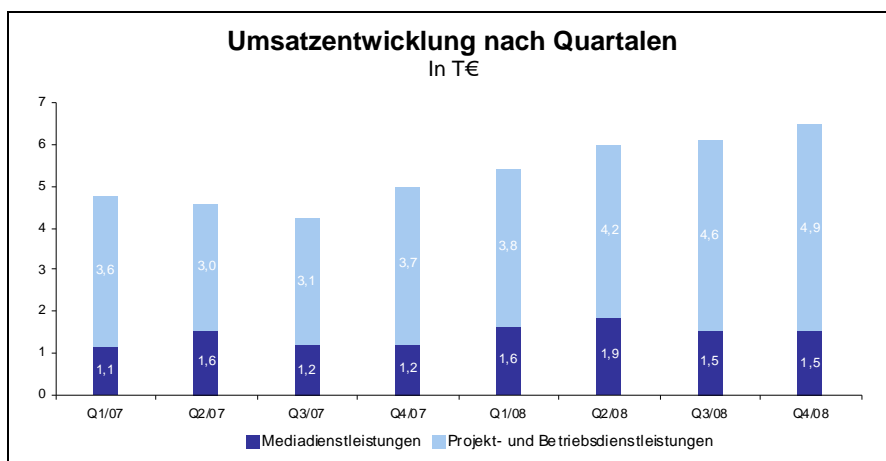
Die bisherige Ansiedlung von Interaktiv-Dienstleistern hinter den klassischen Werbeagenturen verändert sich zunehmend. Immer häufiger sind Online-Kampagnen nicht bloß Adaptionen einer ursprünglich auf klassische Werbeinstrumente ausgerichtete Kam-

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	-----------------------------------	------------

pagne. Ein Trend, der sich an der Umschichtung von Werbeetats in Richtung digitales Marketing beobachten lässt.

Mit der Verstärkung im kreativen Bereich durch den ehemaligen Springer & Jacoby Managers Laurent Burdin und Chris Wallon (BBDO) sowie der Neuaufstellung des operativen Geschäftes in 2007, hat SinnerSchrader diese Entwicklung frühzeitig antizipiert, um das Know-how für digitales und klassisches Marketing unter einem Dach zu vereinen. Aus diesem Grund wurde die ehemalige Aufspaltung des Geschäfts in separate Teilaktivitäten im Sinne von IAS 14 aufgehoben und lediglich in die drei Säulen Beratung, Kreation und Technologie reorganisiert.

Da SinnerSchrader etwa 30% der Umsätze mit der Vermarktung von Online-Werbung generiert, erfolgt zum Zwecke der besseren Transparenz eine Ausweisung der Bruttoumsätze nach Mediendienstleistungen und Projekt- und Betriebsdienstleistungen.



Management

Der Vorstand der SinnerSchrader AG besteht aus zwei Mitgliedern. Mit Matthias Schrader hat ein Gründungsmitglied und Großaktionär die Position des Vorstandsvorsitzenden inne. Herr Schrader verantwortet die Bereiche Vertrieb, Marketing und Strategie.

Zweites Mitglied des Vorstandes ist Thomas Dyckhoff, der für die Bereiche Controlling, Rechnungswesen, Personal und Investor Relations verantwortlich ist. In dieser Rolle ist Herr Dyckhoff dem Unternehmen bereits seit 1999 verbunden.

Der Aufsichtsrat des Unternehmens setzt sich aus drei Personen zusammen. Den Vorsitz hat Prof. Dr. Reinhard Pöllath, der in seiner Haupttätigkeit Rechtsanwalt in München ist und außerdem den Beisitz im Aufsichtsrat der Beiersdorf AG sowie der Tchibo GmbH inne hat.

