

## Kurzanalyse

### Analysten:

Michael Vara, Tel.: 069 / 71 91 838-41, michael.vara@bankm.de

Daniel Großjohann, Tel.: 069 / 71 91 838-42 daniel.grossjohann@bankm.de

**Fair Value € 35,00**

**Kaufen**

## Konjunkturunabhängiges Wachstum

Die endgültigen Geschäftszahlen der SNP übertrafen die ohnehin sehr starken vorläufigen Zahlen leicht. 2008 wird sich das Wachstum fortsetzen, unsere Umsatzerwartung, die etwa in der Mitte des vom Unternehmen gegebenen Ausblickes liegt, stufen wir als konservativ ein. Das Wachstum geht mit Margensteigerungen einher. Dementsprechend haben wir unser Modell angepasst. Mit einem 2008er EV/EBIT von 6,5 ist die SNP-Aktie trotz der starken Kursentwicklung seit Jahresanfang weiterhin günstig. Die vorgeschlagene Dividende von € 1,00 (Vj.: € 0,50) entspricht bei gegenwärtigem Kursniveau einer Dividendenrendite von 4,4%. Auch die Free Cash-Flow Bewertung impliziert ein deutliches Kurspotenzial. Wir empfehlen die SNP-Aktie mit einem Kursziel von € 35,00 weiter zum Kauf.

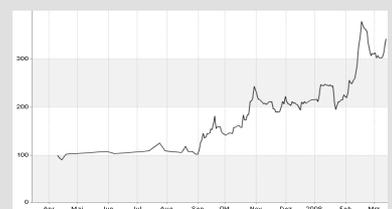
- Der starke Umsatzanstieg um über 60% auf € 16,9 Mio. (Vorjahr: € 10,4 Mio.) ist überwiegend auf organisches Wachstum (+36%) zurückzuführen. Dabei konnte zudem die EBIT-Marge auf knapp 17,6% (Vj.: 9,6%) ausgebaut werden. Hieraus resultiert ein EBIT von € 2,97 Mio. (Vj.: € 0,99 Mio.). Wir führen die Margensteigerung in erster Linie auf die gestiegenen Softwareerlöse zurück. Nach einem Gespräch mit dem Management sind wir davon überzeugt, dass SNP seinen Wachstumskurs fortsetzen wird und der steigende Softwareanteil (20% bis 2009) ein nachhaltiges EBIT-Margenniveau von 18% ermöglichen wird. Im Februar 2008 überstieg der Auftragsbestand der SNP den Vorjahreswert um nahezu das Dreifache.
- Konjunkturunabhängigkeit. Durch die Fokussierung auf den SHK- (Standardisierung-Harmonisierung-Konsolidierung)-Markt unterliegt das Geschäftsmodell der SNP nicht oder nur in geringem Maße konjunkturellen Schwankungen. Großunternehmen unterliegen permanenten Veränderungsprozessen, die in der IT-Landschaft abgebildet werden müssen. In Boomphasen sind Akquisitionen, in Phasen des Abschwungs Restrukturierungen die Haupttreiber des SHK-Marktes. Insofern ist es keine Überraschung, dass SNP weiter über volle Auftragsbücher verfügt.

Kennzahlen	2008	2009	2010
EV/Umsatz	1,17	0,86	0,60
EV/EBITDA	5,62	4,12	2,90
EV/EBIT	6,49	4,76	3,35
P/E bereinigt	10,3	8,0	6,2
Preis/Buchwert	3,35	2,67	2,09
Preis/FCF	8,33	6,47	5,07
ROE	38%	38%	37%
Dividendenrendite	4,9%	5,8%	7,5%
<b>Anzahl Aktien</b> (Mio. Stück)			1,125
<b>Market Cap.</b> (Mio. €)			25,43
<b>Free Float</b>			29%
<b>WKN</b>			720370
<b>ISIN</b>			DE0007203705
<b>Bloomberg</b>			SHF:GR
<b>Branche</b>			Software/IT
<b>Rechnungslegung</b>			IFRS
<b>Geschäftsjahr</b>			31.12.

