

EquiRisk-Rating

TecReport

08.01.2004

Entwicklung der Risikostruktur
deutscher Technologieunternehmen
(TecDAX und TecAll-Share)

Zusammenfassung

- In der aktuellen Auswertung konnten sich innerhalb des TecDAX Evotec, Mobilcom, SCM Microsystems und Repower im Rating deutlich verbessern; um eine Ratingstufe aufsteigen konnten Elmos Semiconductors, Lion Bioscience, Suess Microtec und Wedeco.
- Deutliche Absteiger gab es diesmal keine; eine leichte Verschlechterung im Rating mussten Aixtron, AT&S Austria, FJH und IDS Scheer hinnehmen.
- Die Risikostruktur des TecDAX hat sich extrem verbessert. Der Anteil der C- und D-Ratings ist fast auf Null zurückgegangen. Ein wesentlicher Grund hierfür ist die neue Indexzusammensetzung vom 22.09.2003.
- Im TecAll-Share stehen 32 Ratingaufsteigern 25 Ratingabsteiger gegenüber. Im TecDAX sieht das Bild mit 8 Ratingaufsteigern und 4 Ratingabsteigern ähnlich aus.
- Auch in der aktuellen EquiRisk-Auswertung haben nur wenige Unternehmen ein D-Rating erhalten. Drei der ursprünglich D gerateten Unternehmen gelang der Aufstieg in eine höhere Rating-Klasse. Im Gegenzug kamen drei neue D-Ratings hinzu.

EquiRisk-Ratings ausgewählter TecAll-Share-Unternehmen

Unternehmen	ISIN	ER-Rating (aktuell)	ER-Rating (11.09.03)	Ratingver- änderung *
Aixtron	DE0005066203	C+	B-	↘
AT & S Austria	AT0000969985	A-	A	↘
Atoss	DE0005104400	A+	A+	⇒
BB Biotech	CH0001441580	**	**	
BOV	DE0005493704	B	B-	↗
Cenit	DE0005407100	B-	B-	⇒
Data Modul	DE0005498901	B-	B-	⇒
Drägerwerk	DE0005550636	**	**	
Elmos Semiconductor	DE0005677108	A	A-	↗
EPCOS	DE0005128003	A-	A-	⇒
Evotec	DE0005664809	A-	B	↑
FJH	DE0005130108	A	A+	↘
Freenet	DE0005792006	B-	B-	⇒
GPC Biotech	DE0005851505	B+	B+	⇒
IDS Scheer	DE0006257009	A	A+	↘
IXOS	DE0005061501	B+	B+	⇒
Jenoptik	DE0006229107	**	**	
Kontron	DE0006053952	A-	A-	⇒
Lion Bioscience	DE0005043509	B-	C+	↗
Micronas Semiconductor	CH0012337421	A-	A-	⇒
Mobilcom	DE0006622400	A	B	↑
Pfeiffer	DE0006916604	A+	A+	⇒
Qiagen	NL0000240000	A+	A+	⇒
QSC	DE0005137004	B+	B+	⇒
Realtech	DE0007008906	A+	A+	⇒
Repower Systems	DE0006177033	B-	D	↑
SAP SI	DE0005011118	A+	A+	⇒
SCM Microsystems	US7840181033	B	C+	↑
Singulus	DE0007238909	B	B	⇒
Software AG	DE0007242646	**	**	
Suess Microtec	DE0007226706	B-	C+	↗
Syskoplan	DE0005501456	B-	B+	↓
Teles	DE0007454902	A-	A-	⇒
T-Online	DE0005557706	A+	A+	⇒
United Internet	DE0005089031	B+	B+	⇒
WEB.DE	DE0005296503	A+	A+	⇒
Wedeco	DE0005141808	A-	B+	↗

*) ⇒ = Rating unverändert; ↗/↘ = Ratingveränderung um eine Stufe; ↑/↓ = Ratingveränderung um mehr als eine Stufe
 **) Unternehmen erfüllt die Ratingvoraussetzungen nicht

Tabelle 1; Quelle: SES Rating GmbH

Über das EquiRisk-Rating: Das EquiRisk-Rating schafft mehr Risikotransparenz am Aktienmarkt, indem es Unternehmen nach ihrem unternehmensspezifischen Risiko differenziert. Die Ratings der Unternehmen des TecDAX werden frei veröffentlicht (s.o.). Die übrigen Ratings sowie detaillierte Einzelanalysen sind über die SES Rating beziehbar. (Für weitere Informationen zum EquiRisk-Rating s. S. 14 ff. in diesem Report.)

Ratingentwicklung ausgewählter Unternehmen

TecDAX-Unternehmen

Wie bereits erwartet, hat sich das Rating der **Aixtron AG (DE0005066203)** weiter von (B-) auf (C+) verschlechtert. Nur die weitere Stabilisierung des Umsatzes („Trendtreue Umsatz“) sowie die deutliche Reduktion der Verluste („Operativer Cash-Verbrauch“) haben sich in der aktuellen Auswertung positiv auf die Risikostruktur ausgewirkt. Die Margenerholung konnte zwar noch keine eindeutige operative Trendwende einläuten, es scheint sich aber zumindest eine Stabilisierung auf dem aktuellen Risikoniveau abzuzeichnen. Aufgrund des anhaltenden Eigenkapitalverzehrs hat der „Grad der finanziellen Anspannung“ weiter zugenommen. Auch die übrigen Bilanzrelationen haben sich leicht verschlechtert. Insgesamt macht die Bilanz aber weiterhin einen soliden Eindruck. Negativ fällt jedoch die Forderungsentwicklung auf. Fast die Hälfte der Umsätze des dritten Quartals findet sich als Zunahme bei den Forderungen aus Lieferungen und Leistungen wieder. Dies sollte weiter im Auge behalten werden. Insgesamt scheint sich Aixtron aber operativ zu stabilisieren. Die Wahrscheinlichkeit einer weiteren Ratingverschlechterung schätzen wir als nur gering ein. Der Ratingausblick ist stabil.

Das Rating der **Evotec OAI AG (DE0005130108)** hat sich deutlich verbessert und erreicht mit einem (A-) die Klasse der Top-Ratings. Die Ratingentwicklung ist auf keinen bestimmten Grund, sondern auf eine allgemeine Verbesserung insbesondere bei den operativen Risikokennzahlen zurückzuführen. So hat der starke Umsatz im dritten Quartal den bereits überdurchschnittlich stabilen Umsatztrend weiter verbessert („Trendtreue Umsatz“). Auch der Margentrend entwickelt sich weiterhin positiv. Der „Grad der Profitabilität“ konnte weiter gesteigert werden. Nur die bei derartigen Steigerungsraten naturgemäß recht hohen Schwankungen der Marge („Operativer Leverage“) schlagen operativ negativ zu Buche. Bilanziell macht Evotec einen ausgeglichenen bis soliden Eindruck. Negativ fällt jedoch auch weiterhin der verhältnismäßig hohe Bestand immateriellen Vermögens auf. Er lässt das „Impairment-Risiko“ überdurchschnittlich hoch erscheinen. Der Ratingausblick ist stabil.

