

EquiRisk-Rating

TecReport

13.05.2004

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

Zusammenfassung

- In der aktuellen Auswertung konnten sich innerhalb des TecDAX Freenet, Micronas Semiconductor und Singulus im Rating deutlich verbessern; um eine Ratingstufe aufsteigen konnten AT&S Austria, Dialog Semiconductor und Rofin-Sinar.
- Deutlich im Rating gefallen sind FJH und Suess Microtec; eine leichte Verschlechterung musste Evotec hinnehmen.
- Die Situation in der Ratingklasse D hat sich spürbar verschärft. Nur zwei von acht D-gerateten Unternehmen gelang der Aufstieg in eine höhere Ratingklasse, für drei Unternehmen konnte kein aktuelles Rating mehr ermittelt werden.
- Die Technologieunternehmen können ihre Ratings tendenziell weiter verbessern. Im Technology All Share stehen 39 Ratingaufsteigern 24 Ratingabsteiger gegenüber. Im TecDAX beträgt das Verhältnis 6 zu 3.
- Die Risikostrukturen innerhalb des TecDAX und Technology All Share haben sich kaum verändert.

EquiRisk-Ratings ausgewählter TecAll-Share-Unternehmen

Unternehmen	ISIN	ER-Rating (aktuell)	ER-Rating (historisch)	Ratingveränderung *
AAP Implantate	DE0005066609	**	D	
Aixtron	DE0005066203	C+	C+	⇒
AT & S Austria	AT0000969985	A	A-	↗
Atoss	DE0005104400	A+	A+	⇒
BB Biotech	CH0001441580	**	**	
Broadnet Mediascape	DE0005490866	A+	B+	↑
BOV	DE0005493704	B	B	⇒
Cenit	DE0005407100	B-	B-	⇒
Data Modul	DE0005498901	B-	B-	⇒
Dialog Semiconductor	GB0059822006	A-	B+	↗
Drägerwerk	DE0005550636	**	**	
Drillisch	DE0005545503	C	A-	↓
Elmos Semiconductor	DE0005677108	A	A	⇒
EPCOS	DE0005128003	A-	A-	⇒
Evotec	DE0005664809	B+	A-	↘
FJH	DE0005130108	B+	A	↓
Freenet	DE0005792006	B+	B-	↑
GPC Biotech	DE0005851505	B+	B+	⇒
IDS Scheer	DE0006257009	A	A	⇒
Jenoptik	DE0006229107	**	**	
Kontron	DE0006053952	A-	A-	⇒
Lintec	DE0006486004	D	C	↓
Micronas Semiconductor	CH0012337421	A+	A-	↑
Mensch und Maschine	DE0006580806	D	C-	↘
Mobilcom	DE0006622400	A	A	⇒
Pfeiffer	DE0006916604	A+	A+	⇒
Qiagen	NL0000240000	A+	A+	⇒
QSC	DE0005137004	B+	B+	⇒
Realtech	DE0007008906	A+	A+	⇒
Repower Systems	DE0006177033	B-	B-	⇒
Rofin Sinar	US7750431022	A+	A	↗
SAP SI	DE0005011118	A+	A+	⇒
SCM Microsystems	US7840181033	B	B	⇒
Singulus	DE0007238909	A-	B	↑
Software AG	DE0007242646	**	**	
Suess Microtec	DE0007226706	C	B-	↓
Syskoplan	DE0005501456	B-	B-	⇒
Teles	DE0007454902	A-	A-	⇒
Tomorrow Focus	DE0005495329	A-	B+	↗
T-Online	DE0005557706	A+	A+	⇒
United Internet	DE0005089031	B+	B+	⇒
Umweltkontor	DE0007608101	**	C	
WEB.DE	DE0005296503	A+	A+	⇒

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

Tabelle 1; Quelle: SES Rating GmbH

Einen Überblick über alle bisher veröffentlichten EquiRisk-Auswertungen finden Sie im Online-Auftritt der **comdirect bank (www.equirisk.de/comdirect)**.

Informationen zur Funktionsweise des EquiRisk-Ratings finden Sie ab S. 14 ff. in diesem Report.

Ratingentwicklung ausgewählter Unternehmen

Insolvenzen im Technology All Share

Der Vorstand der **Adcon Telemetry AG** musste am 07.10.2003 Insolvenz anmelden. Bereits seit Q2 2002 – also in allen fünf davor liegenden Quartalen – wurde das Unternehmen vom EquiRisk-Rating konstant mit einem (D) beurteilt. Der Vorstand der **Farmatic Biotech Energy AG** musste am 03.03.2004 ebenfalls einen Insolvenzantrag stellen. Das Unternehmen wurde vom EquiRisk-Rating seit Q4 2002 – also in allen vier davor liegenden Quartalen – in der Ratingklasse D eingestuft.

Risikoreiche Investments

Für die **Umweltkontor Renewable Energy AG** konnte in der aktuellen Auswertung kein Rating ermittelt werden, da die Veröffentlichung des Geschäftsberichts auf den 25.05.2004 verschoben wurde. Das Unternehmen begründet dies mit seinen aktuellen Restrukturierungsbemühungen. In einer auf der Internetseite der Umweltkontor veröffentlichten Mitteilung heißt es dazu: „Diese Verschiebung gegenüber der ursprünglichen Planung wurde aufgrund der im Rahmen eines Restrukturierungsprogramms vorgenommenen Kapazitätsanpassungen bei der Umweltkontor AG erforderlich. Infolge der reduzierten Mitarbeiterzahl verzögerte sich die Erstellung und Prüfung des Konzernabschlusses.“ Bereits am 16.12.2003 gab Umweltkontor die Veräußerung eines 66%igen Anteils an der Nevest New Energy AG bekannt. Hierbei handelte es sich um eine kurz vor der Insolvenz stehende Tochtergesellschaft der Umweltkontor. Seit Q3 2001 (also seit neun Quartalen) wird Umweltkontor vom EquiRisk-Rating in die Ratingklasse C eingeordnet.