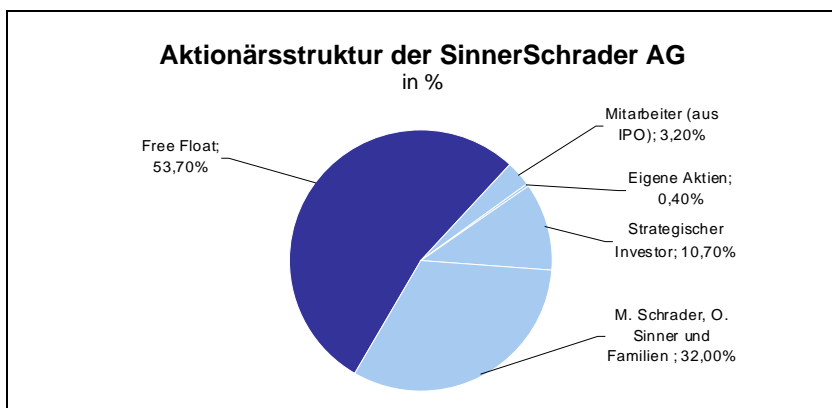
Sein Stellvertreter ist der Diplom-Kaufmann Dieter Heyde, der als Geschäftsführender Gesellschafter der SALT Solutions GmbH tätig ist – einem Unternehmen, das IT-Lösungen für die Systemintegration beispielsweise in der Automobilindustrie entwickelt.

Komplettiert wird das Kontrollorgan durch Prof. Cyrus Khazaeli, von der Berliner Technischen Kunstschule.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Aktionärsstruktur

53,7% der Gesellschaft befinden sich im Streubesitz. Mit insgesamt 32% sind wesentliche Anteile der SinnerSchrader AG im Eigentum der Gründer Oliver Sinner und Matthias Schrader und ihrer Familien. Weitere 3,2% entfallen auf Mitarbeiter, die vor dem Börsengang der Gesellschaft beteiligt wurden. Ein strategischer Investor und Kunde hält 10,7% der Aktien, während weitere 0,4% der Aktien bei der Gesellschaft liegen.



Grafik 10; Quelle: SinnerSchrader

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Gewinn- und Verlustrechnung SinnerSchrader

in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	14,3	15,8	18,6	24,2	26,0	27,8	30,4
Herstellungskosten	9,6	11,2	13,5	18,0	19,4	21,0	23,0
Bruttoergebnis	4,7	4,6	5,1	6,2	6,6	6,9	7,4
Forschung und Entwicklung	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Vertriebskosten	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4
Verwaltungskosten	3,0	2,9	2,8	2,7	2,8	2,9	3,0
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
EBITDA	0,7	1,2	1,5	2,8	3,0	3,3	3,6
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,5	0,6	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6
EBITA	0,2	0,6	1,0	2,3	2,5	2,7	3,0
Abschreibungen auf iAV	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	0,2	0,6	1,0	2,2	2,3	2,6	3,0
Zinserträge	0,0	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Zinsaufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	0,2	0,2	0,4	0,1	0,4	0,4	0,4
Gewöhnliches Vorsteuerergebnis aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,4	0,8	1,4	2,3	2,7	3,0	3,4
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	0,4	0,8	1,4	2,3	2,7	3,0	3,4
Steuern gesamt	-0,1	-0,4	0,4	0,7	0,9	0,9	1,1
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,5	1,2	1,0	1,6	1,8	2,0	2,3
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0,5	1,2	1,0	1,6	1,8	2,0	2,3
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	0,5	1,2	1,0	1,6	1,8	2,0	2,3
in % vom Umsatz	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Herstellungskosten	67,2%	70,9%	72,8%	74,4%	74,7%	75,3%	75,8%
Bruttoergebnis	32,8%	29,1%	27,2%	25,6%	25,3%	24,7%	24,2%
Forschung und Entwicklung	0,9%	0,4%	0,6%	0,2%	0,4%	0,4%	0,3%
Vertriebskosten	7,8%	7,0%	6,2%	5,0%	5,0%	4,7%	4,4%
Verwaltungskosten	20,9%	18,4%	15,1%	11,1%	10,8%	10,2%	9,9%
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,6%	0,5%	0,4%	0,2%	0,4%	0,4%	0,4%
EBITDA	5,0%	7,3%	7,8%	11,7%	11,6%	11,7%	12,0%
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,8%	3,5%	2,2%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITA	1,2%	3,8%	5,6%	9,5%	9,6%	9,7%	10,0%
Abschreibungen auf iAV	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,6%	0,5%	0,0%
Goodwill-Abschreibung	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	1,2%	3,8%	5,6%	9,2%	9,0%	9,2%	10,0%
Zinserträge	0,1%	1,2%	2,0%	1,5%	1,5%	1,4%	1,3%
Zinsaufwendungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Finanzergebnis	1,5%	1,5%	2,0%	0,4%	1,5%	1,4%	1,3%
Gewöhnliches Vorsteuerergebnis aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,8%	5,3%	7,6%	9,6%	10,4%	10,6%	11,3%
AO-Beitrag	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	2,8%	5,3%	7,6%	9,7%	10,4%	10,6%	11,3%
Steuern gesamt	-1,0%	-2,3%	2,1%	3,0%	3,3%	3,4%	3,6%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3,8%	7,5%	5,5%	6,7%	7,1%	7,2%	7,7%
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	3,8%	7,5%	5,5%	6,7%	7,1%	7,2%	7,7%
Minority interest	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss	3,8%	7,5%	5,5%	6,7%	7,1%	7,2%	7,7%