## Ergebniskennzahlen

Jahr	Umsatz	EBITDA	EBIT	EBT	ber. JÜ	ber. EPS	DPS	EBIT Marge	Netto Marge
2005	11,85	1,51	1,33	1,41	0,58	0,51	0,30	11,2%	4,9%
2006	10,38	1,27	1,00	1,13	0,67	0,59	0,50	9,7%	6,4%
2007	16,88	3,43	2,97	3,13	1,56	1,39	1,00	17,6%	9,2%
2008	20,75	4,31	3,73	3,95	2,46	2,19	1,10	18,0%	11,8%
2009	25,94	5,39	4,67	4,99	3,19	2,84	1,30	18,0%	12,3%

Quelle: BankM-Research



SNP AG (Xetra)  
Quelle: Deutsche Börse AG

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Diese Studie wurde aufgrund eines Mandatsverhältnisses im Auftrag des Emittenten erstellt, der Gegenstand der Studie ist. BankM – Repräsentanz der bfw AG ist Designated Sponsor der Aktie und hält in diesem Zusammenhang regelmäßig Wertpapierpositionen des Emittenten. Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden und die Kurse der Wertpapiere können steigen oder fallen. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Anleger handeln auf eigenes Risiko.

- **Softwareerlöse.** Mit Hilfe der im September 2007 beschlossenen Vertriebskooperation mit SAP stiegen die Softwareerlöse deutlich (von € 0,5 Mio. in 2006 auf € 1,9 Mio. in 2007), der Umsatzanteil lag damit bei rund 11,6%. Hintergrund der stark gestiegenen Softwareumsätze war die Verschmelzung der SNP-Lösung „Data Distillery“ mit dem SAP Test Data Migration Server (SAP TDMS). Durch die Vertriebsstärke der SAP ließ sich der Absatz der Lösungen deutlich beschleunigen. Starke konjunkturelle Schwankungen ist der Einsatz der Softwarelösung SAP TDMS nicht unterworfen. Die Testdatengenerierung stellt einen permanent wiederkehrenden Prozess bei den Kunden dar und lässt sich mit der TDMS Lösung rechtssicher und kostengünstiger bewerkstelligen als beispielsweise über die Duplizierung der Produktivdaten. Bereits 2009 sollte der Softwareanteil der SNP einen Umsatzanteil von 20% verantworten. Die eigenentwickelte Software der SNP ist so konzipiert, dass sie prinzipiell von allen SAP-Großkunden sinnvoll eingesetzt werden kann.
- **Beratungserlöse.** Bei den Beratungserlösen konnte SNP 2007 ein deutliches Umsatzwachstum auf € 14,9 Mio. (+50,5%) verzeichnen. Auch das Beratungsgeschäft ist nur unterdurchschnittlich von konjunkturellen Schwankungen betroffen, so dass wir auch in den kommenden Jahren mit Umsatzzuwächsen in einer Größenordnung von 20% jährlich rechnen. Herausforderung für SNP ist es den riesigen SHK-Markt mit der eigenen technologisch überlegenen Methodik zu penetrieren. Im vergangenen Jahr wurden zusätzliche Berater eingestellt, die Zahl der Mitarbeiter hat sich auf 135 (Vorjahr: 100) erhöht.
- **Möglichkeiten im SHK-Markt noch wenig bekannt.** Neben SNP beherrscht nur SAP selbst die effiziente Umsetzung von SHK-Vorhaben auf Datenbankebene. Alle übrigen Anbieter begegnen den SHK-Erfordernissen ihrer Kunden mit Umstellungen auf der Anwenderebene. Durch gezielte Pressearbeit und verstärktes Marketing soll die neue Methode bekannter gemacht werden. Mit Hilfe der neuen Methode können Fehlerquellen eliminiert werden und die anfallenden Beratungskosten werden kalkulierbarer, darüber hinaus ist die Umstellung auf Datenbankebene weniger zeitintensiv. Sie trägt somit im Sinne der SAP zu einer gesteigerten Nutzerzufriedenheit der SAP-Kunden bei. SNP selbst kann von der durch SAP auf den SHK-Markt gerichteten Aufmerksamkeit profitieren.
- **Mittelfristige Strategie.** Beraterkapazitäten stellen seit jeher einen Engpass dar. SNP begegnet dem einerseits mit der Ausbildung eigener Mitarbeiter. Die zweite Strategie besteht im produktisieren wiederkehrender Dienstleistungen im SHK-Markt. Denkbar ist beispielsweise, dass Kunden für einfache, wiederkehrende Aufgaben eine Software-Suite von SNP erwerben können. Beraterkapazitäten könnten dann in anspruchsvolleren Bereichen eingesetzt werden.
- **Aktionärsfreundliche Ausschüttungspolitik.** Wie bereits im vergangenen Jahr lässt die Gesellschaft die Aktionäre über eine attraktive Ausschüttung am Erfolg des Geschäftsmodells teilhaben. Die Dividende wurde auf € 1,00 erhöht (Vj.: € 0,50), was bei gegenwärtigen Kursniveaus immer noch einer Dividendenrendite von 4,4% entspricht.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# SNP AG