Zum 1. August 2003 hat die **IDS Scheer AG (DE0006257009)** das Osteuropa- und Nordamerika-Geschäfts des IT-Beratungshauses Plaut, Salzburg, übernommen. Operativ hat dies die überdurchschnittlich solide Situation der IDS Scheer bisher nicht belastet. „Trendtreue Umsatz“ und „Operativer Leverage“ weisen weiterhin kein Risiko auf. Der Margentrend ist stabil. Der über mehrere Quartale ermittelte „Grad der Profitabilität“ konnte trotz einer leichten Margenverwässerung durch das übernommene Geschäft sogar leicht gesteigert werden. Bilanziell schlägt die Übernahme stärker zu Buche. Hierüber erklärt sich auch der Rückgang des Ratings von (A+) auf (A). Die Konsolidierung der übernommenen Geschäftsteile lässt die Bilanzrelationen etwas schlechter erscheinen. Insbesondere die Aktivierung des Firmenwertes sowie die Übernahme der Forderungen haben einen leicht negativen Einfluss auf die entsprechenden Risikoindikatoren „Impairment-Risiko“ und „Trend der Forderungsquote“. Insgesamt macht die Bilanz weiterhin einen ausgeglichenen Eindruck. Der Ratingausblick ist stabil.

Das Rating der **Mobilcom AG (DE0006622400)** kann sich erneut deutlich verbessern und erreicht mit einem glatten (A) die Klasse der Top-Ratings. Grund hierfür sind sowohl eine weitere operative Verbesserung als auch die Verbesserung der Bilanzrelationen durch den Verkauf von Anteilen der Mobilcom-Tochter Freenet.



Operativ setzte sich auch im dritten Quartal der positive Margentrend fort. Der „Grad der Profitabilität“ konnte weiter gesteigert, der Umsatz weiter stabilisiert werden („Trendtreue Umsatz“). Insgesamt macht Mobilcom operativ wieder einen durchweg soliden Eindruck. Bilanziell schlägt der Verkauf der Freenet-Anteile über die deutliche Verbesserung der Eigenkapitalausstattung zu Buche. Insbesondere der „Grad der finanziellen Anspannung“ sowie das „Impairment-Risiko“ nehmen hierdurch deutlich ab. Insgesamt macht die Bilanz somit einen inzwischen wieder ausgeglichenen Gesamteindruck und bestätigt so den Aufstieg zu einem Top-Rating. Der Ratingausblick ist stabil.

Die **Repower Systems AG (DE0006177033)** hat ihren akuten Finanzierungsbedarf vorläufig gedeckt. Auch bilanziell kann teilweise Entwarnung gegeben werden. So hat Repower im dritten Quartal 2003 einen Großteil der ausstehenden Forderungen eintreiben können. Entsprechend konnte die Verschuldung leicht von 27,6 Mio. € auf rund 25 Mio. € abgebaut werden. Der Cash-Bestand erreichte mit gut 4 Mio. € wieder ein vertretbares Niveau. Allein die hohe Bestandsveränderung an unfertigen und fertigen Erzeugnissen zusammen mit einem deutlichen Anstieg der Vorräte belastet den bilanziell ansonsten recht ausgeglichenen Eindruck. Operativ erscheint die Lage hingegen nach wie vor angespannt. Umsatz und Ergebnis bleiben im dritten Quartal 2003 deutlich hinter den Vorjahreswerten zurück. Entsprechend sind bei fast allen operativen Risikokennzahlen leichte Verschlechterungen erkennbar. Der operative Cash-Verbrauch hingegen konnte deutlich zurückgeführt werden. Im dritten Quartal fiel sogar ein leicht positiver operativer Cash-Flow an. Insgesamt erreicht Repower durch das Überwinden des Finanzierungsengpasses in der aktuellen Auswertung ein (B-) Rating. Die operativ angespannte Situation scheint jedoch noch nicht überwunden. Der Ratingausblick ist daher negativ.

Technology All Share Unternehmen

Im dritten Quartal 2003 macht sich bei der **3U Telecom AG (DE0005167902)** bilanziell und operativ die Übernahme der One.Tel bemerkbar. In der aktuellen EquiRisk-Auswertung sackt das Rating daher von (A) auf (B) ab. So steigt durch die Aktivierung des Firmenwertes das „Impairment-Risiko“. Die übernommenen Forderungen schlagen sich negativ auf den „Trend der Forderungsquote“ nieder. Durch den relativen Anstieg der Verbindlichkeiten sinkt die „Liquidität 2. Grades“, das Risiko nimmt hier zu. Die Verlängerung der Bilanz lässt zudem den „Grad finanzieller Anspannung“ steigen. Insgesamt macht die Bilanz aber noch immer einen sehr soliden Eindruck. Auch operativ wirkt sich die Übernahme zunächst belastend aus. So fielen im dritten Quartal Integrationsaufwendungen an. Der „Trend der Marge“ wird durch den Margenrückgang bereits in der aktuellen Auswertung belastet. Auf den über mehrere Quartale ermittelten „Grad der Profitabilität“ hatte das bislang keinen Einfluss. Jedoch werden auch für das vierte Quartal noch einmal Integrationsaufwendungen erwartet. Aufgrund der zuletzt stark rückläufigen Umsätze wurde der frühere Umsatztrend bereits in den Vorquartalen gebrochen. Der akquisitionsbedingte Umsatzanstieg im dritten Quartal hatte daher in der aktuellen EquiRisk-Auswertung einen positiven Einfluss auf das über die Entwicklung des Umsatzes gemessene Risiko („Trendtreue Umsatz“). Eine weiterhin rückläufige Entwicklung des operativen Geschäfts könnte das Rating in den folgenden Quartalen aber weiter belasten. Der Ratingausblick ist daher lediglich stabil bis leicht negativ.

Die **ATOSS Software AG (DE0005104400)** kann ihr (A+) Rating auch in der aktuellen Auswertung verteidigen. So hat sich im dritten Quartal 2003 an der überdurchschnittlich guten operativen und bilanziellen Situation kaum etwas verändert. Umsatz und Ergebnis gingen zwar leicht zurück, die Risikokennzahlen „Trendtreue Umsatz“ und „Trend der Marge“ reagieren hierauf aber kaum. Das Ergebnis lag im dritten Quartal weiterhin über dem Durchschnitt der letzten Quartale. Entsprechend konnte sich der „Grad der Profitabilität“ noch einmal leicht verbessern. Das Risiko stark schwankender Margen („Operativer Leverage“) nahm auch in der aktuellen Auswirkung weiter ab. Die bilanziellen Kennzahlen haben sich kaum verändert. Atoss verfügt weiterhin über eine überdurchschnittliche Eigenkapital- und Liquiditätsausstattung. Daran hat auch die von uns bereits im letzten Detailreport angekündigte Sonderausschüttung vom 30.12.2003 in Höhe von 6 Mio. € nichts geändert. (Stichtag für den Ausschüttungsanspruch war der 29.12.2003). Tatsächlich sollte sich der „Grad der finanziellen Anspannung“ zum 31.12.2003 wieder leicht verbessern, da dann die Ausschüttung abgeflossen ist und der als kurzfristige Verbindlichkeit ausgewiesene Ausschüttungsbetrag aus der Bilanz verschwindet. Insgesamt macht Atoss somit auch weiterhin einen überdurchschnittlich soliden Eindruck. Der Ratingausblick bleibt stabil.

Die **BOV AG (DE0005493704)** hat im dritten Quartal ihre Verbindlichkeiten deutlich reduzieren können. Insgesamt führte dies zu einer Bilanzverkürzung und dadurch zu einem Anstieg der Eigenkapitalquote. Entsprechend nimmt in der aktuellen Auswertung das Risiko aus dem „Grad finanzieller Anspannung“ weiter ab. Die Reduktion der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen führt zudem zu einem Rückgang des Risikos beim „Trend der Forderungsquote“. Operativ macht das dritte Quartal 2003 für sich betrachtet einen weniger positiven Eindruck. So gingen Umsatz und Marge deutlich zurück. Langfristig betrachtet, zeichnet sich jedoch auch weiterhin eine Stabilisierung der operativen Entwicklung ab. Vor diesem Hintergrund ist der Rückgang bei der Risikoindikation durch die Kennzahlen „Trendtreue Umsatz“ und „operativer Leverage“ zu sehen. Ein weiteres operativ rückläufiges Quartal könnte die Stabilisierung jedoch gefährden. Der Ratingausblick ist daher nur stabil bis leicht negativ.