Quellen: SinnerSchrader (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Bilanz SinnerSchrader

in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,1	0,2	3,0	2,9	2,7	2,7
davon übrige imm. VG	0,1	0,1	0,2	0,4	0,3	0,1	0,1
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	2,6	2,6	2,6	2,6
Sachanlagen	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	1,0	1,1	1,2	4,1	4,0	3,8	3,8
Vorräte	0,2	0,4	0,8	1,2	1,3	1,4	1,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,6	2,8	4,0	4,8	5,0	5,3	5,8
Sonstige Vermögensgegenstände	0,5	0,7	0,4	0,7	0,7	0,7	0,7
Liquide Mittel	10,6	10,0	10,5	9,1	9,2	9,5	10,1
Umlaufvermögen	12,8	13,9	15,6	15,8	16,2	16,9	18,0
Bilanzsumme	13,7	15,1	16,8	19,9	20,1	20,7	21,8
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5
Kapitalrücklage	17,6	17,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	-2,4	-2,2	-1,7	-1,1	-0,1
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-18,8	-17,6	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
Eigenkapital der Aktionäre	10,3	11,5	12,6	12,9	13,2	13,8	14,8
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	10,3	11,5	12,6	12,9	13,2	13,8	14,8
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	1,9	1,8
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,8	1,2	1,7	2,4	2,6	2,7	3,0
Sonstige Verbindlichkeiten gesamt	1,1	0,6	0,7	2,4	2,2	2,2	2,2
Verbindlichkeiten	3,4	3,5	4,2	7,0	6,9	6,9	7,0
Bilanzsumme	13,7	15,1	16,8	19,9	20,1	20,7	21,8

Quellen: SinnerSchrader (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Bilanz SinnerSchrader

in % der Bilanzsumme	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,7%	0,7%	1,0%	15,2%	14,3%	13,2%	12,6%
davon übrige imm. VG	0,7%	0,7%	1,0%	2,2%	1,4%	0,7%	0,7%
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0%	0,0%	0,0%	13,0%	12,9%	12,5%	11,9%
Sachanlagen	6,4%	6,8%	5,9%	5,4%	5,4%	5,2%	5,0%
Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anlagevermögen	7,1%	7,5%	6,9%	20,6%	19,7%	18,5%	17,5%
Vorräte	1,2%	2,7%	4,6%	6,2%	6,5%	6,8%	6,9%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	11,3%	18,4%	23,6%	24,2%	24,9%	25,6%	26,6%
Sonstige Vermögensgegenstände	3,5%	4,9%	2,6%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%
Liquide Mittel	77,2%	66,3%	62,3%	45,5%	45,7%	46,1%	46,1%
Umlaufvermögen	93,2%	92,2%	93,1%	79,4%	80,4%	81,7%	82,7%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	84,3%	76,4%	68,7%	57,9%	57,4%	55,8%	52,9%
Kapitalrücklage	128,4%	116,5%	21,5%	18,1%	17,9%	17,4%	16,5%
Gewinnrücklagen	0,0%	0,0%	-14,6%	-11,0%	-8,6%	-5,2%	-0,5%
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-137,3%	-116,6%	-0,9%	-0,1%	-1,1%	-1,0%	-1,0%
Eigenkapital der Aktionäre	75,4%	76,4%	74,7%	64,9%	65,7%	66,9%	68,0%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigenkapital	75,4%	76,4%	74,7%	64,9%	65,7%	66,9%	68,0%
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rückstellungen gesamt	10,7%	11,3%	10,7%	11,3%	10,4%	9,4%	8,3%
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	5,9%	8,2%	10,0%	11,8%	12,8%	13,0%	13,8%
Sonstige Verbindlichkeiten gesamt	8,4%	3,9%	4,3%	12,0%	11,1%	10,8%	10,3%
Verbindlichkeiten	24,9%	23,4%	25,1%	35,1%	34,3%	33,3%	32,3%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quellen: SinnerSchrader (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Kapitalflussrechnung SinnerSchrader