Auch für die **aap Implantate AG** kann in der aktuellen Auswertung kein Rating ermittelt werden, da die Veröffentlichung des Geschäftsberichts auf unbestimmte Zeit verschoben wurde. Das Unternehmen begründet dies mit seiner finanziell angespannten Situation. In einer auf der Internetseite der aap Implantate AG veröffentlichten Mitteilung heißt es dazu: „In Bezug auf den Veröffentlichungstermin für den Jahresabschluss 2003 ergibt sich derzeit für aap die Sachlage, dass die Gesamtfinanzierungslösung für 2004 und die Investorenverhandlungen mit den Banken noch nicht abgeschlossen sind. Da die Sicherstellung der Unternehmensfinanzierung wesentliche Grundlage für die Fortführung der Unternehmenstätigkeit ist, kann das Testat des Wirtschaftsprüfers erst nach Abschluss dieser Gespräche erteilt werden.“ Mit Ausnahme von Q2 2003, in dem aap Implantate ein (C-) erhielt, wird das Unternehmen vom EquiRisk-Rating seit Q4 2002 (also seit vier Quartalen) in die Ratingklasse D eingeordnet.

Die **Mensch und Maschine Software AG** rutscht trotz einer im November 2003 durchgeführten Kapitalerhöhung (3,3 Mio. €) und eines Gesellschafterdarlehns (1,4 Mio. €) erneut in die Ratingklasse D ab. Acht der zehn Risikokennzahlen indizieren überdurchschnittliches Risiko. Das Unternehmen steht insbesondere bilanziell auf äußerst wackeligen Beinen. So stehen 23,9 Mio. € an Geschäfts- und Firmenwerten sowie 10,5 Mio. € an latenten Steuern auf der Passivseite nur 14,8 Mio. € an Eigenkapital gegenüber. Generell ist die Eigenkapitalausstattung bei einer Eigenkapitalquote von 18,5% als äußerst niedrig zu bezeichnen. Aufgrund der hohen Nettoverschuldung (31,3 Mio. €) lastet ein hoher Zinsaufwand (rund 2,5 Mio. € p.a.) auf dem Cashflow. Der operative Cashflow fiel insbesondere in Q4 äußerst negativ aus. Der niedrige Bestand liquider Mittel (1,4 Mio. €) und die deutlich gekürzten Kreditlinien machen das Unternehmen in seiner Existenz stark



von der Finanzierungsbereitschaft der Banken abhängig. Bis zur Entspannung der finanziellen Situation wird daher mit keiner deutlichen Ratingverbesserung zu rechnen sein. Der Ratingausblick ist stabil.

Die **LINTEC Information Technologies AG** ist nach einer zuvor leichten Ratingverbesserung in der aktuellen Auswertung von der Ratingklasse C erneut in die Ratingklasse D abgerutscht. Aufgrund hoher Verluste musste im Geschäftsbericht für den Konzern ein negatives Eigenkapital ausgewiesen werden. Eine Überschuldung der börsennotierten LINTEC Information Technologies AG liegt trotz einer Nettoverschuldung von 24,4 Mio. € jedoch nicht vor. Das erste Quartal verlief Unternehmensangaben zufolge für die AG wenig erfreulich. Der Vorstand rechnet daher damit, den Aktionären den Verlust der Hälfte des Eigenkapitals innerhalb der AG anzeigen zu müssen. Dennoch ist der Vorstand für das Gesamtjahr 2004 optimistisch. So wurden bereits defizitäre Tochtergesellschaften verkauft bzw. sollen um die AG auf einer profitablen Basis fortführen zu können, einer kontrollierten Insolvenz zugeführt werden. Die nächsten Quartale werden zeigen, ob die Restrukturierung und operative Stabilisierung gelingt. Bis dahin ist das Unternehmen jedoch weiterhin stark insolvenzgefährdet. Eine deutliche Ratingverbesserung ist in nächster Zeit nur bei einer erfolgreichen Dekonsolidierung der defizitären Tochtergesellschaften und einer Rückkehr der AG in die schwarzen Zahlen zu erwarten. Der Ratingausblick ist stabil.

TecDAX: Die neuen Index-Mitglieder

Die **Rofin-Sinar Technologies Inc.** hat ihr EquiRisk-Rating in der aktuellen Auswertung von (A) auf (A+) verbessern können. Das Unternehmen verfügt insgesamt über eine ausgeglichene Bilanz. Hervorzuheben sind lediglich die leicht überdurchschnittlichen Risikobeiträge des „Grades finanzieller Anspannung“ sowie des „Impairment-Risikos“. Letzterer kommt durch einen überdurchschnittlich hohen Bestand an aktivierten Geschäfts- und Firmenwerten zustande. Die bilanziellen Kennzahlen haben sich im aktuellen Quartal bis auf eine leichte Erhöhung der Forderungsquote geringfügig verbessern können. Operativ zeichnet sich Rofin-Sinar durch eine äußerst stetige Umsatz- und Margenentwicklung aus. Entsprechend liegen die Risikobeiträge der Kennzahlen „Trendtreue Umsatz“ und „Operativer Leverage“ nahe Null. Der Grad der Profitabilität ist weiterhin überdurchschnittlich hoch. Ein operativer Cash-Verbrauch ist dementsprechend nicht festzustellen. Der langfristige Margentrend ist nahezu stabil. Der Ratingausblick ist stabil.