Die **Cenit AG (DE0005407100)** konnte ihr (B-) Rating in der aktuellen Auswertung bestätigen. Bilanziell hat sich im dritten Quartal wenig verändert. Der „Grad finanzieller Anspannung“ ist weiterhin leicht überdurchschnittlich, aber nicht beängstigend hoch. Gleiches gilt für das aus der Forderungsentwicklung abgeleitete Risiko („Trend der Forderungsquote“). Alle bilanziellen Risikokennzahlen konnten leicht verbessert werden. Insgesamt macht die Bilanz einen ausgeglichenen Eindruck. Operativ hat sich die Entwicklung weiter stabilisiert. So konnte der Umsatz geringfügig gesteigert werden. Das aus der Umsatzentwicklung abgeleitete Risiko („Trendtreue Umsatz“) nahm weiter ab. Der Trend der Marge ist trotz eines leichten Margenrückganges in Q3 2003 weiterhin positiv, der „Grad der Profitabilität“ stabil. Mit einer weiteren Ratingverbesserung ist erst bei einem nachhaltigen Anstieg der Marge sowie der Umsätze und/oder bei einer deutlichen Verbesserung der Bilanzrelationen zu rechnen. Cenit ist hier auf einem guten Weg. Erfahrungsgemäß sind deutliche Verbesserungen jedoch erst über mehrere Quartale realisierbar. Entsprechend ist der Ratingausblick aktuell nur stabil bis leicht positiv.

Die **Data Modul AG (DE0005498901)** erhält auch in der aktuellen Auswertung ein (B-) Rating. Sie macht operativ und bilanziell aber einen deutlich solideren Eindruck als man normalerweise dabei erwarten sollte. Grund hierfür ist die seit 2002 zunehmende Abhängigkeit der Umsatzentwicklung des Unternehmens vom



stark saisonalen Absatz der Unterhaltungselektronik. Das von der Umsatzentwicklung abgeleitete Risiko („Trendtreue Umsatz“) hat sich daher in den letzten Quartalen deutlich erhöht. Es sollte aber wieder deutlich zurückgehen, wenn die Saisonalität wie von uns erwartet im vierten Quartal durch hohe Umsätze und Margen bestätigt wird. Die zuvor stark rückläufige Marge hat sich im dritten Quartal nur leicht erholt. In der aktuellen Auswertung hat das noch keine gravierende Auswirkung auf die operativen Risikokennzahlen. Damit das so bleibt, muss die Marge im vierten Quartal aber wieder auf ein ähnliches Niveau wie im Vorjahresquartal ansteigen. Wir sehen hierfür gute Chancen. Der Ratingausblick ist leicht positiv.

Die **Itelligence AG (DE0007300402)** gab am 08.12.2003 die erfolgreiche Platzierung von Aktien aus einer Kapitalerhöhung bekannt. Der Emissionserlös betrug 2,5 Mio. €. Die Maßnahme ist in unserem aktuellen (C-) Rating für Itelligence noch nicht berücksichtigt. Der positive Effekt sollte unseres Erachtens aber nicht zu hoch eingeschätzt werden. Bilanziell werden die Kennzahlen „Grad finanzieller Anspannung“ und „Impairment-Risiko“ hiervon deutlich profitieren. Operativ ist jedoch nach wie vor keine nachhaltige Wende erkennbar. Der Umsatz war auch im dritten Quartal weiter rückläufig. Im Ergebnis konnte gegenüber dem Vorquartal zwar eine leichte Erholung erreicht werden, die Verlustzone wurde dabei jedoch noch nicht verlassen. Sollte dies in den nächsten Quartalen nicht nachhaltig gelingen, kann die Kapitalerhöhung nur kurzfristig für Entspannung sorgen. Unser Ratingausblick ist daher verhalten positiv.

Die **LINOS AG (DE0005256507)** leidet unter einem akuten Finanzierungsproblem und erhält daher in der aktuellen Auswertung ein (D) Rating. Bilanziell macht das Unternehmen einen äußerst angespannten Eindruck. Bereits die Eigenkapitalquote von unter 20% gibt Anlass zur Sorge. Die Situation wird zusätzlich durch in der Summe weit über dem Eigenkapital dotierte immaterielle Vermögensgegenstände verschärft. Sollten sich diese als wertlos herausstellen, droht die Überschuldung. Operativ ging es im dritten Quartal weiter abwärts. Das indizierte Risiko nahm bei allen operativen Kennzahlen zu. Zwar konnte der Umsatz auf dem niedrigen Niveau des zweiten Quartals stabilisiert werden, der operative Cash-Verbrauch nahm dabei jedoch deutlich zu. Sollte der Verlust in ähnlicher Höhe auch in den Folgequartalen anhalten, hat LINOS ein Finanzierungsproblem. Bis zu einer nachhaltigen Lösung der Finanzierung ist der Ratingausblick stabil.

Das Rating der **PVA TePla AG (DE0007461006)** stieg in der aktuellen Auswertung auf (C+). Operativ zeichnet sich ein positiver Trend ab. Hervorzuheben ist hierbei das Erreichen eines positiven Cash-flows. Die Umsatzentwicklung konnte auch im dritten Quartal weiter stabilisiert werden. Das hieraus abgeleitete Risiko („Trendtreue Umsatz“) nahm weiter ab. Der langfristige Margentrend drehte im dritten Quartals seit langer Zeit erstmals wieder ins Positive. Auch bilanziell macht das Unternehmen inzwischen wieder einen ausgeglicheneren Eindruck. Allein das hohe Impairment-Risiko belastet. Wir sehen gute Chancen, dass sich die Geschäftsentwicklung der PVA TePla weiter stabilisiert. Der Ratingausblick ist positiv.

Die **QSC AG (DE0005137004)** konnte ihr (B+) in der aktuellen Auswertung verteidigen. Die Bilanzrelationen konnten im dritten Quartal leicht verbessert werden und machen weiterhin einen soliden Eindruck. Der „Grad finanzieller Anspannung“ ging durch die Rückführung der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen leicht zurück. Der „operative Cash-Verbrauch“ konnte im Rahmen der Ankündigungen zurückgeführt werden und erscheint trotz anhaltender Verluste weiterhin vertretbar. Nach dem sprunghaften Margenanstieg in Q1 2003 durch die Übernahme der Ventelo ist die Margenentwicklung auf ihren ursprünglichen Wachstumstrend zurückgekehrt. Das Risiko stark schwankender Margen („operativer Leverage“) geht auch in der aktuellen

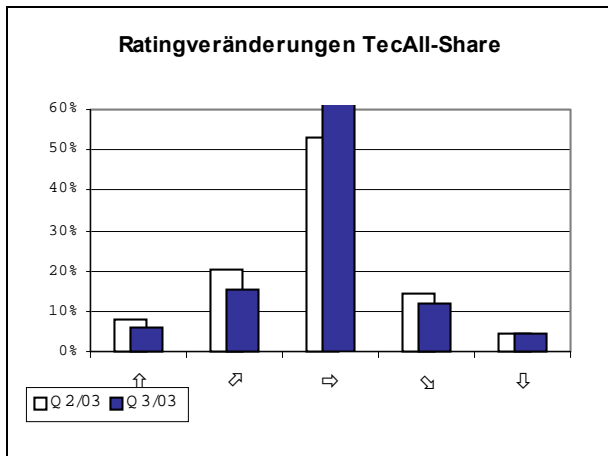


Auswertung weiter zurück. Der durch die Übernahme von Ventelo stark ins Positive gedrehte Margentrend flacht weiter ab, ist aber noch deutlich positiv. Entsprechend kann sich der „Grad der Profitabilität“ erneut deutlich verbessern. Wir gehen auch in den nächsten Quartalen von einer weiterhin positiven operativen Entwicklung aus. Der Aufstieg zu einem Top-Rating erscheint daher möglich. Er wird noch nicht in der nächsten Auswertung gelingen, könnte aber in zwei bis drei Quartalen erreichbar sein. Der Ratingausblick ist kurzfristig stabil, auf Sicht von zwei bis drei Quartalen leicht positiv.