in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,5	1,2	1,0	1,6	1,8	2,0	2,3
Abschreibung Anlagevermögen	0,5	0,6	0,4	0,8	0,5	0,6	0,6
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,1	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,4	0,2	0,1	0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,1	-0,3	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	1,3	1,7	2,1	2,9	2,4	2,5	2,8
Veränderung Vorräte	0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Veränderung Forderungen aus L+L	0,2	-1,2	-1,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,5
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,6	0,1	0,1	0,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	1,1	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	1,5	-1,5	-1,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,3
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	2,8	0,2	0,9	2,8	2,2	2,3	2,5
CAPEX	-0,2	-0,8	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	-1,8	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-0,2	-0,8	-0,4	-2,5	-0,5	-0,6	-0,6
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4
Erwerb eigener Aktien	1,7	0,0	0,0	-0,3	-0,2	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-20,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-19,0	0,0	0,0	-1,6	-1,6	-1,4	-1,4
Veränderung liquide Mittel	-16,5	-0,6	0,4	-1,3	0,1	0,4	0,5
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	10,6	10,0	10,4	9,2	9,2	9,5	10,1

Quellen: SinnerSchrader (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen						
Kennzahlen SinnerSchrader												
						2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Operative Effizienz												
Operativer Aufwand / Umsatz (%)						29,1%	25,3%	21,6%	16,1%	15,8%	14,9%	14,3%
Umsatz pro Mitarbeiter (TEUR)						108	123	128	112	106	111	117
EBITDA pro Mitarbeiter (TEUR)						5	9	10	13	12	13	14
EBIT-Marge (%)						1,2%	3,8%	5,6%	9,2%	9,0%	9,2%	10,0%
EBITDA / Operating Assets (%)						48,5%	42,8%	40,1%	64,7%	66,3%	67,9%	71,4%
ROA (%)						55,9%	104,6%	88,4%	39,1%	46,6%	52,7%	61,1%
Kapitaleffizienz												
Umschlag des Sachanlagevermögens						16,4	15,4	18,8	22,3	24,0	25,7	28,1
Operativer Kapitalumschlag						9,7	5,9	5,1	5,5	5,7	5,8	6,0
Umschlag des eingesetzten Kapitals						1,2	1,2	1,3	1,6	1,7	1,8	1,8
Kapitalverzinsung												
ROCE (%)						1,7%	4,8%	7,6%	15,0%	15,3%	16,5%	18,7%
EBITDA / Durchschn. Capital Employed (%)						6,9%	9,2%	10,5%	19,1%	19,7%	20,9%	22,5%
ROE (%)						5,3%	10,3%	8,1%	12,4%	13,9%	14,5%	15,8%
Jahresüberschuss / Durchschn. Eigenkapital (%)						5,9%	10,9%	8,4%	12,6%	14,1%	14,9%	16,3%
Bereinigter Jahresüberschuss / Durchschn. Eigenkapital (%)						5,9%	10,9%	8,4%	12,6%	14,1%	14,9%	16,3%
ROIC (%)						4,6%	8,9%	7,0%	10,3%	11,7%	12,4%	13,8%
Solvenz												
Nettoverschuldung zum Jahresende						-10,6	-10,0	-10,5	-9,1	-9,2	-9,5	-10,1
Net Gearing (%)						-102,3%	-86,8%	-83,3%	-70,2%	-69,5%	-68,9%	-67,9%
Eigenkapital / Zinstragende Verbindlichkeiten (%)						-	-	-	-	-	-	-
Current Ratio						6,6	7,6	6,5	3,3	3,4	3,4	3,4
Acid Test Ratio						3,7	3,8	3,5	2,1	2,2	2,3	2,3
EBITDA / Zinsaufwand						-	-	-	-	-	-	-
Zinsdeckung						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalfluss												
Free Cash Flow (Mio. EUR)						2,6	-0,6	0,5	2,4	1,7	1,7	1,9
Free Cash Flow / Umsatz (%)						17,9%	-3,6%	2,4%	9,8%	6,5%	6,2%	6,2%
Adj. Free Cash Flow (Mio. EUR)						0,5	0,9	1,1	2,2	2,5	2,7	3,1
Adj. Free Cash Flow / Umsatz (%)						3,3%	5,6%	6,9%	6,9%	6,3%	6,4%	6,5%
Free Cash Flow / Jahresüberschuss (%)						470,1%	-47,9%	44,4%	147,2%	91,1%	85,9%	80,7%
Zinsertrag / durchschn. Liquide Mittel (%)						0,1%	1,8%	3,6%	3,8%	4,2%	4,2%	4,1%
Zinsaufwand / durchschn. zinstragende Verbindl. (%)						-	-	-	-	-	-	-
Dividend Payout Ratio (%)						0,0%	0,0%	134,7%	85,2%	74,4%	68,1%	58,7%
Mittelverwendung												
Sachanlageinvestitionen / Umsatz (%)						1,6%	4,8%	2,4%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Erhaltungsinvestitionen / Umsatz (%)						1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,9%	1,9%	1,9%
Capex / Abschreibungen (%)						42,5%	138,4%	106,6%	75,4%	76,5%	81,1%	100,0%
Durchschn. Working Capital / Umsatz (%)						7,8%	7,2%	11,6%	12,3%	13,0%	12,9%	12,7%
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL(%)						193,8%	223,8%	234,7%	204,8%	195,0%	196,3%	193,3%
Inventory processing period (Tage)						84	38	24	19	20	20	20
Receivables collection period (Tage)						40	64	78	73	70	70	70
Payables payment period (Tage)						20	29	33	36	36	36	36
Cash Conversion Cycle (Tage)						103	74	69	57	54	54	54
Bewertung												
Kurs / Buchwert						1,8	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2
EV / Umsatz						0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
EV / EBITDA						11,0	7,3	5,5	3,3	3,1	2,7	2,3
EV / EBIT						44,5	14,1	7,7	4,2	4,0	3,5	2,8
EV / Free Cash Flow						3,1	-14,8	17,7	4,0	5,5	5,2	4,5
KGV						32,4	16,2	18,0	11,6	10,1	9,0	8,1
Kurs / Cash Flow						6,6	95,7	20,7	6,5	8,4	8,1	7,4