Die **Dialog Semiconductor Plc** konnte rechtzeitig zum Aufstieg in den TecDAX in die Ratingklasse A aufsteigen. In der aktuellen EquiRisk-Auswertung erhält sie ein (A-). Hierzu beigetragen hat im Wesentlichen der Margentrend, der deutlich ins Positive drehte. Auch die Profitabilität ist leicht gestiegen. So konnte das Unternehmen den operativen Break-even des vorherigen Quartals bestätigen. Der deutliche Umsatz- und Margenanstieg im vierten Quartal erhöht jedoch das Risiko stark schwankender Umsätze („Trendtreue Umsatz“) und Margen („Operativer Leverage“). Insgesamt scheint sich das Unternehmen operativ deutlich zu stabilisieren. Die Bilanz ist als solide zu bezeichnen. Besonders hervorzuheben sind hierbei die gute Eigenkapitalausstattung und die hohe Liquidität 2. Grades. Allein das Impairment-Risiko erreicht ein durchschnittliches Maß, konnte aber im zuletzt bewerteten Quartal leicht zurückgeführt werden. Ausgehend von einer weiteren operativen Verbesserung ist der Ratingausblick stabil bis leicht positiv.



Die **QSC AG** hat ihr gutes EquiRisk-Rating in der aktuellen Auswertung erfolgreich verteidigt. Sie erhält erneut ein (B+). Das Unternehmen konnte sein operatives Geschäft auch im vierten Quartal 2003 weiter verbessern. Umsatz und operatives Ergebnis legten erneut zu. Dies schlägt sich insbesondere in den operativen Risikokennzahlen positiv nieder. Der Cash-Verbrauch konnte leicht verringert werden, die Profitabilität steigt, der positive Margentrend ist weiterhin intakt und auch der „Operative Leverage“, ein Maß für das Risiko stark schwankender Margen, konnte weiter verbessert werden. Das anhaltend negative Ergebnis bringt jedoch eine leichte Verschlechterung der Bilanzrelationen mit sich. Das Eigenkapital ging erneut spürbar zurück. Die bilanziellen Risikokennzahlen, insbesondere der „Grad finanzieller Anspannung“, verschlechtern sich. Eine positive Ausnahme stellt die Entwicklung der Forderungen dar. Hier konnte QSC den positiven Trend der vorherigen Quartale fortsetzen und das Risiko deutlich reduzieren. Insgesamt macht die Bilanz auch weiterhin einen äußerst soliden Eindruck. Wir gehen auch in den nächsten Quartalen von einer positiven operativen Entwicklung aus. Der Aufstieg zu einem Top-Rating erscheint daher kurzfristig möglich zu sein und könnte bereits in der nächsten oder übernächsten Auswertung gelingen. Der Ratingausblick ist auf Sicht von zwei Quartalen leicht positiv.

TecDAX-Unternehmen

Die **Freenet AG** kann ihr EquiRisk-Rating deutlich von (B-) auf (B+) verbessern. Das deutlich positive Ergebnis sorgt über einen Anstieg des Eigenkapitals für eine leichte Verbesserung der Bilanzrelationen. Überproportionales Risiko geht jedoch von der Forderungsentwicklung aus. Diese sollte man in den nächsten Quartalen genauer beobachten. Operativ hat Freenet die Übernahme des Festnetzgeschäfts von Mobilcom gut verdaut. Der Margenverwässerung konnte im vierten Quartal erfolgreich entgegen gewirkt werden. Der längerfristige Margentrend dreht wieder deutlich ins Plus. Die Profitabilität ist überdurchschnittlich hoch und stieg in der aktuellen Auswertung sogar wieder leicht an. Umsatz- und Margenentwicklung können deutlich verstetigt werden.

Die **IDS Scheer AG** kann ihr gutes EquiRisk-Rating des Vorquartals in der aktuellen Auswertung verteidigen und erhält somit erneut ein (A). Dies ist bemerkenswert, da das Unternehmen im vergangenen Geschäftsjahr zwei Gesellschaften (Groupe Expert und ehemalige Tochtergesellschaften der Plaut) übernommen hat und hierdurch einen Umsatzanstieg von fast 50 % sowie deutliche bilanzielle Verschiebungen zu verkraften hatte. Trotz eines überdurchschnittlich hohen Bestands an Geschäfts- und Firmenwerten macht die Bilanz einen weiterhin ausgeglichenen Eindruck. Wesentliche Veränderungen waren im aktuellen Quartal nicht zu verzeichnen – nur der Grad finanzieller Anspannung und das Risiko aus der Forderungsentwicklung haben sich leicht erhöht. Operativ hat das Unternehmen die Übernahmen gut verkraftet: Der Trend der Marge ist weiterhin stabil, dreht in der aktuellen Auswertung sogar leicht ins Positive. Die Profitabilität liegt leicht unter dem Spitzenwert früherer Quartale, ist aber immer noch als überdurchschnittlich hoch zu bezeichnen. Umsatz- und Margenentwicklung weisen eine überdurchschnittliche Stetigkeit auf. Der Ratingausblick ist stabil.