18. März 2008

## Bewertung

### Free Cash-Flow-Bewertung

Bei der Free Cash-Flow Bewertung sind wir von konservativen Annahmen ausgegangen. Mit einem erwarteten 2008er Umsatz von € 20,75 Mio. liegen wir in der Mitte des vom Unternehmen kommunizierten Ausblicks. Das Margenniveau von 2008 (18%) haben wir auch in den Jahren bis 2012 unterstellt, obwohl durch die Produktisierung (die Umsetzung wiederkehrender Dienstleistungen in für den Kunden erwerbbar Softwareprodukte) mit zunehmendem Softwareanteil zu rechnen sein dürfte. Für die Jahre nach 2012 haben wir aus Gründen der Vorsicht mit geringeren Margenniveaus gerechnet.

Aufgrund der weiter eher geringen Marktkapitalisierung und der noch geringen Handelsumsätze in der Aktie haben wir ein Beta von 1,7 unterstellt. Die langfristige Wachstumsrate ab 2016 haben wir auf 1% festgelegt. Der risikolose Zinssatz liegt bei 5%, der für SNP relevante Spread beträgt 1%, die Risikoprämie liegt ebenfalls bei 5%. Aus diesen Annahmen errechnen sich Eigenkapitalkosten von 14,5%. Aus der Kapitalstruktur resultieren somit gewichtete Kapitalkosten (WACC) von 9,4%.

Gemäß unseren Annahmen ergibt sich für die SNP Aktie ein Fairer Wert von € 52,50. Gegenüber dem gegenwärtigen Kurs impliziert dies ein Aufwärtspotenzial von 132%.

**Konservative  
Schätzungen**

**Beta von 1,7; WACC  
bei 9,4%**

**FCF-Modell: Fairer  
Wert pro Aktie bei  
€ 52,50**

### Tabelle 01: FCF-Bewertung

	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Umsatz	20,749	25,936	32,420	38,904	46,685	51,353	56,489	62,137	68,351	75,186
EBITDA	4,312	5,390	6,737	8,084	9,701	10,671	11,738	12,912	14,204	15,624
EBITDA-Marge	20,8%	20,8%	20,8%	20,8%	20,8%	20,8%	20,8%	20,8%	20,8%	20,8%
EBIT	3,735	4,668	5,836	7,003	8,403	8,571	9,000	9,450	10,111	10,819
EBIT-Marge	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	16,7%	15,9%	15,2%	14,8%	14,4%
Steuern	1,100	1,374	1,718	2,101	2,521	2,571	2,700	2,835	3,033	3,246
+ Abschreibungen	0,577	0,721	0,901	1,082	1,298	2,100	2,739	3,462	4,092	4,805
- Investitionen	0,737	0,922	1,152	1,352	1,622	2,625	3,423	4,328	5,115	6,006
- Veränderung Working Capital	0,050	0,068	0,085	0,101	0,122	0,134	0,147	0,162	0,178	0,196
Operativer Cash flow	2,424	3,026	3,782	4,530	5,436	5,341	5,468	5,587	5,877	6,176
Diskontierungsfaktor	0,914	0,836	0,764	0,699	0,639	0,584	0,534	0,488	0,446	0,408
Wert operativer Cash Flow heute	2,217	2,529	2,891	3,165	3,473	3,120	2,920	2,728	2,623	2,521
Kum. Wert der operativen CF	28,187									
Barwert des Restwertes	30,100									
Unternehmenswert	58,287									
- Nettoverschuldung	-4,077									
- Anteile Dritter	3,286									
Wert des Eigenkapitals	59,077									
Fairer Wert je Aktie in €	52,51									
Kurspotential in %	132,4%									
WACC	9,4%									
Langfristige Wachstumsrate	1,0%									

Quelle: BankM-Research

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

**Vergleichsunternehmen: IT-Dienstleister mit und ohne SAP-Bezug**

**Peer Group-Bewertung**

Zur Peer Group Bewertung der SNP haben wir ausschließlich kleine IT-Beratungshäuser ausgewählt, die teilweise wie SNP über eine eigene Softwarelösung verfügen. Neben Unternehmen mit starkem SAP-Bezug haben wir in der Peer Group auch andere kleinere Unternehmen aus dem Bereich IT-Dienstleistungen berücksichtigt.