Quellen: SinnerSchrader (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

DCF Modell - SinnerSchrader

Angaben in Mio. EUR	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	26,0	27,8	30,4	33,1	35,7	38,2	40,5	42,6	44,3	46,3	47,6	48,8	49,8	50,8
Veränderung	7,6%	7,1%	9,1%	9,0%	8,0%	7,0%	6,0%	5,0%	4,0%	4,5%	3,0%	2,5%	2,0%	2,0%
EBIT	2,3	2,6	3,0	3,3	3,6	3,6	3,9	4,0	4,0	4,2	4,1	4,2	4,0	4,1
EBIT-Marge	9,0%	9,2%	10,0%	10,0%	10,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,0%	9,0%	8,5%	8,5%	8,0%	8,0%
Steuerquote	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%
NOPAT	1,6	1,7	2,1	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8	2,7	2,8
Abschreibungen	0,7	0,7	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
in % vom Umsatz	2,6%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1
- Investitionen	-0,5	-0,6	-0,6	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Investitionsquote	2,0%	2,0%	2,0%	2,5%	2,4%	2,3%	2,2%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	1,6	1,6	1,8	1,8	1,9	2,0	2,2	2,4	2,5	2,6	2,6	2,7	2,6	2,6

Modellparameter

Fremdkapitalquote	0,00%	Beta	1,40
Fremdkapitalzins	n.a.	WACC	11,35%
Marktrendite	9,25%		
Risikofreie Rendite	4,00%	Ewiges Wachstum	2,00%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2022	14,4
Terminal Value	6,4
Verbindlichkeiten	0,0
Liquide Mittel	9,1
Eigenkapitalwert	29,9
Aktienzahl (Mio.)	11,40
Wert je Aktie (EUR)	2,62

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

WACC	Ewiges Wachstum						WACC	Delta EBIT-Marge							
	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%		2,75%	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
12,35%	2,41	2,42	2,43	2,44	2,45	2,46	2,48	2,13	2,24	2,34	2,44	2,54	2,65	2,75	
11,85%	2,49	2,50	2,51	2,53	2,54	2,55	2,57	2,20	2,31	2,42	2,53	2,64	2,74	2,85	
11,60%	2,54	2,55	2,56	2,57	2,59	2,60	2,62	2,24	2,35	2,46	2,57	2,68	2,80	2,91	
11,35%	2,58	2,59	2,61	2,62	2,64	2,65	2,67	11,35%	2,28	2,39	2,51	2,62	2,74	2,85	2,96
11,10%	2,63	2,64	2,66	2,67	2,69	2,71	2,73	2,32	2,44	2,56	2,67	2,79	2,91	3,03	
10,85%	2,68	2,69	2,71	2,73	2,75	2,77	2,79	10,85%	2,37	2,49	2,61	2,73	2,85	2,97	3,09
10,35%	2,79	2,81	2,83	2,85	2,87	2,89	2,92	10,35%	2,46	2,59	2,72	2,85	2,98	3,10	3,23