Bei der **FJH AG** machen sich in der aktuellen Auswertung die durch einen unbegründeten anonymen Bilanzfälschungsvorwurf ausgelösten operativen Probleme bemerkbar. Das EquiRisk-Rating fällt von (A) auf (B+). Die Bilanz der FJH vermittelt auch nach der abgeschlossenen Übernahme der Heubeck AG einen soliden Eindruck. Die Forderungsentwicklung indiziert weiterhin ein leicht überdurchschnittliches Risiko. Insofern der Bilanzfälschungsvorwurf vom Unternehmen entkräftet werden konnte, sind die Forderungen aber als wert-

haltig zu bezeichnen. Aufgrund der abwartenden Haltung vieler Kunden sind Umsatz und Ergebnis im vierten Quartal dennoch deutlich eingebrochen. Hinzu kamen nach Unternehmensangaben Probleme bei zwei von FJH durchgeführten Projekten sowie eine Unsicherheit bei den Kunden aufgrund der öffentlichen Diskussion zur Besteuerung von Versicherungsunternehmen und Altersvorsorgeprodukten. Wir gehen davon aus, dass auch die folgenden Quartale nicht an die Entwicklung früherer Quartale anknüpfen können werden. Dies liegt insbesondere daran, dass FJH die umstrittene Bilanzposition „noch nicht fakturierte Forderungen“ in Zukunft ergebnisbelastend zurückführen will. Zudem wir es noch einige Quartale dauern, bis die Kunden dem Unternehmen wieder ihr volles Vertrauen schenken werden. Das Rating könnte daher in den nächsten Quartalen noch einmal leicht unter Druck geraten. Von einer existenzbedrohlichen Schieflage des Unternehmens kann aber auch dann nicht gesprochen werden. Der Ratingausblick ist negativ.

Technology All Share Unternehmen

Die **Drillisch AG** ist in der aktuellen Auswertung von (A-) auf (C) abgestürzt. Grund hierfür ist die in Q4 2003 vollzogene Übernahme der VICTORVOX AG. Insbesondere die Bilanzrelationen wirken seit der Übernahme leicht angespannt. So steht dem deutlich ausgeweiteten Bestand an immateriellen Vermögenswerten (Geschäfts- und Firmenwerte 38 Mio. €, Software 4 Mio. € sowie latente Steuern 7 Mio. €) lediglich ein Eigenkapital in ähnlicher Größenordnung (51 Mio. €) gegenüber. Zudem ist die Eigenkapitalquote aufgrund der Bilanzverlängerung deutlich von 67% auf 42% gesunken. Die Übernahme eines hohen Bestands an Kundenforderungen von der VICTORVOX hat den positiven Trend der Forderungsentwicklung der letzten Quartale zunichte gemacht. Die Quote der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen ist trotz hoher Wertberichtigungen von unter 17% auf fast 36% der Bilanzsumme hochgeschneit. Auch Liquidität und Anlagendeckungsgrad haben sich leicht verschlechtert. Operativ hinterlässt die Übernahme eher positive Spuren. Die Profitabilität konnte gesteigert werden, der Margentrend dreht weiter ins Positive. Auch der „Operative Leverage“, eine Kennzahl für die Schwankungsbreite der Margen, konnte verbessert werden. Insgesamt ist der Ratingabsturz im Wesentlichen auf die geänderten bilanziellen Verhältnisse zurück zu führen. Insbesondere verfügt die Bilanz nach der Übernahme kaum noch über Reserven, um operative Schwächen gefahrlos abzufedern. Sollte sich das operative Geschäft in den nächsten Quartalen positiv entwickeln, ergibt sich hieraus für Drillisch kein Problem, bei einem operativen Einbruch wird die Luft jedoch schnell dünn. Der Ratingausblick ist positiv.

Der **Tomorrow Focus AG** gelang in der aktuellen Auswertung der Aufstieg in die Ratingklasse A. Von (B+) verbesserte sich das Rating auf (A-). Wesentlicher Grund hierfür ist der Anstieg der Profitabilität. So konnte das Unternehmen im vierten Quartal erstmals ein positives Vorsteuerergebnis erwirtschaften und dadurch den positiven Margentrend der letzten Quartale bestätigen. Auch die bilanziellen Verhältnisse verbesserten sich leicht und machen mit Ausnahme der Kennzahl „Impairment-Risiko“ einen ausgeglichenen bis soliden Eindruck. Aufgrund des in der Werbeindustrie eher schwächeren ersten Quartals rechnen wir kurzfristig mit keiner weiteren Ratingverbesserung. Der Ratingausblick ist stabil.