**Tabelle 02: Peer Group Vergleich**

	Marktkap. in € Mio.	P/E 2008e	EV/Sales 2008	EV/EBITDA 2008	EV/EBIT 2008
AC-Service	23,8	8,30	0,36	4,17	9,45
GFT	73,4	7,54	0,22	3,81	4,11
NorCom	14,7	2,29	0,29	2,80	3,73
Secunet	27,0	9,02	0,49	4,38	5,47
Syskoplan	34,0	9,43	0,34	2,83	3,42
Tecon Technologies	13,4	5,00	0,22	2,96	3,43
Realtech	59,8	12,72	0,98	8,16	9,77
SAF	54,2	15,05	2,58	10,93	14,19
Mittelwert	37,5	8,67	0,69	5,01	6,70
SNP	25,4	10,34	1,17	5,62	6,49
Abschlag/Aufschlag	-32,3%	19,3%	69,9%	12,3%	-3,1%
Implizierter fairer Wert in €		18,94	12,43	18,94	21,99
Fairer Wert pro Aktie in €					18,07
Fairer Wert in € Mio.					20,33

Quelle: BankM/JCF

**Peer-Vergleich sieht SNP bei € 18,00. Bewertungsaufschlag durch Wachstumsstärke und Konjunkturunabhängigkeit gerechtfertigt.**

Die durch den Peer Group Vergleich implizierte Bewertung liegt mit € 18,00 unter dem durch die Cash-Flow Rechnung erhaltenen Wert und dem aktuellen Kurs. Die SNP Aktie verdient in unseren Augen jedoch aus zwei Gründen eine Prämie: Erstens verfügt SNP innerhalb der Peer Group über die mittelfristig größte Wachstumsdynamik, dies lässt sich mit dem auf 2008 bezogenen Kennzahlenvergleich nicht greifen. Zweitens weist SNP im Gegensatz zu den übrigen Unternehmen ein Geschäftsmodell auf, dessen Wachstum unanfällig gegenüber dem Wechsel der Konjunkturzyklen ist. Gerade in Marktphasen in denen ein Abschwung erwartet wird, erfreuen sich diese Titel großer Beliebtheit unter den Anlegern.

**Fazit: Fairer Wert bei € 35**

Bildet man den gleichgewichteten Durchschnitt beider Bewertungsmethoden erhält man einen Fairen Wert pro Aktie von € 35. Dies impliziert ein Kurspotenzial von 55%.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# SNP AG

18. März 2008

## Tabellenanhang

Konzern Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio. €)	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz	11,846	10,380	16,883	20,749	25,936	32,420
Veränderung fertige und unf. Erzeugnisse	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige betriebliche Erträge	0,094	0,602	0,085	0,105	0,131	0,164
Gesamtleistung	11,940	10,982	16,968	20,854	26,067	32,584
Herstellungskosten	-3,135	-1,678	-1,791	-2,202	-2,752	-3,440
Bruttoergebnis	8,805	9,304	15,177	18,652	23,315	29,144
Personalaufwand	-4,964	-5,469	-8,282	-10,088	-12,610	-15,762
Sonstige betriebliche Erträge	-2,331	-2,563	-3,460	-4,253	-5,316	-6,645
EBITDA	1,509	1,272	3,435	4,312	5,390	6,737
Amortisation	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
EBITA	1,509	1,272	3,435	4,312	5,390	6,737
Abschreibungen	-0,181	-0,269	-0,469	-0,577	-0,721	-0,901
EBIT	1,328	1,002	2,965	3,735	4,668	5,836
Finanzergebnis	0,081	0,126	0,163	0,215	0,319	0,437
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	1,409	1,128	3,128	3,950	4,988	6,272
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,553	-0,391	-1,238	-1,163	-1,468	-1,847
Anteile Fremder	-0,280	-0,068	-0,329	-0,329	-0,329	-0,329
Nettoergebnis	0,576	0,669	1,562	2,458	3,191	4,097
Bereinigungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	0,576	0,669	1,562	2,458	3,191	4,097
Gewichtete Anzahl Aktien	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125
EPS	0,51	0,59	1,39	2,19	2,84	3,64
EPS bereinigt	0,51	0,59	1,39	2,19	2,84	3,64
DPS	0,30	0,50	1,00	1,10	1,30	1,70