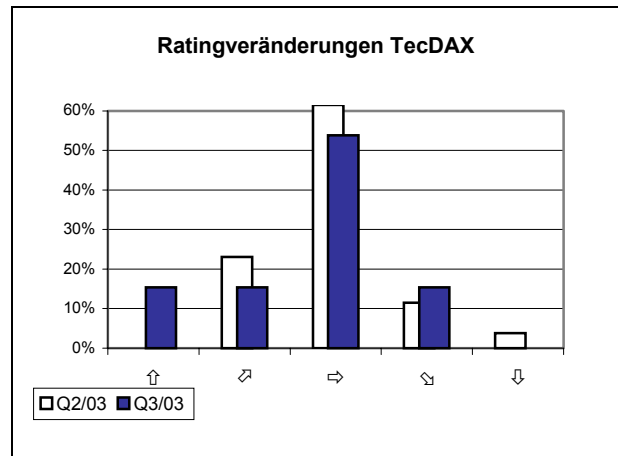
Die **Realtech AG (DE0007008906)** macht auch in der aktuellen EquiRisk-Auswertung wieder einen überdurchschnittlich soliden Eindruck. Das für sie vergebene Rating lautet weiterhin (A+). Bei allen Bilanzrelationen sind leichte Verbesserungen zu verzeichnen. Trotz eines gegenüber Q2 2003 leicht rückläufigen Umsatzes ist das Risiko stark schwankender Umsätze („Trendtreue Umsatz“) und stark schwankender Margen („Operativer Margentrend“) als äußerst gering zu bezeichnen. Der langfristige Margentrend ist stabil. Der „Grad der Profitabilität“ kann als leicht überdurchschnittlich bezeichnet werden. Das (A+) Rating scheint uns in naher Zukunft nicht gefährdet. Der Ratingausblick ist stabil.

Nach den Restrukturierungen im zweiten Quartal 2003 hat sich die **Syskoplan AG (DE0005501456)** im dritten Quartal operativ deutlich erholt. Die Höhe der Marge hat nahezu das alte Niveau erreicht. Der „Operative Leverage“ konnte sich stabilisieren. Der über mehrere Quartale ermittelte „Grad der Profitabilität“ ist zwar weiter rückläufig, insgesamt kann man im operativen Bereich im dritten Quartal 2003 aber zumindest eine Stabilisierung des Risikos erkennen. Nur das aus der Umsatzentwicklung abgeleitete Risiko hat sich leicht erhöht. Weit deutlicher als im operativen Bereich haben sich die Bilanzrelationen verschoben. Syskoplan plant zum 13.04.2004 eine Sonderausschüttung in Höhe von 2 € je Aktie vorzunehmen (Stichtag für den Ausschüttungsanspruch war der 17.09.2003). Vorbereitend wurde der Ausschüttungsbetrag in Höhe von 8,4 Mio. € zum 30.09.2003 aus den Kapitalrücklagen in die kurzfristigen Verbindlichkeiten umgebucht. Dies wirkt sich in der aktuellen EquiRisk-Auswertung entsprechend negativ auf die Kennzahlen „Grad der finanziellen Anspannung“ und „Liquidität 2. Grades“ aus und ist der wesentliche Grund dafür, dass Syskoplan in der aktuellen Auswertung im Rating von (B+) auf (B-) fällt. Weitere negative Einflüsse hieraus erwarten wir nicht. Der Liquiditätsabfluss sollte für Syskoplan vor dem Hintergrund eines bis auf Q2 2003 profitablen Geschäftsbetriebs und eines Cash-Bestands von rund 25 Mio. € kein Problem darstellen. Insgesamt macht das Unternehmen somit auch weiterhin einen soliden Eindruck. Der Ratingausblick ist stabil bis leicht positiv.

Veränderungsanalyse



Grafik 1; Quelle: SES Rating GmbH



Grafik 2; Quelle: SES Rating GmbH

Ratings im TecDAX holen wieder auf

Die Entwicklung der Ratings innerhalb des TecDAX hat gedreht. Nach den tendenziellen Ratingverschlechterungen der letzten Quartale können die TecDAX-Unternehmen bei der aktuellen Auswertung einen deutlichen Schritt nach vorn machen (s. Grafik 2). So stehen aktuell acht Aufsteigern – vier davon konnten ihr Rating sogar deutlich verbessern – nur vier Absteiger gegenüber (s. Tabelle 2).

Auch innerhalb des TecAll-Share ist eine tendenzielle Ratingverbesserung zu erkennen. Hier stehen 32 Aufsteigern 25 Absteigern gegenüber. Im Wesentlichen können sich die Unternehmen des TecAll-Share aber in der aktuellen Auswertung durch eine deutliche Zunahme bei der Ratingstabilität von den Unternehmen des TecDAX absetzen. So haben insgesamt 94 Unternehmen des TecAll-Share ihr Rating bestätigen können (62,3%). Im TecDAX waren es nur 14 (53,8%).

Ratingveränderungen*	TecAll-Share		TecDAX	
	Anzahl	Anteil	Anzahl	Anteil
↑	9	6,0%	4	15,4%
↗	23	15,2%	4	15,4%
⇨	94	62,3%	14	53,8%
↘	18	11,9%	4	15,4%
↓	7	4,6%	0	0,0%
Geratet	151	100,0%	26	100,0%
Nicht geratet	18		4	
Gesamtanzahl	169		30	

*) ⇨ = Rating unverändert; ↗/↘ = Ratingänderung um eine Ratingstufe; ↑/↓ = Ratingänderung um mehr als eine Ratingstufe

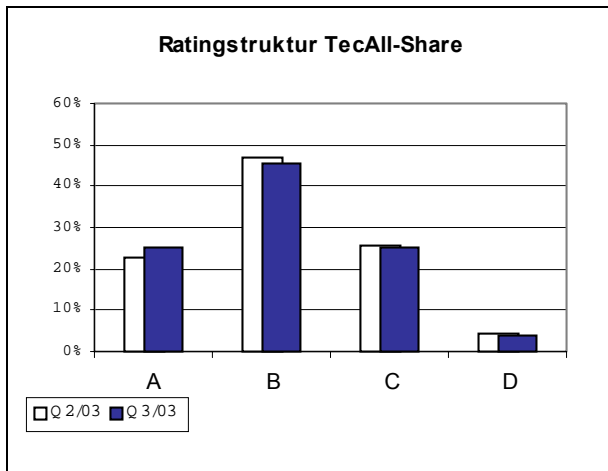
Tabelle 2; Quelle: SES Rating GmbH

Ratingänderungsmatrix				
von/nach	A	B	C	D
A	82,9%	8,6%	0,0%	0,0%
B	11,5%	76,9%	7,7%	0,0%
C	0,0%	11,9%	73,8%	7,1%
D	0,0%	11,1%	22,2%	44,4%

