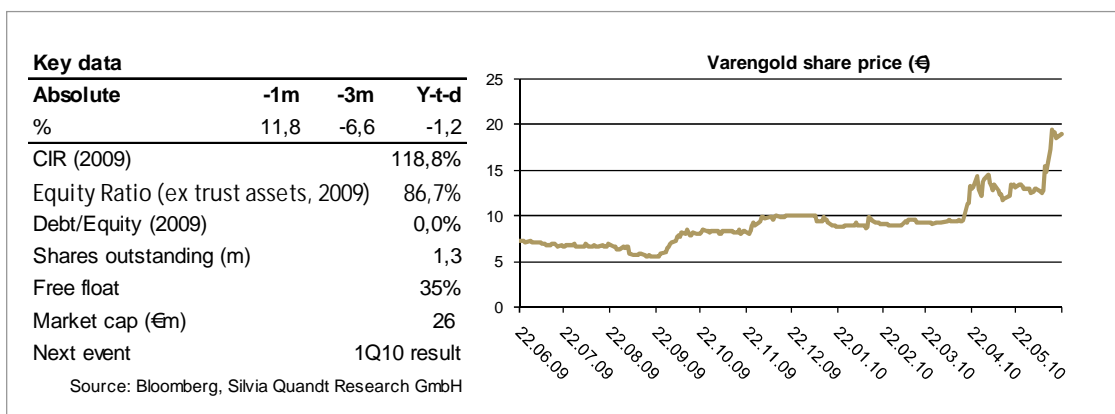




Varengold WPH-Bank AG

Eine intelligente Investition



Rating: Buy	Target price: €30.0	Close 10/07/01: €18.04	Code: VG8 GR
-------------	---------------------	------------------------	--------------

- In unserer Studie „Varengold – An Intelligent Investment“ nehmen wir die Beobachtung der Varengold AG mit einer Kaufempfehlung und einem Kursziel von EUR 30.0 auf.
- Varengold ist eine dynamisch wachsende Investmentbank mit einem besonderen Fokus auf Managed Futures. Das Hamburger Unternehmen wurde 1995 als CTA gegründet und erweiterte seine Dienstleistungspalette sukzessive um Brokerage (vor allem Forex und CFD Handel) sowie Asset Management. Hier konzentriert sich die Bank insbesondere auf den Bereich der alternativen Anlagen. Das wichtigste Produkt ist der auf Managed Accounts zurückgreifende Dachhedgefonds HI Varengold CTA Hedge, der sich sowohl an institutionelle Investoren als auch an Privatkunden richtet.
- Das Unternehmen steht nach eigenen Angaben vor einem bedeutenden Wachstumsschub. Zum Einen wird mit der Einführung einer eigenen Managed Account Plattform ein neues vielversprechendes Produkt an den Markt gebracht, dass zum Anderen zu einer weiteren Internalisierung von Handelsdienstleistungen führen wird. Desweiteren hat das Unternehmen, eine massive Distributionsinitiative mit dem Ziel eines deutlichen Ausbaus der Vertriebskanäle gestartet, welches in Kürze erste positive Effekte zeitigen sollte.
- Wir bewerten das Unternehmen über einen Peergroup-Vergleich (P/E, P/B zu ROE), über ein Dividendendiskontierungsmodell und auch mit Hilfe eines Residual Income Models. Die Methoden indizieren eine faire Bewertung im Korridor zwischen EUR 27.41 und EUR 32.80.

Year end	Total Income	EBT	EPS	P/E	ROE	CIR
Dec	(€m)	(€m)	(€)	(x)	(x)	(%)
2009	4.687	-881	-0,66	-29,1	-20,0%	118,8%
2010e	9.899	3.099	2,33	8,3	41,3%	68,7%
2011e	14.614	6.409	4,04	4,8	47,5%	56,1%
2012e	17.577	8.178	4,17	4,6	39,1%	53,5%

Source: Company data, Silvia Quandt Research GmbH

Kurzdarstellung

Aufnahme der Beobachtung von Varengold mit einer Kaufempfehlung, sowie einem Kursziel von EUR 30.0

Varengold ist eine dynamisch wachsende Investmentbank mit einem klaren Fokus auf Managed Futures. Das eigentümergeführte Hamburger Unternehmen spricht mit Asset Management Dienstleistungen (wichtigstes Produkt: HI Varengold CTA Hedge Dachhedgefonds) und einem auf CFD und Forex Handel fokussierten Brokeragegeschäft sowohl Institutionelle Investoren als auch Privatkunden an. Nachdem das Unternehmen in den letzten Jahren stark in den Aufbau der Infrastruktur investiert hat erwarten wir für die kommenden Jahre auch aufgrund der deutlichen Ausweitung der Vertriebskapazitäten einen deutlichen Profitabilitätsschwung. Der Start der ersten deutschen Managed Accounts Plattform sollte sich ebenfalls positiv auf die Einnahmeseite auswirken.