Quelle: BankM

Kapitalflußrechnung (in Mio. €)	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	2,1	0,0	1,8	3,3	4,2	5,3
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-0,4	0,5	-0,6	-0,7	-0,9	-1,2
Mittelzu-/ -abfluss aus Finanzierungstätigkeit	-0,1	-0,3	-0,8	-1,1	-1,2	-1,5
Veränderung der Zahlungsmittel	1,6	0,2	0,3	1,5	2,0	2,6
Flüssige Mittel am Ende der Periode	3,0	3,2	3,5	5,0	7,0	9,7

Quelle: BankM

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Bilanzen (in Mio. €)	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Anlagevermögen	0,625	1,602	3,366	3,527	3,728	3,978
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,238	1,161	2,216	2,216	2,216	2,216
Sachanlagen	0,349	0,396	1,104	1,265	1,466	1,716
Finanzanlagen	0,038	0,045	0,046	0,046	0,046	0,046
Umlaufvermögen	6,916	7,586	9,446	12,275	16,132	21,061
Vorräte	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen	3,931	4,413	5,939	7,299	9,123	11,404
Kasse und WP	2,984	3,174	3,507	4,977	7,009	9,657
Sonstiges Aktiva	0,447	0,303	0,406	0,406	0,406	0,406
Summe Aktiva	7,988	9,491	13,218	16,208	20,266	25,446
Eigenkapital	5,235	5,940	6,481	8,143	10,425	13,388
Rücklagen	4,915	5,250	6,249	7,582	9,535	12,170
Anteile Dritter	0,320	0,690	0,232	0,561	0,889	1,218
Rückstellungen	0,303	0,374	0,446	0,465	0,484	0,504
Verbindlichkeiten	2,450	3,095	6,217	7,527	9,284	11,480
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,008	0,494	0,499	0,499	0,499	0,499
Nichtzinstragende Verbindlichkeiten	2,442	2,601	5,718	7,028	8,785	10,981
Sonstige Passiva	0,000	0,082	0,073	0,073	0,073	0,073
Summe Passiva	7,988	9,491	13,218	16,208	20,266	25,446

Quelle: BankM

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# SNP AG

18. März 2008

Kennzahlen	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
EV/Umsatz	0,46	0,57	0,68	1,17	0,86	0,60
EV/EBITDA	3,61	4,62	3,36	5,62	4,12	2,90
EV/EBIT	4,10	5,86	3,89	6,49	4,76	3,35
P/E berichtet	9,76	11,78	7,20	10,34	7,97	6,21
P/E bereinigt	9,76	11,78	7,20	10,34	7,97	6,21
PCPS	5,24	7,83	5,54	8,33	6,47	5,07
Preis/Buchwert	1,14	1,50	1,80	3,35	2,67	2,09
<b>Rentabilitätskennzahlen in %</b>						
Brutto Marge	74,3%	89,6%	89,9%	89,9%	89,9%	89,9%
EBITDA Marge	12,7%	12,3%	20,3%	20,8%	20,8%	20,8%
EBITA-Marge	11,2%	9,7%	17,6%	18,0%	18,0%	18,0%
EBIT Marge	11,2%	9,7%	17,6%	18,0%	18,0%	18,0%
Vorsteuer-Marge	11,9%	10,9%	18,5%	19,0%	19,2%	19,3%
Netto Marge	4,9%	6,4%	9,2%	11,8%	12,3%	12,6%
ROE	18,7%	13,2%	30,4%	38,1%	37,9%	37,2%
ROCE	43,8%	32,6%	77,4%	91,5%	108,0%	126,1%
<b>Produktivitätskennzahlen</b>						
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	n.a.	n.a.	135,1	151,5	173,6	197,3
Nettoergebnis/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	n.a.	n.a.	12,5	17,9	21,4	24,9
Anzahl Mitarbeiter	n.a.	n.a.	125	137	149	164
<b>Finanzkennzahlen</b>						
Eigenkapitalquote	65,5%	62,6%	49,0%	50,2%	51,4%	52,6%
Gearing	-51,1%	-39,3%	-40,5%	-50,1%	-58,4%	-65,1%
Dividendenrendite	6,0%	7,1%	10,0%	4,9%	5,8%	7,5%
<b>Cash flow Kennzahlen</b>						
Cash flow pro Aktie	0,95	0,89	1,80	2,71	3,49	4,46
Free cash flow pro Aktie	0,84	0,76	1,27	2,06	2,67	3,44
<b>Sonstige Kennzahlen</b>						
Abschreibungen/Umsatz	1,5%	2,6%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Capex/Umsatz	3,1%	1,5%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Working Capital/Umsatz	12,6%	17,5%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Steuerquote	39,2%	34,7%	39,6%	29,4%	29,4%	29,4%