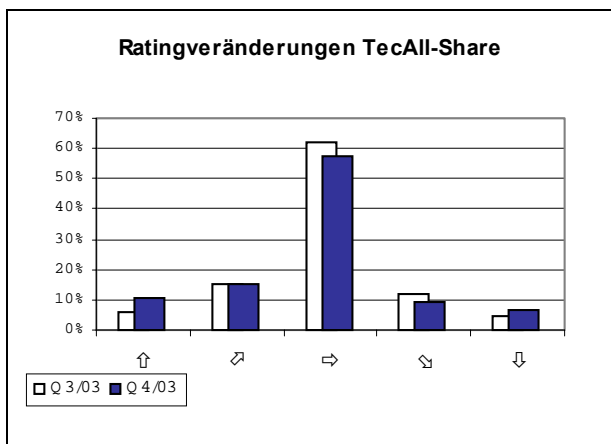
Auch der **broadnet mediascape communications AG** gelang der Sprung in die Ratingklasse A. Die kontinuierliche operative Verbesserung der letzten Quartale führt dazu, dass das Rating in der aktuellen Auswertung gleich um 3 Ratingstufen von (B+) auf (A+) steigt. So konnte die Profitabilität in den letzten beiden Quartalen gesteigert und der operative Cash-Verbrauch komplett zurück geführt werden. Der Margentrend



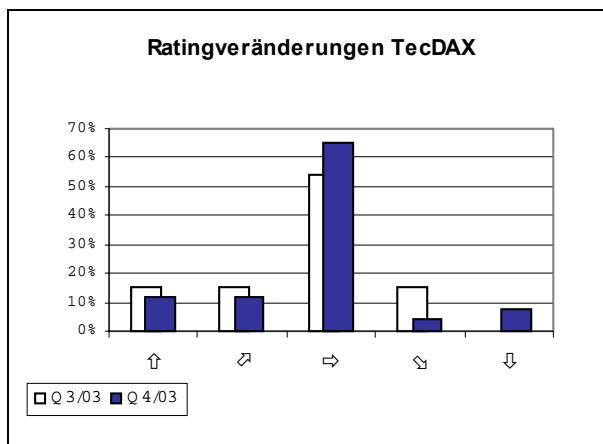
ist positiv. Bilanziell macht das Unternehmen einen äußerst soliden Eindruck. Um das gute Rating zu verteidigen, wird broadnet mediascape die Profitabilität in den nächsten Quartalen weiter steigern müssen. Kurzfristig ist der Ratingausblick zunächst stabil.

Wie erwartet konnte die **Syskoplan AG** ihr Vorquartalsrating in der aktuellen Auswertung verteidigen. Sie erhält erneut ein (B-). Grund hierfür ist die weitere operative Stabilisierung des Geschäfts. Umsatz und Ergebnis konnten nach drei stark rückläufigen Quartalen zum zweiten Mal in Folge gegenüber dem Vorquartal stabilisiert bzw. leicht gesteigert werden. Eine für den 13.04.2004 geplante Sonderausschüttung von 2 € je Aktie, die als kurzfristige Verbindlichkeit gebucht wird, belastet jedoch weiterhin die Bilanz und ist maßgeblich für das schlechte Rating verantwortlich. In der Auswertung für Q2 2004 sollte die Ausschüttung zu einer deutlichen Bilanzverkürzung und damit zu einer deutlichen Ratingverbesserung führen. Bis dahin rechnen wir auch operativ mit einer weiteren Verbesserung. Der Ratingausblick ist für die nächste Auswertung stabil, für die folgenden Auswertungen deutlich positiv.

Veränderungsanalyse



Grafik 1; Quelle: SES Rating GmbH



Grafik 2; Quelle: SES Rating GmbH

Überwiegend positive Ratingentwicklung bestätigt positive Marktstimmung

Sowohl die Unternehmen des TecDAX als auch die Unternehmen des Technology All Share konnten sich in der aktuellen EquiRisk-Auswertung tendenziell in ihrem Rating verbessern (s. Grafiken 1 und 2). Sie bestätigen damit die fundamental überwiegend positive Stimmung im Markt.

Innerhalb des TecDAX stehen in der aktuellen Auswertung sechs Ratingaufsteigern – drei davon konnten ihr Rating sogar deutlich verbessern – nur drei Absteiger gegenüber. Zudem hat sich die Ratingstabilität deutlich erhöht und erreicht mit 64,5 % einen Wert, der wieder deutlich über demjenigen innerhalb des Technology All Share liegt. Eine hohe Ratingstabilität ist ein Indiz für ein stabiles Risikoprofil der Unternehmen. Der TecDAX verteidigt insofern seine Premiumstellung gegenüber dem deutlich breiter aufgestellten Technology All Share (s. Tabelle 2).

Ratingveränderungen*	TecAll-Share		TecDAX	
	Anzahl	Anteil	Anzahl	Anteil
↑	16	10,7%	3	11,5%
↗	23	15,4%	3	11,5%
⇒	86	57,7%	17	65,4%
↘	14	9,4%	1	3,8%
↓	10	6,7%	2	7,7%
Geratet	149	100,0%	26	100,0%
Nicht gewertet	12		4	
Gesamtanzahl	161		30	

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

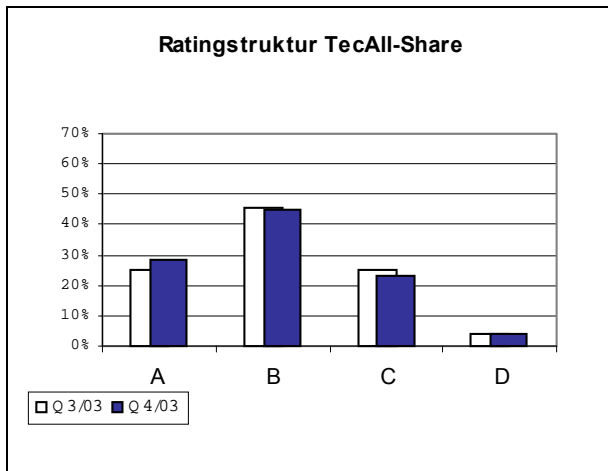
Tabelle 2; Quelle: SES Rating GmbH

Ratingänderungsmatrix				
von/nach	A	B	C	D
A	80,0%	13,3%	2,2%	2,2%
B	13,3%	73,3%	5,6%	2,2%
C	0,0%	11,9%	79,7%	3,4%
D	0,0%	0,0%	30,0%	30,0%