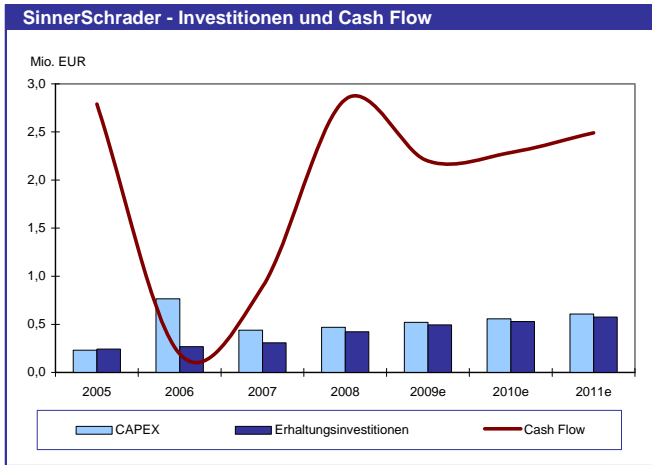
Quelle: SES Research

Free Cash Flow Yield - SinnerSchrader

Angaben in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e	
Jahresüberschuss	0,5	1,2	1,0	1,6	1,8	2,0	2,3	
+ Abschreibung + Amortisation	0,5	0,6	0,4	0,6	0,7	0,7	0,6	
- Zinsergebnis (netto)	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	
+ Steuern	-0,1	-0,4	0,4	0,7	0,9	0,9	1,1	
- Erhaltungsinvestitionen	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Adjustierter Free Cash Flow	0,5	0,9	1,1	2,2	2,5	2,7	3,1	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	6,0%	10,4%	14,3%	23,1%	27,1%	30,6%	36,4%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
= Enterprise Value	7,9	8,5	8,0	9,4	9,3	8,9	8,4	
= Fairer Enterprise Value	4,8	8,8	11,5	21,7	25,1	27,3	30,6	
- Nettoverschuldung (Cash)	-10,6	-10,0	-10,5	-9,1	-9,2	-9,5	-10,1	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Faire Marktkapitalisierung	15,3	18,8	21,9	30,8	34,3	36,8	40,7	
Aktienanzahl (Mio.)	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	1,34	1,65	1,92	2,70	3,01	3,23	3,57	
Premium (-) / Discount (+) in %	-17,0%	2,0%	18,7%	66,7%	85,8%	99,4%	120,3%	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	13,0%	1,25	1,47	1,69	2,26	2,50	2,68	2,95
	12,0%	1,27	1,52	1,75	2,38	2,64	2,83	3,12
Fairer	11,0%	1,31	1,58	1,83	2,53	2,81	3,01	3,32
Free Cash Flow	10,0%	1,34	1,65	1,92	2,70	3,01	3,23	3,57
Yield	9,0%	1,39	1,74	2,03	2,91	3,25	3,50	3,87
	8,0%	1,45	1,85	2,17	3,18	3,56	3,83	4,24
	7,0%	1,52	1,98	2,35	3,52	3,95	4,26	4,72

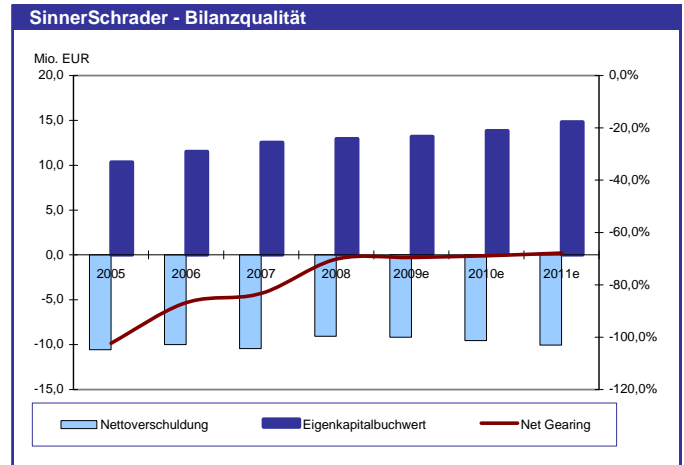
Quellen: SinnerSchrader (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------