Quelle: BankM

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

## Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

### A. Allgemeine Risikohinweise

Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann bei dieser Anlageform nicht ausgeschlossen werden. Insbesondere nicht-qualifizierte Anleger sollten sich hinsichtlich ihrer Anlageentscheidung fachlich beraten lassen. Potenzielle Anleger sollten sich darüber bewusst sein, dass die Kurse von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und Einnahmen aus Wertpapierinvestments teils erheblichen Schwankungen unterliegen können. In Bezug auf die zukünftige Wertentwicklung der genannten Wertpapiere und die erzielbare Anlagerendite können daher keine Zusicherungen oder Gewährleistungen gegeben werden.

### B. Angaben gemäß § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung (FinAnV):

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Willich.

Verfasser der vorliegenden Finanzanalyse: Michael Vara, Analyst, und Daniel Großjohann, Analyst. Die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt am Main.

Emittent des analysierten Finanzinstruments ist die SNP AG.

Hinweis gem. § 4 Abs. 4 Nr. 4 FinAnV über vorausgegangene Veröffentlichungen über den Emittenten in den letzten zwölf Monaten:

Analyst	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
Michael Vara, Daniel Großjohann	20.09.2007	Keine Bewertung	Kein Wert ermittelt
Michael Vara, Daniel Großjohann	29.10.2007	Keine Bewertung	Kein Wert ermittelt
Michael Vara, Daniel Großjohann	12.11.2007	Kaufen	€ 21,15
Michael Vara, Daniel Großjohann	19.12.2007	Kaufen	€ 22,00
Michael Vara, Daniel Großjohann	18.02.2008	Keine Bewertung	Kein Wert ermittelt

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z. B. Reuters, VWD, Bloomberg, dpa-AFX u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit Personen des Managements des Emittenten geführt. Die Analyse wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung zum Zweck eines Tatsachenabgleichs zugänglich gemacht. Aus diesem Tatsachenabgleich resultierten keine inhaltlichen Änderungen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und – methoden:

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf das ermittelte Bewertungsergebnis und einen Zeithorizont des ermittelten Fairen Werts von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mindestens +15 % über dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

NEUTRAL: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt zwischen –15% und +15 % des Kursniveaus zur Zeit des Datums der Studie.

VERKAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mehr als –15 % unter dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value- und Sum-of-the-Parts-Ansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder eine Kombination verschiedener Methoden. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Bewertungsergebnisse und faire Werte entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

18.03.2008

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

Schlusskurse vom 13.03.2008

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# SNP AG

18. März 2008

## 5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Die Analyse und die darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen geben nur die an dem auf der ersten Seite der Analyse genannten Datum vertretene Sichtweise wieder. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse oder der darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen unangekündigt vorzunehmen. Die Entscheidung, ob und wann eine Aktualisierung stattfindet, liegt alleine im Ermessen der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG.

## III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

1. Der Geschäftserfolg von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen des Emittenten im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung dieses Dokuments getroffen. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG (und verbundene Unternehmen), die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen oder mit Ihnen verbundene Unternehmen

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung (über 5%) an dem Emittenten. Vorstände, leitende Angestellte, Mitarbeiter oder Kunden der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG sind aber möglicherweise Eigentümer von Wertpapieren oder Anlagen, die in dem Dokument genannt sind (oder in Beziehung zu solchen stehen), könnten Positionen eingehen und könnten Käufe und/oder Verkäufe tätigen als Auftraggeber oder Vermittler in denen im Dokument genannten Wertpapieren oder Anlagen,
- waren (innerhalb der vergangenen 12 Monate) nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,
- waren weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

2. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG betreut den Emittenten als Designated Sponsor durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt für die Finanzinstrumente, die Gegenstand dieses Dokuments sind und hält bzw. wird Wertpapiere, die Gegenstand dieses Dokuments sind, im Handelsbestand halten.

3. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden bzw. angemessen zu behandeln. Insbesondere wurden institutsinterne Informationsschranken geschaffen, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenskonflikte für die Bank begründen könnten. Die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG führt zudem ein Insiderverzeichnis gemäß § 15b WpHG für Personen, die für sie tätig sind und bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben. Diese Verzeichnisse werden auf Anfrage der BaFin übermittelt. Insidergeschäfte gemäß § 14 WpHG sind grundsätzlich nicht erlaubt. Mitarbeiter mit besonderer Funktion und Zugang zu Insiderinformationen haben grundsätzlich alle Geschäfte in Wertpapieren der internen Compliance-Stelle offenzulegen. Ferner wird eine laufende Überwachung der Einhaltung weiterer gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG durchgeführt und sich in diesem Zusammenhang eine Beschränkung von Mitarbeitergeschäften in Wertpapieren vorbehalten.

4. Die Vergütung der Analysten dieses Dokuments ist nicht von Investmentbanking-Geschäften des eigenen oder mit diesem verbundener Unternehmen abhängig. Die Analysten haben zu keinem Zeitpunkt Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind erhalten oder erworben. Die auf der Titelseite dieses Dokuments aufgeführten Analysten erklären, dass die dargestellten Meinungen und Aussagen ihre eigene persönliche Einschätzung bezüglich der analysierten Finanzinstrumente des Emittenten widerspiegeln und ihre Vergütung weder direkt noch indirekt von ihren Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten des Emittenten abhängen.

5. Aktuelle Angaben gemäß § 5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV sind im Internet unter [http://www.bankm.de/webdyn/138\\_cs\\_Gesetzliche+Angaben.html](http://www.bankm.de/webdyn/138_cs_Gesetzliche+Angaben.html) erhältlich.

## C. Haftungsausschluss (Disclaimer):

Dieses Dokument wurde von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrung mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des "financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)" fallen; oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden.

In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments sollte sich über entsprechende Beschränkungen informieren und diese beachten.

Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Potenzielle Anleger sollten sich in Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Dieses von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung gibt die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG keine Garantie und Zusicherung für die Vollständigkeit und Richtigkeit des erstellten Dokuments ab und übernimmt auch keine Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist ausgeschlossen, sofern seitens der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt. Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG bzw. der Verfasser und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG berichtigt werden, ohne dass die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte, es sei denn, dass die irrtumsbedingten Fehler auf grob fahrlässiges Verhalten der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zurückzuführen sind. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG übernimmt damit keine Haftung für Schäden und Folgeschäden, die auf leichter Fahrlässigkeit beruhen, es sei denn dass eine Haftung auch in diesem Fall aus rechtlichen Gründen zwingend ist, wie z. B. gem. § 309 Ziffer 7. lit a) BGB.

Mit der Annahme dieses Dokuments erklärt sich der Leser bzw. Nutzer dieses Dokuments mit den dargestellten Risikohinweisen, rechtliche Angaben und dem Haftungsausschluss (Disclaimer) einverstanden und an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein sowie die in dieser Analyse enthaltenen Informationen ausschließlich Berechtigten zugänglich zu machen. Der Nutzer dieses Dokuments ist gegenüber der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zu Schadensersatz für sämtliche Schäden, Forderungen, Verluste und Nachteile aufgrund von oder in Verbindung mit der unautorisierten Nutzung dieses Dokuments verpflichtet.

Die Erstellung dieses Dokuments unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für alle Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland).

Sollte eine Bestimmung dieses Disclaimers unwirksam sein oder werden, bleiben die übrigen Bestimmungen dieses Disclaimers hiervon unberührt.

**This document is not intended for use by persons resident in any jurisdiction that regulates access to such documents by applicable laws. Investment decisions must not be based on any statement in this report. Persons in possession of this document should inform themselves about possible legal restrictions and observe them accordingly. In case of uncertainty persons should not access and consider this document.**

© 2007 BankM | Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Reuterweg 16, D-60323 Frankfurt.

biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Bahnstraße 37, D-47877 Willich. Alle Rechte vorbehalten.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!