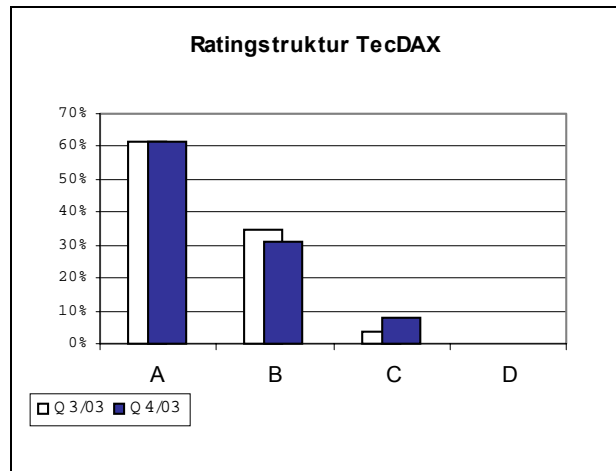
Tabelle 3; Quelle: SES Rating GmbH

Aber auch innerhalb des Technology All Share überwiegen die Ratingaufsteiger. Ihr Verhältnis von Ratingaufsteigern zu Ratingabsteigern beträgt hier 39 zu 24. Generell scheinen die Technologieunternehmen ihre operative Situation deutlich verbessert zu haben. So konnte die Profitabilität bei den meisten Unternehmen deutlich gesteigert bzw. der operative Cash-Verbrauch deutlich reduziert werden (vgl. Kennzahlenanalyse). Auch die Bilanzverhältnisse machen einen zunehmend soliden Eindruck. Die durchschnittliche Fremdkapitalquote ging zum ersten Mal seit langem zurück. Der Bestand immateriellen Vermögens konnte deutlich abgebaut werden, Liquidität 2. Grades und Anlagendeckungsgrad verbesserten sich.

Strukturanalyse



Grafik 3; Quelle: SES Rating GmbH



Grafik 4; Quelle: SES Rating GmbH

Verschärfte Auslese in der Risikoklasse D

Auch wenn der unveränderte Anteil der D-gerateten Unternehmen dies nicht auf den ersten Blick offenbart, die Situation in der Risikoklasse D hat sich innerhalb des Technology All Share im vierten Quartal 2003 spürbar verschärft. Von den acht in der letzten Auswertung D-gerateten Unternehmen gelang nur zwei (Linos, IVU Traffic) der Aufstieg zu einem besseren Rating, ein Unternehmen musste Insolvenz anmelden (Farmatic Biotec), eines konnte aufgrund der angespannten Finanzlage bis heute keinen Geschäftsbericht vorlegen (*aap Implantate*), ein weiteres wurde kurz vor der Insolvenz aufgekauft (Gauss Interprise), drei Unternehmen haben ihr D-Rating behalten und drei neue D-Ratings sind hinzugekommen.

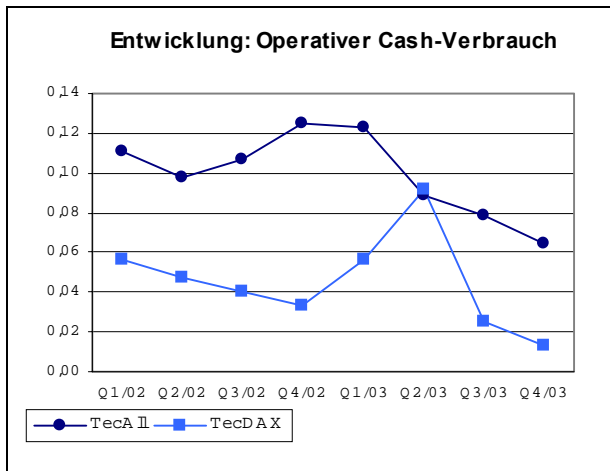
Die Ratingstrukturen innerhalb des TecDAX und Technology All Share haben sich in der aktuellen EquiRisk-Auswertung hingegen kaum verändert. Innerhalb des TecDAX kam in Summe ein C-Rating hinzu, wohingegen ein B-Rating wegfiel. Ein D-Rating musste im TecDAX auch diesmal nicht vergeben werden. Innerhalb des Technology All Share ging die Anzahl der B- und C-Ratings leicht zurück, dafür kamen einige A-Ratings hinzu.

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. Möglich ist aber auch, dass die Bilanz zum Stichtag der Auswertung noch nicht vorgelegt hatten (vgl. Umweltkonto und *aap Implantate*, S. 4). Von den aktuell 161 Technology-All-Share-Unternehmen konnten daher in der aktuellen Auswertung insgesamt 12, von den 30 TecDAX-Unternehmen 4 nicht geratet werden.