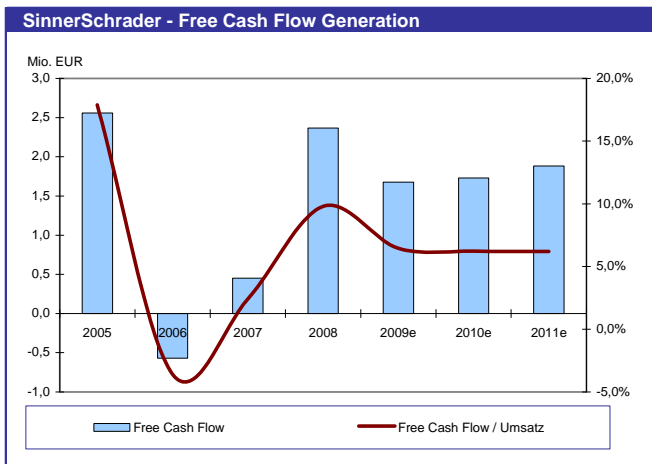
Quellen: SinnerSchrader (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Erhöhte CAPEX in 2006 durch Verlagerung der Firmenzentrale
- Erhaltungsinvestitionen bei ca. 2% des Umsatzes (hauptsächlich für BGA)



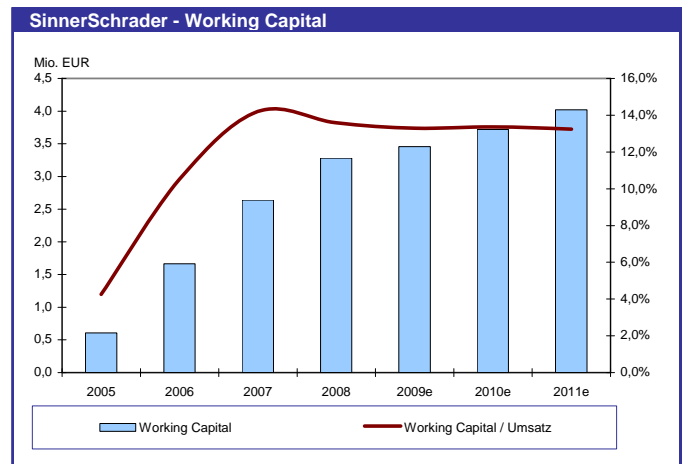
Quellen: SinnerSchrader (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Kontinuierlich verbesserte Geschäftsentwicklung führt sukzessiven Anstieg des EK
- Negative Nettoverschuldung veranschaulicht hohen Cash Bestand



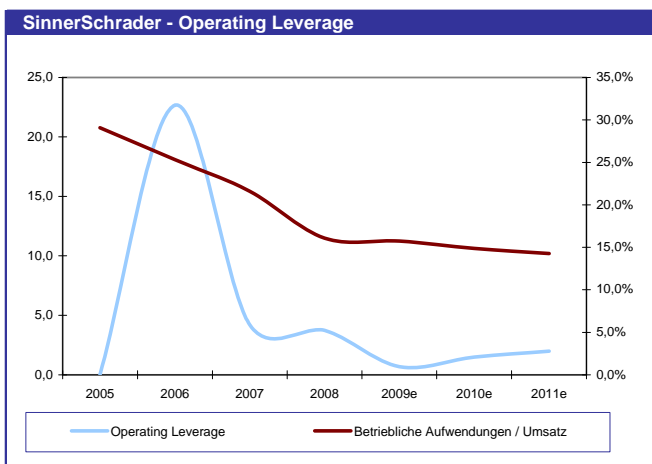
Quellen: SinnerSchrader (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Free Cash Flow Rückgang in 2006 durch Investition im Rahmen des Umzuges
- Anstieg in 2008 durch starke Geschäftsentwicklung und Rückgang der WC-Quote