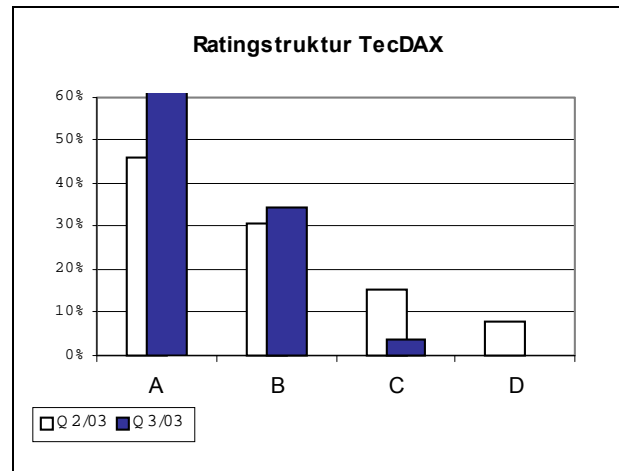
Tabelle 3; Quelle: SES Rating GmbH

Die Ratingänderungsmatrix (s. Tabelle 3) gibt einen Überblick über die Ratingstabilität innerhalb der einzelnen Ratingklassen. Der Wert 82,9% von A nach A drückt beispielsweise aus, dass 82,9% der in der letzten Auswertung vergebenen A-Ratings in der aktuellen Auswertung bestätigt werden konnten. 11,5% der B-Ratings sind demnach nach A aufgestiegen, 8,6% der A-Ratings nach B abgestiegen, usw. Es fällt auf, dass A Ratings mit 82,9% die höchste Stabilität aufweisen und dass die Stabilität von Ratingklasse zu Ratingklasse kontinuierlich abnimmt. Ein niedrigeres unternehmensspezifisches Risiko zeichnet sich demnach durch ein ebenfalls niedrigeres Ratingänderungsrisiko aus.

Strukturanalyse



Grafik 3; Quelle: SES Rating GmbH



Grafik 4; Quelle: SES Rating GmbH

TecDAX kehrt zur alten Stärke zurück

Der TecDAX brilliert durch eine glänzende Ratingstruktur. Unter den 26 ratingfähigen Unternehmen musste aktuell nur ein C Rating (Aixtron) vergeben werden. Mit 61,5% aller Ratings dominiert wieder eindeutig die Ratingklasse A (s. Grafik 4). Die Risikostruktur des TecAll-Share hingegen hat sich kaum verändert. Der Anteil der Ratingklassen B, C und D nahm leicht ab, derjenige der Ratingklasse A konnte sich im Gegenzug leicht verbessern. Weiterhin dominiert hier die Ratingklasse B mit 45,7% (s. Grafik 3).

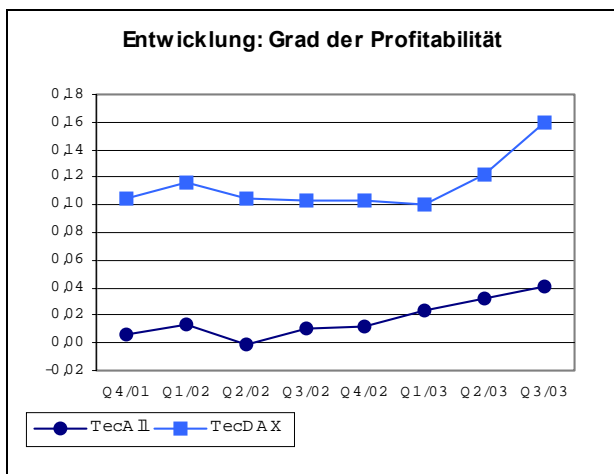
Verursacht wurde die deutliche Verbesserung der Ratingstruktur des TecDAX durch zwei Tatsachen. So weisen viele Unternehmen aktuell tatsächlich ein deutlich besseres Rating aus als in der vorherigen Auswertung (Evotec, Mobilcom, SCM, Repower). Teilweise ist die Entwicklung aber auch auf die neue Zusammensetzung des TecDAX vom 22.09.2003 zurück zu führen. Damals wurden eher schwach geratete Unternehmen – Medigene (C+), Plambeck (C+) und Nordex (D) – durch besser geratete Unternehmen – Teles (A-), Süß (B-) und Freenet (B-) – ersetzt. Dass der TecDAX heute seine Premiumstellung wieder durch eine überdurchschnittliche Risikostruktur unterstreichen kann, geht also zu einem großen Teil auch auf die neue Zusammensetzung zurück.

Die Gesamtanzahl der Unternehmen der beobachteten Indices weicht von der Anzahl der gerateten Unternehmen ab (s. Tabelle 4). Dies liegt daran, dass einige Unternehmen die Anforderungen des Ratingmodells (z.B. bezüglich der Ausführlichkeit der Quartalsberichte oder der Art der Rechnungslegung) nicht erfüllen bzw. zum Stichtag der Auswertung ihre Geschäftsberichte noch nicht vorgelegt hatten. Von den aktuell 169 TecAll-Share-Unternehmen konnten daher in der aktuellen Auswertung insgesamt 18, von den 30 TecDAX-Unternehmen 4 nicht geratet werden.

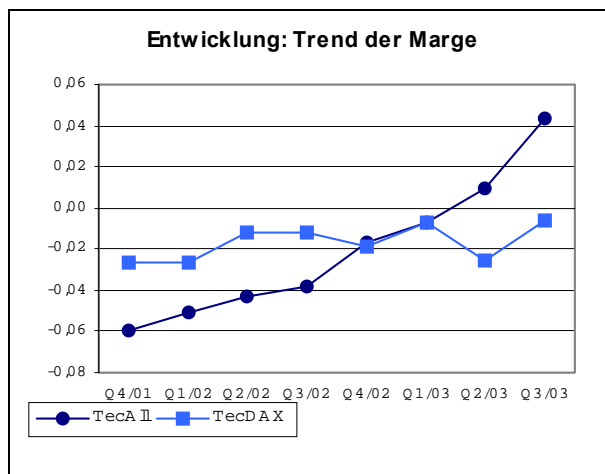
Ratingstruktur	TecAll-Share		TecDAX	
	Anzahl	Anteil	Anzahl	Anteil
A (A+ bis A-)	38	25,2%	16	61,5%
B (B+ bis B-)	69	45,7%	9	34,6%
C (C+ bis C-)	38	25,2%	1	3,8%
D	6	4,0%	0	0,0%
Geratet	151	100,0%	26	100,0%
Nicht geratet	18		4	
Gesamtanzahl	169		30	

Tabelle 4; Quelle: SES Rating GmbH

Kennzahlenanalyse



Grafik 5; Quelle: SES Rating GmbH



Grafik 6; Quelle: SES Rating GmbH

Grad der Profitabilität im TecDAX springt deutlich an

Der Grad der Profitabilität wird als Mittel über mehrere Quartale berechnet. Die Höhe zeigt zum einen an, welche Marktmacht ein Unternehmen besitzt (z.B. über die Realisierung von Kostenvorteilen beim Einkauf oder die Durchsetzung höherer Preise auf dem Absatzmarkt), zum anderen zeigt sie an, über welche operativen Reserven ein Unternehmen verfügt, um auf Innovationen anderer Wettbewerber oder auf neue Wettbewerber mit Hilfe geeigneter Gegenmaßnahmen (Erhöhung der Entwicklungsanstrengungen, Preissenkungen, Werbemaßnahmen etc.) zu reagieren. Generell lässt sich sagen, je höher die Marge, desto besser die Wettbewerbsposition und desto geringer das Risiko, dass das Unternehmen die Wettbewerbsposition verlieren wird. Entsprechend wundert es kaum, dass die Unternehmen des Auswahl-Index TecDAX im Schnitt deutlich höhere Margen aufweisen als die Unternehmen des breit aufgestellten TecAll-Share. Bemerkenswert ist jedoch die äußerst positive Entwicklung der Profitabilität über die letzten beiden Quartale. Die Unternehmen des TecDAX konnten sich dadurch noch einmal deutlich von den Unternehmen des TecAll-Share absetzen.