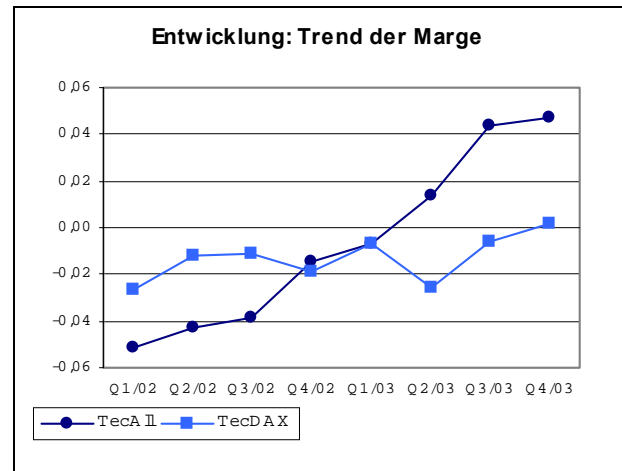
Ratingstruktur	TecAll-Share		TecDAX	
	Anzahl	Anteil	Anzahl	Anteil
A (A+ bis A-)	42	28,2%	16	61,5%
B (B+ bis B-)	67	45,0%	8	30,8%
C (C+ bis C-)	34	22,8%	2	7,7%
D	6	4,0%	0	0,0%
Geratet	149	100,0%	26	100,0%
Nicht geratet	12		4	
Gesamtanzahl	161		30	

Tabelle 4; Quelle: SES Rating GmbH

Kennzahlenanalyse



Grafik 5; Quelle: SES Rating GmbH



Grafik 6; Quelle: SES Rating GmbH

Operativer Cash-Verbrauch

Die Kennzahl „Operativer Cash-Verbrauch“ drückt aus, wie viel Prozent seiner liquiden Mittel ein Unternehmen im Durchschnitt der letzten beiden Quartale verbraucht hat. Insbesondere bei jungen Unternehmen, deren Geschäftsmodell sich noch in der Verlustphase befindet, aber auch bei Unternehmen, die in die Verlustzone gerutscht sind, stellt sich die Frage, wie lange sie eine entsprechende Phase überstehen können. Über den operativen Cash-Verbrauch soll insofern ermittelt werden, ob das operative Geschäft eines Unternehmens durch einen ausreichenden Finanzmittelbestand gedeckt ist oder ein mehr oder weniger akuter Finanzbedarf besteht. Der Cash-Verbrauch aller Technologieunternehmen (Technology All Share) hat sich in den letzten Quartalen kontinuierlich verringert. So ist die Anzahl der Unternehmen mit operativem Cash-Abfluss seit Q4 2002 von 78 auf jetzt 51 gefallen. Sie verfügen aktuell über genügend liquide Mittel, um den derzeitigen Cash-Abfluss noch für durchschnittlich 10 Quartale zu finanzieren. Auch innerhalb des TecDAX hat sich der Cash-Verbrauch weiter reduziert. Der Sprung von Q2 2003 auf Q3 2003 ist dabei aber im wesentlichen auf eine Veränderung der Indexzusammenstellung zurück zu führen. Insgesamt kann der TecDAX seine Premiumstellung gegenüber dem Technology All Share behaupten. Die Unternehmen des TecDAX verbrauchen prozentual deutlich weniger Cash und verfügen über genügend liquide Mittel, um ihren derzeitigen Cash-Abfluss für 16 Quartale zu finanzieren.

Margentrend

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. Die Unternehmen des Technology All Share konnten den bereits seit mehreren Quartalen in Positive drehenden Margentrend auch im vierten Quartal 2003 leicht verbessern. Er liegt weiterhin deutlich über dem Mittelwert der TecDAX-Unternehmen. Diese holen jedoch auf. Der Margentrend ist bei ihnen im Mittel zum ersten Mal seit langem positiv.

Anhang

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

Unternehmen (nach Ratingklasse)	ISIN	ER-Rating (aktuell)	ER-Rating (historisch)	Ratingveränderung *
Atoss	DE0005104400	A+	A+	⇒
Broadnet Mediascape	DE0005490866	A+	B+	↑
Micronas Semiconductor	CH0012337421	A+	A-	↑
Pfeiffer	DE0006916604	A+	A+	⇒
Qiagen	NL0000240000	A+	A+	⇒
Realtech	DE0007008906	A+	A+	⇒
Rofin Sinar	US7750431022	A+	A	↔
SAP SI	DE0005011118	A+	A+	⇒
T-Online	DE0005557706	A+	A+	⇒
WEB.DE	DE0005296503	A+	A+	⇒
AT & S Austria	AT0000969985	A	A-	↔
Elmos Semiconductor	DE0005677108	A	A	⇒
IDS Scheer	DE0006257009	A	A	⇒
Mobilcom	DE0006622400	A	A	⇒
Dialog Semiconductor	GB0059822006	A-	B+	↔
EPCOS	DE0005128003	A-	A-	⇒
Kontron	DE0006053952	A-	A-	⇒
Singulus	DE0007238909	A-	B	↑
Teles	DE0007454902	A-	A-	⇒
Tomorrow Focus	DE0005495329	A-	B+	↔
Evotec	DE0005664809	B+	A-	↘
FJH	DE0005130108	B+	A	↓
Freenet	DE0005792006	B+	B-	↑
GPC Biotech	DE0005851505	B+	B+	⇒
QSC	DE0005137004	B+	B+	⇒
United Internet	DE0005089031	B+	B+	⇒
BOV	DE0005493704	B	B	⇒
SCM Microsystems	US7840181033	B	B	⇒
Cenit	DE0005407100	B-	B-	⇒
Data Modul	DE0005498901	B-	B-	⇒
Repower Systems	DE0006177033	B-	B-	⇒
Syskoplan	DE0005501456	B-	B-	⇒
Aixtron	DE0005066203	C+	C+	⇒
Drillisch	DE0005545503	C	A-	↓
Suess Microtec	DE0007226706	C	B-	↓
Lintec	DE0006486004	D	C	↓
Mensch und Maschine	DE0006580806	D	C-	↘