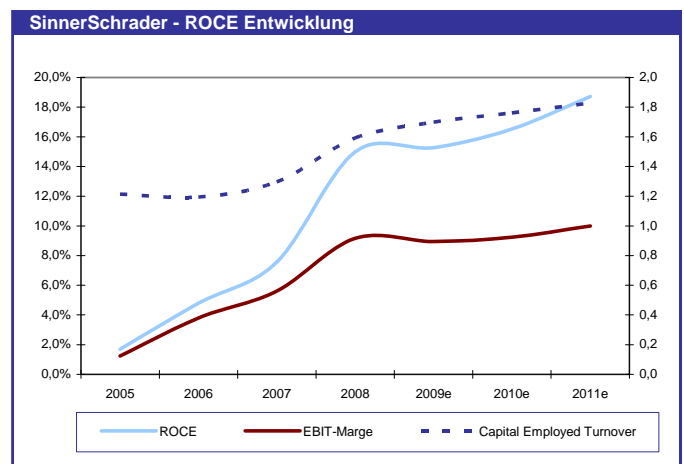
Quellen: SinnerSchrader (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Niedrige WC-Quote in 2005 durch umstrukturierungsbedingt niedrigen Forderungsbestand
- Projektgeschäft führt zu stichtagsbezogenen Schwankungen der WC-Quote



Quellen: SinnerSchrader (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Hoher Operating Leverage in 2006 durch niedrige Ertragslage in 2005
- Unterproportionale Entwicklung der betr. Aufwendungen wesentlicher Ergebnishebel



Quellen: SinnerSchrader (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- ROCE Entwicklung verdeutlicht die hohe Unternehmensqualität
- Deutlicher Margensprung in 2008 durch die Akquisition von spot-media

Der Rechtshinweis sowie aktualisierte Veröffentlichungen gemäß § 34b WpHG und FinAnV bezüglich des/der hier analysierten Wertpapiers/Wertpapiere können im Internet unter der Adresse <http://www.mmwarburg.com/research/disclaimer/disclaimer.htm> abgerufen werden. Der Rechtshinweis und die Veröffentlichungen sind Bestandteil dieser Analyse und sollten bei Entscheidungen, die auf dieser Analyse beruhen, berücksichtigt werden.

Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der SES Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die SES Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der SES Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können 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 Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der SES Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

K Kaufen: Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.

H Halten: Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.

V Verkaufen: Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.

“-“ Empfehlung ausgesetzt: Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

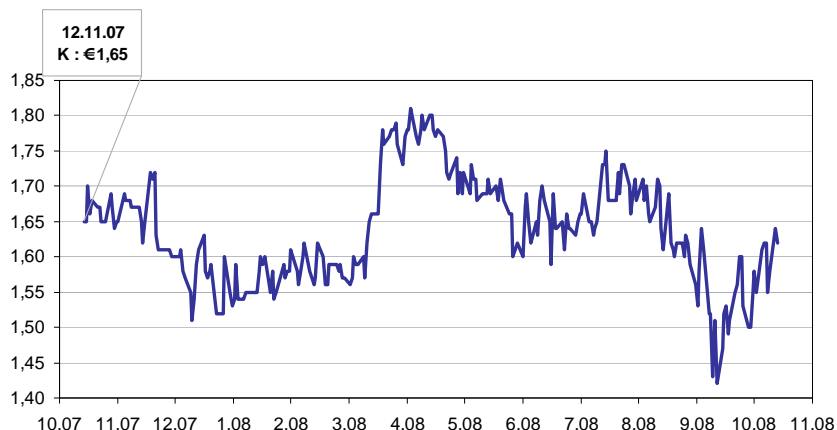
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	116	57%
Halten	60	29%
Verkaufen	15	7%
Empf. ausgesetzt	14	7%
Gesamt	205	

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	81	63%
Halten	32	25%
Verkaufen	8	6%
Empf. ausgesetzt	7	5%
Gesamt	128	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
SinnerSchrader (SZZG.DE) am 11.11.08**



Die Kästchen oben in der Kurs- und Empfehlungs-Historie zeigen an, zu welchem Zeitpunkt welche Empfehlung durch SES Research GmbH ausgesprochen wurde. Jedes Kästchen zeigt den Xetra-Schlusskurs des Datums an, an welchem der Analyst eine geänderte Empfehlung publiziert hat. Eine Ausnahme bildet das erste Kästchen; es steht entweder für die aktuelle Empfehlung zu Beginn des angezeigten Zeitraums oder für die erste Empfehlung bei Aufnahme der Coverage innerhalb dieses Zeitraums.

Quellen: Factset (Kurse) / SES Research (Empfehlungen)