Der Margentrend im TecAll-Share dreht weiter ins Positive

Der Margentrend wird durch einen Margenvergleich über mehrere Quartale hinweg ermittelt und stellt ein Maß für die operativen Risiken dar, die sich aus der Veränderung der Wettbewerbsfähigkeit der von den Unternehmen angebotenen Produkte und Dienstleistungen ergeben. Ein positiver Margentrend signalisiert eine Verbesserung der Marktposition des betrachteten Unternehmens bzw. eine Verbesserung der Wettbewerbsbedingungen des Marktes. Trotz des deutlichen Anstiegs der Profitabilität der Unternehmen des TecDAX konnte sich dies noch nicht in einem eindeutig positiven Margentrend niederschlagen. Anders sieht das bei den Unternehmen des TecAll-Share aus. Die Profitabilität steigt hier zwar nicht so schnell wie im TecDAX, die Entwicklung der Margen weist dafür aber einen eindeutig positiven Trend auf, der im aktuellen Quartal noch einmal deutlich ins Positive drehen konnte.

Anhang

EquiRisk-Ratings ausgewählter TecAll-Share-Unternehmen (sortiert nach Ratingklasse)

Unternehmen (nach Ratingklasse)	ISIN	ER-Rating (aktuell)	ER-Rating (11.09.03)	Ratingver- änderung *
Atoss	DE0005104400	A+	A+	⇒
Pfeiffer	DE0006916604	A+	A+	⇒
Qiagen	NL0000240000	A+	A+	⇒
Realtech	DE0007008906	A+	A+	⇒
SAP SI	DE0005011118	A+	A+	⇒
T-Online	DE0005557706	A+	A+	⇒
WEB.DE	DE0005296503	A+	A+	⇒
Elmos Semiconductor	DE0005677108	A	A-	↗
FJH	DE0005130108	A	A+	↘
IDS Scheer	DE0006257009	A	A+	↘
Mobilcom	DE0006622400	A	B	↑
AT & S Austria	AT0000969985	A-	A	↘
EPCOS	DE0005128003	A-	A-	⇒
Evotec	DE0005664809	A-	B	↑
Kontron	DE0006053952	A-	A-	⇒
Micronas Semiconductor	CH0012337421	A-	A-	⇒
Teles	DE0007454902	A-	A-	⇒
Wedeco	DE0005141808	A-	B+	↗
GPC Biotech	DE0005851505	B+	B+	⇒
IXOS	DE0005061501	B+	B+	⇒
QSC	DE0005137004	B+	B+	⇒
United Internet	DE0005089031	B+	B+	⇒
BOV	DE0005493704	B	B-	↗
SCM Microsystems	US7840181033	B	C+	↑
Singulus	DE0007238909	B	B	⇒
Cenit	DE0005407100	B-	B-	⇒
Data Modul	DE0005498901	B-	B-	⇒
Freenet	DE0005792006	B-	B-	⇒
Lion Bioscience	DE0005043509	B-	C+	↗
Repower Systems	DE0006177033	B-	D	↑
Suess Microtec	DE0007226706	B-	C+	↗
Syskoplan	DE0005501456	B-	B+	↓
Aixtron	DE0005066203	C+	B-	↘
BB Biotech	CH0001441580	**	**	
Drägerwerk	DE0005550636	**	**	
Jenoptik	DE0006229107	**	**	
Software AG	DE0007242646	**	**	

*) ⇒ = Rating unverändert; ↗/↘ = Ratingveränderung um eine Stufe; ↑/↓ = Ratingveränderung um mehr als eine Stufe
 **) = Unternehmen erfüllt die Ratingvoraussetzungen nicht

Tabelle 5; Quelle: SES Rating GmbH

EquiRisk-Ratings ausgewählter TecAll-Share-Unternehmen (sortiert nach Ratingveränderung)

Unternehmen (nach Ratingveränderung)	ISIN	ER-Rating (aktuell)	ER-Rating (11.09.03)	Ratingver- änderung *
Mobilcom	DE0006622400	A	B	↑
Evotec	DE0005664809	A-	B	↑
SCM Microsystems	US7840181033	B	C+	↑
Repower Systems	DE0006177033	B-	D	↑
Elmos Semiconductor	DE0005677108	A	A-	↗
Wedeco	DE0005141808	A-	B+	↗
BOV	DE0005493704	B	B-	↗
Lion Bioscience	DE0005043509	B-	C+	↗
Suess Microtec	DE0007226706	B-	C+	↗
Atoss	DE0005104400	A+	A+	⇒
Pfeiffer	DE0006916604	A+	A+	⇒
Qiagen	NL000240000	A+	A+	⇒
Realtech	DE0007008906	A+	A+	⇒
SAP SI	DE0005011118	A+	A+	⇒
T-Online	DE0005557706	A+	A+	⇒
WEB.DE	DE0005296503	A+	A+	⇒
EPCOS	DE0005128003	A-	A-	⇒
Kontron	DE0006053952	A-	A-	⇒
Micronas Semiconductor	CH0012337421	A-	A-	⇒
Teles	DE0007454902	A-	A-	⇒
GPC Biotech	DE0005851505	B+	B+	⇒
IXOS	DE0005061501	B+	B+	⇒
QSC	DE0005137004	B+	B+	⇒
United Internet	DE0005089031	B+	B+	⇒
Singulus	DE0007238909	B	B	⇒
Cenit	DE0005407100	B-	B-	⇒
Data Modul	DE0005498901	B-	B-	⇒
Freenet	DE0005792006	B-	B-	⇒
FJH	DE0005130108	A	A+	↘
IDS Scheer	DE0006257009	A	A+	↘
AT & S Austria	AT0000969985	A-	A	↘
Aixtron	DE0005066203	C+	B-	↘
Syskoplan	DE0005501456	B-	B+	↓

*) ⇒ = Rating unverändert; ↗/↘ = Ratingveränderung um eine Stufe; ↑/↓ = Ratingveränderung um mehr als eine Stufe

Tabelle 6; Quelle: SES Rating GmbH

Was ist das EquiRisk-Rating?

Das EquiRisk-Rating der SES Rating GmbH, Hamburg, ist das Ergebnis eines rein quantitativen Modells. Nach Meinung von SES Rating ist es in der Lage, Unternehmen danach zu differenzieren, welchem unternehmensspezifischen Risiko der Marktwert des Eigenkapitals unterliegt. Es erfasst sowohl operative als auch bilanzielle Risiken, nicht aber allgemeine Marktrisiken. Das EquiRisk-Rating drückt insofern die Wahrscheinlichkeit aus, mit der ein Unternehmen zukünftig operative Einbrüche erleiden, in finanzielle Schwierigkeiten geraten bzw. die Erwartungen der Anleger bezüglich der fundamentalen Geschäftsentwicklung enttäuschen könnte. Es handelt sich jedoch um kein Maß für die Bewertung einer Aktie oder die Bonitätsrisiken des Fremdkapitals.

Was kann das EquiRisk Rating?