*) ⇒ = 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 (historisch)	Ratingveränderung *
Broadnet Mediascape	DE0005490866	A+	B+	↑
Freenet	DE0005792006	B+	B-	↑
Micronas Semiconductor	CH0012337421	A+	A-	↑
Singulus	DE0007238909	A-	B	↑
AT & S Austria	AT0000969985	A	A-	↔
Dialog Semiconductor	GB0059822006	A-	B+	↔
Rofin Sinar	US7750431022	A+	A	↔
Tomorrow Focus	DE0005495329	A-	B+	↔
Aixtron	DE0005066203	C+	C+	⇒
Atoss	DE0005104400	A+	A+	⇒
BOV	DE0005493704	B	B	⇒
Cenit	DE0005407100	B-	B-	⇒
Data Modul	DE0005498901	B-	B-	⇒
Elmos Semiconductor	DE0005677108	A	A	⇒
EPCOS	DE0005128003	A-	A-	⇒
GPC Biotech	DE0005851505	B+	B+	⇒
IDS Scheer	DE0006257009	A	A	⇒
Kontron	DE0006053952	A-	A-	⇒
Mobilcom	DE0006622400	A	A	⇒
Pfeiffer	DE0006916604	A+	A+	⇒
Qiagen	NL0000240000	A+	A+	⇒
QSC	DE0005137004	B+	B+	⇒
Realtech	DE0007008906	A+	A+	⇒
Repower Systems	DE0006177033	B-	B-	⇒
SAP SI	DE0005011118	A+	A+	⇒
SCM Microsystems	US7840181033	B	B	⇒
Syskoplan	DE0005501456	B-	B-	⇒
Teles	DE0007454902	A-	A-	⇒
T-Online	DE0005557706	A+	A+	⇒
United Internet	DE0005089031	B+	B+	⇒
WEB.DE	DE0005296503	A+	A+	⇒
Evotec	DE0005664809	B+	A-	↘
Mensch und Maschine	DE0006580806	D	C-	↘
Drillisch	DE0005545503	C	A-	↓
FJH	DE0005130108	B+	A	↓
Lintec	DE0006486004	D	C	↓
Suess Microtec	DE0007226706	C	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

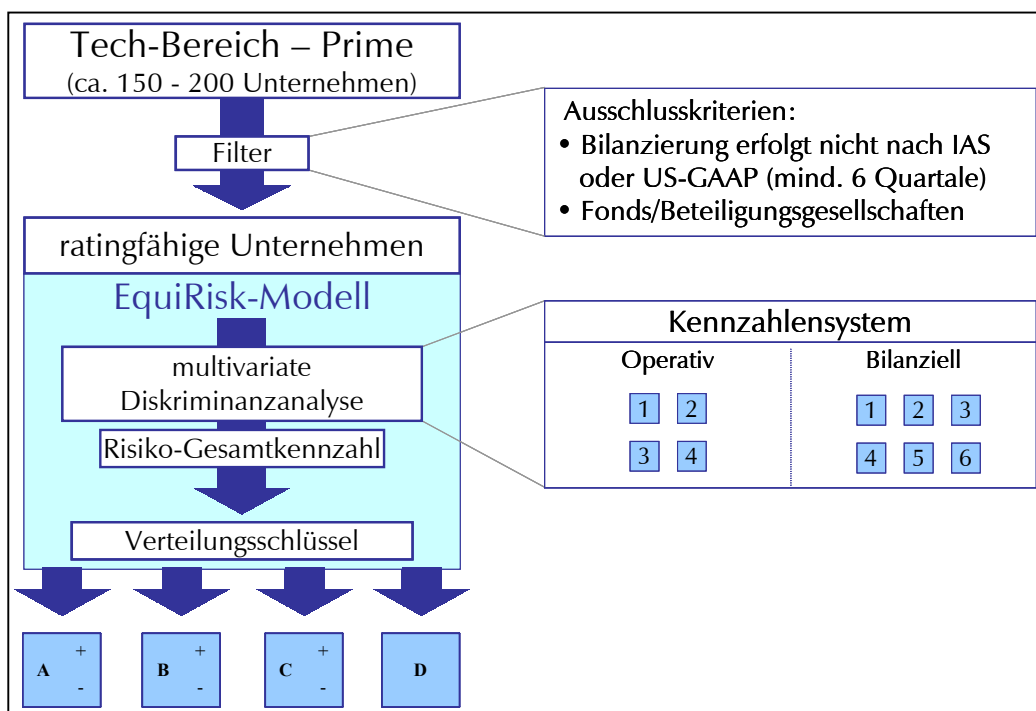
- = Unternehmen befindet sich im unteren Bereich einer Ratingklasse.

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

Online-Partner:

Ferdinandstr. 29-33
20095 Hamburg

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

comdirect bank AG

www.equirisk.de

Mail: info@equirisk.de

www.equirisk.de/comdirect

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 IRGENDWEICHE 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.