Das EquiRisk-Rating erhöht - in seiner ersten Stufe der Markteinführung zunächst für sämtliche rund 170 Technologie-Unternehmen des Prime Standard - die Vergleichbarkeit der sich bietenden Investitionsalternativen und ermöglicht den Investoren somit eine schnellere und gezieltere Anlageentscheidung. Die relative Risikoindikation erleichtert Investoren die Auswahl der zu ihrem Risikoprofil passenden Aktien. Eine Anlageempfehlung ist aus dem EquiRisk-Rating jedoch nicht abzuleiten, da es als Eigenkapital-Rating nur das spezifische Risiko eines Unternehmens beurteilt. Weitere, für eine Anlageentscheidung wesentliche Aspekte, wie z.B. Marktpreise oder die Risikopräferenz des jeweiligen Investors, werden nicht berücksichtigt.

Definition der Ratingklassen

EquiRisk-Rating A

A-geratete Unternehmen zeichnen sich durch ein besonders niedriges unternehmensspezifisches Risiko aus. Ihre Situation ist operativ und bilanziell als solide zu bezeichnen. Sowohl operativ als auch bilanziell sind daher keine gravierenden Einbrüche zu erwarten.

EquiRisk-Rating B

B-geratete Unternehmen zeichnen sich durch ein moderates unternehmensspezifisches Risiko aus. Das Eintreten eines negativen oder enttäuschenden fundamentalen Ereignisses ist möglich. Die operative und/oder bilanzielle Situation zeigt Schwächen, ist aber nicht bedrohlich.

EquiRisk-Rating C

C-geratete Unternehmen zeichnen sich durch ein hohes unternehmensspezifisches Risiko aus. Das Eintreten eines negativen oder enttäuschenden fundamentalen Ereignisses ist überdurchschnittlich wahrscheinlich. Die operative und/oder bilanzielle Situation weist Schwächen auf, die den Unternehmen mittelfristig in ihrer Existenz bedrohlich werden könnten.

EquiRisk-Rating D

D-geratete Unternehmen leiden unter einem Liquiditäts- und Finanzierungsengpass. Die operative Lage und Entwicklung wird durch die finanzielle Anspannung überlagert. Sollten in absehbarer Zeit keine zusätzlichen finanziellen Mittel beschafft werden können, ist eine Insolvenz wahrscheinlich.

Ratingzusatz

EquiRisk-Ratings können mit einem Ratingzusatz (+ oder –) versehen sein. Er beschreibt die relative Stellung des jeweiligen Unternehmens innerhalb einer Ratingklasse:

+ = Unternehmen befindet sich im oberen Bereich einer Ratingklasse

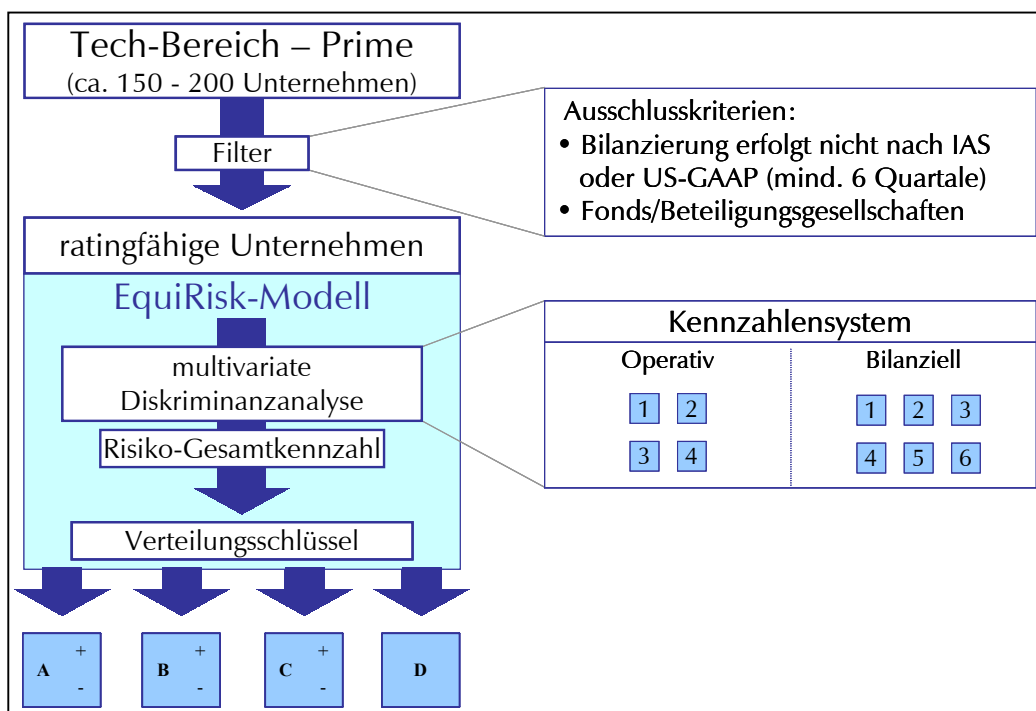
- = Unternehmen befindet sich im unteren Bereich einer Ratingklasse.

Einschränkungen

Das Rating stellt keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf oder Halten eines Wertpapiers dar. Auch macht es keine Aussagen über Marktpreise oder über die Eignung eines Wertpapiers für einen bestimmten Investor. Die ermittelten Ratings basieren auf von den Unternehmen veröffentlichten Abschlüssen. SES Rating führt selbst keine Prüfungen der Abschlüsse durch. Insbesondere bei den Quartalsabschlüssen kann es daher vorkommen, dass ungeprüfte finanzielle Angaben die Basis des Ratings darstellen. Ratings können aufgrund neuer, geänderter oder fehlender Informationen oder anderer Umstände geändert, zeitweise ausgesetzt oder zurückgezogen werden.

Kurzdarstellung des Rating-Verfahrens

Als Datenbasis für die Ermittlung des Ratings durch das EquiRisk-Modell dienen ausschließlich die veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte der betrachteten Unternehmen. Anhand ausgewählter Geschäftszahlen der Bilanz, GuV (Gewinn- und Verlustrechnung) und Kapitalflussrechnung ermittelt das Modell Finanzkennzahlen, die eine Beurteilung der jeweiligen operativen und finanziellen Situation ermöglichen. Zusammengefasst zu einem Kennzahlensystem (für nähere Informationen hierzu siehe SES Rating „EquiRisk-Rating: Das Kennzahlensystem“) geben sie Aufschluss über das aktuelle Risikoprofil der einzelnen Unternehmen.



Grafik 5; Quelle: SES Rating GmbH

Darauf aufbauend nimmt das Modell eine relative Risikobeurteilung der Unternehmen vor. Dazu werden die einzelnen Werte der Finanzkennzahlen auf Basis empirisch ermittelter Gewichtungen aggregiert. Das hierzu verwendete Verfahren beruht auf einem rein mathematisch-statistischen Ansatz (multivariate Diskriminanzanalyse). Dabei gehen allein quantitative Faktoren in die Beurteilung ein. Das EquiRisk-Modell ist insofern frei von subjektiven und qualitativen Elementen.

Die aus der Aggregation hervorgehende Risikogesamtkennzahl dient als Basis für die relative Einteilung der Unternehmen in verschiedene Risikoklassen. Die Überführung erfolgt nach einem vorher fest definierten Verteilungsschlüssel. Das Modell unterscheidet die vier Risikoklassen (Ratingstufen) A bis D, wobei Unternehmen mit dem EquiRisk-Rating A als am risikoärmsten und diejenigen mit dem EquiRisk-Rating D als am risikoreichsten eingestuft sind.

Weiterführende Publikationen zum EquiRisk-Rating

Folgende Hintergrundinformationen zum EquiRisk-Rating sind kostenlos über die SES Rating GmbH (040/87 97 87-0) sowie über www.equirisk.de zu beziehen:

EquiRisk-Rating: Definition der Ratingklassen

Genauere Definition und Abgrenzung der einzelnen vom EquiRisk-Rating verwendeten Ratingklassen

EquiRisk-Rating: Rating-Methodik

Kurzdarstellung des Rating-Ansatzes sowie des zugrundeliegenden mathematisch-statistischen Modells

EquiRisk-Rating: Das Kennzahlensystem

Detaillierte Darstellung der einzelnen in das EquiRisk-Modell einfließenden Risiko-Kennzahlen

EquiRisk-Rating: Empirische Überprüfung

Darstellung des Prüfansatzes, mit dem das Modell auf seine Indikatoreignung getestet wurde, sowie der Ergebnisse der Überprüfung



Kontakt

SES Rating GmbH

Ferdinandstr. 29-33
20095 Hamburg

Tel: +49-40-879787-0
Fax: +49-40-879787-21

www.equirisk.de

Mail: info@equirisk.de

DISCLAIMER

© Urheberrecht 2003: SES Rating GmbH., Ferdinandstraße 29-33, 20095 Hamburg. Alle Rechte vorbehalten. SÄMTLICHE HIERIN ENTHALTENEN INFORMATIONEN SIND IM NAMEN DER SES Rating GmbH. ("SES") URHEBERRECHTLICH GESCHÜTZT UND DÜRFEN VON NIEMANDEM OHNE VORHERIGE SCHRIFTLICHE GENEHMIGUNG VON SES GANZ ODER IN AUSZÜGEN AUF IRGEND EINE ART UND WEISE UND MIT WELCHEN MITTELN AUCH IMMER KOPIERT ODER SONSTWIE VERVIELFÄLTIGT, NEU ZUSAMMENGESTELLT, WEITERÜBERMITTELT, ÜBERTRAGEN, VERTEILT, WEITERVERTRIEBEN ODER WIEDERVERKAUFT ODER ZUR SPÄTEREN NUTZUNG ZU EINEM DIESER ZWECKE AUFBEWAHRT ODER IN ANDERER WEISE VERWERTET WERDEN.

Alle hierin enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die von SES als präzise und zuverlässig erachtet werden. Aufgrund der Möglichkeit menschlichen Irrtums oder eines technischen Defekts oder aufgrund anderer Faktoren werden diese Informationen allerdings ohne jegliche Gewähr zur Verfügung gestellt. Insbesondere macht SES keinerlei Zusicherungen und übernimmt keinerlei Gewähr - weder explizit noch implizit - für die Genauigkeit, Aktualität, Vollständigkeit, Brauchbarkeit oder Eignung dieser Informationen für einen bestimmten Zweck. Jegliche Haftung seitens SES gegenüber natürlichen oder juristischen Personen für (a) einen Verlust oder Schaden, der ganz oder teilweise durch, aufgrund oder im Zusammenhang mit einem (aus Fahrlässigkeit oder anders begangenen) Fehler oder einem anderen Umstand oder unvorhergesehenen Ereignis in Verbindung mit der Beschaffung, Sammlung, Zusammenstellung, Analyse, Interpretation, Mitteilung, Veröffentlichung oder Lieferung dieser Informationen entsteht, gleichgültig, ob es sich dabei um Gegebenheiten handelt, die im Einflussbereich von SES oder einer seiner Führungskräfte, Mitarbeiter oder Vertreter liegen oder nicht; bzw. für (b) mittelbare, unmittelbare, spezielle, Folge-, Ausgleichs- oder Nebenschäden (einschließlich - und zwar ohne jede Einschränkung - aller entgangenen Gewinne), die sich aus der Nutzung oder der Unmöglichkeit der Nutzung dieser Informationen ergeben, und zwar selbst dann, wenn SES im Vorfeld auf die Möglichkeit solcher Schäden hingewiesen wurde, ist ausgeschlossen. Die Bonitätsbeurteilungen, die gegebenenfalls einen Teil der hierin enthaltenen Informationen darstellen, sind reine Meinungen und auch nur als solche aufzufassen; sie stellen keinesfalls Tatsachenfeststellungen oder Empfehlungen dar, bestimmte Wertpapiere zu kaufen, verkaufen oder zu halten.

SES ÜBERNIMMT KEINE WIE AUCH IMMER GEARTETE GEWÄHR - WEDER EXPLIZIT NOCH IMPLIZIT - FÜR DIE GENAUIGKEIT, AKTUALITÄT, VOLLSTÄNDIGKEIT, BRAUCHBARKEIT ODER EIGNUNG EINER SOLCHEN BEURTEILUNG ODER SONSTIGEN MEINUNG ODER INFORMATION FÜR EINEN BESTIMMTEN ZWECK.

Das Rating stellt keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf oder Halten eines Wertpapiers dar. Auch macht es keine Aussagen über Marktpreise oder über die Eignung eines Wertpapiers für einen bestimmten Investor. Die ermittelten Ratings basieren auf von den Unternehmen veröffentlichten Abschlüssen. SES führt selbst keine Prüfungen der Abschlüsse durch. Insbesondere bei den Quartalsabschlüssen kann es daher vorkommen, dass ungeprüfte finanzielle Angaben die Basis des Ratings darstellen. Ratings können aufgrund neuer, geänderter oder fehlender Informationen oder anderer Umstände geändert, zeitweise ausgesetzt oder zurückgezogen werden. Jede Beurteilung oder sonstige Meinung darf nur als ein Faktor von vielen in eine Anlageentscheidung einfließen, die seitens oder im Auftrag irgendeines Nutzers der hierin enthaltenen Informationen getroffen wird. Dementsprechend muss jeder dieser Nutzer auch für jedes Wertpapier und für jeden Emittenten, Bürgen und Sicherheitengeber eines jeden Wertpapiers, das er zu kaufen, halten oder zu verkaufen gedenkt, eigene Untersuchungen anstellen und eine eigene Bewertung vornehmen.

© Copyright 2003 by SES Rating GmbH., Ferdinandstraße 29-33, 20095 Hamburg. All rights reserved. ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS COPYRIGHTED IN THE NAME OF SES Rating GmbH ("SES"), AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT SES PRIOR WRITTEN CONSENT.

All information contained herein is obtained by SES from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, such information is provided "as is" without warranty of any kind and SES, in particular, makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy, timeliness, completeness, merchantability or fitness for any particular purpose of any such information. Under no circumstances shall SES have any liability to any person or entity for (a) any loss or damage in whole or in part caused by, resulting from, or relating to, any error (negligent or otherwise) or other circumstance or contingency within or outside the control of SES or any of its directors, officers, employees or agents in connection with the procurement, collection, compilation, analysis, interpretation, communication, publication or delivery of any such information, or (b) any direct, indirect, special, consequential, compensatory or incidental damages whatsoever (including without limitation, lost profits), even if SES is advised in advance of the possibility of such damages, resulting from the use of or inability to use, any such information. The credit ratings, if any, constituting part of the information contained herein are, and must be construed solely as, statements of opinion and not statements of fact or recommendations to purchase, sell or hold any securities.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY SUCH RATING OR OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY SES IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

The ratings are not a recommendation to purchase, sell, or hold any security, in as much as they do not comment as to market price, yield or suitability for a particular investor. The ratings are based on current information obtained by SES from sources it considers reliable. SES does not perform an audit in connection with any rating and may, on occasion, rely on not audited financial information. The ratings may be changed, suspended, or withdrawn as a result of changes in, or unavailability of, such information, or based on other circumstances. Each rating or other opinion must be weighed solely as one factor in any investment decision made by or on behalf of any user of the information contained herein, and each such user must accordingly make its own study and evaluation of each security and of each issuer and guarantor of, and each provider of credit support for, each security that it may consider purchasing, holding or selling.