Varengold übersteht die Finanzkrise vergleichsweise gut

Sowohl der Wertpapierhandel als auch die Hedgefondsindustrie konnten vor dem Ausbruch der Finanzkrise eine dynamische Entwicklung verzeichnen und erholen sich aktuell von dem erhaltenen Schlag. Beide Märkte sind stark internationalisiert und durch eine hohe Anzahl teilweise deutlich größerer Wettbewerber gekennzeichnet. Mit aktuell rund 10,000 Brokerage-Kunden und einem Handelsvolumen von rund EUR 10 Mrd. ist Varengold ein kleinerer Nischenanbieter in diesen Märkten. Mit dem mehrfach ausgezeichneten Managed Futures Dachfonds HI Varengold CTA Hedge befindet sich das Unternehmen aber in einer guten Ausgangsposition um seinen Marktanteil mit Hilfe einer respektablen Performance und weiteren Produktinnovationen mittelfristig deutlich zu steigern.

Wachstumsstrategie: Klarer Nischenfokus, konstante Produktentwicklung sowie forcierte Entwicklung von Vertriebskanälen

Innovationskraft sowie Produkt- und IT-Expertise sind Varengold's wesentliche Erfolgsfaktoren. Der Managed Futures Spezialist entwickelte in den letzten Jahren eine Reihe attraktiver Produkte im Derivate-Handel (vor allem CFD und Forex Brokerage sowie Marketmaking) als auch im Bereich der alternativen Anlageprodukte. Das Unternehmen tat dies gezielt entlang bereits bestehender Infrastruktur und Expertise. Dies war beispielsweise bei der Einführung des Brokerage als auch der Entwicklung der Managed Account Plattform der Fall bei denen über eine bessere Auslastung der bestehenden Ressourcen, sowie der Internalisierung von Dienstleistungen signifikante Skaleneffekte erzielt werden konnten. Aktuell liegt das Augenmerk aber auch auf dem forcierten Ausbau der Vertriebskanäle.

Neue Vertriebspartnerschaften steigern das Wachstumstempo, neue Ertragsquellen werden sichtbar

Wir erwarten, dass Varengold sowohl im Brokerage als auch im Asset Management Segment aufgrund neuer Vertriebspartnerschaften stark wachsen sollte. Der Ertragsbeitrag neuer Dienstleistungen wie zum Beispiel der im Aufbau befindlichen Managed Accounts Plattform sollte diesen Trend zusätzlich stützen. Aufgrund des relativ hohen Anteils fixer Kosten erwarten wir, dass signifikante Skaleneffekte ab 2010e sichtbar werden sollten. Ein erster Schritt in diese Richtung sollte bereits zum Halbjahr sichtbar werden, da das Unternehmen von einem Periodenerfolg von rund EUR 1 Mio. ausgeht. Das Unternehmen stellt bei Erreichung einer nachhaltig profitablen Entwicklung eine attraktive Dividendenrendite in Aussicht. Aber auch aufkommende Übernahmephantasie könnte mittelfristig die Aktie beleben.

Starkes Ertrags- und Margenwachstum treiben die Profitabilität

Unter der Annahme, dass das Varengold rund 20% bis 30% des geschätzten Ertragspotentials der aktuellen Projekt-Pipeline realisieren kann, gehen wir aufgrund der Erweiterung von Vertriebsnetz und Dienstleistungsangebot von einem Ertragswachstum von durchschnittlich 43.8% p.a. aus. Aufgrund der hohen Skalierbarkeit des Geschäftsmodells erwarten wir gleichzeitig lediglich ein Kostenwachstum von 22.7% p.a., wobei die operativen Aufwendungen mit einem Wachstum von durchschnittlich 17.5% p.a. unter diesem Niveau verbleiben dürften. Diese Entwicklung speist sich sowohl aus Skaleneffekten, der Internalisierung von Brokerage-Dienstleistungen, sowie dem Abschmelzen von Wachstumsinvestitionen, die das Ergebnis des Jahres 2009 mit rund EUR 1.7 Mio. belasteten. Daher ist eine zügige Steigerung der Profitabilität und ein dynamisches Wachstum des Gewinns pro Aktie bis ins



SILVIA QUANDT
RESEARCH GMBH

Varengold WPH-Bank AG

Jahr 2013e wahrscheinlich. Angesichts der optimistischen Aussagen des Unternehmens bezüglich der aktuellen Entwicklung (Nettogewinn im ersten Halbjahr von rund EUR 1.0 Mio.) erwarten wir bereits für das laufende Jahr eine Ausweitung der operativen Marge auf 31.3%, welche bis 2013e auf 47.1% anwachsen sollte. Das Geschäftsmodell ist weiterhin durch solide Kapitalflüsse sowie eine, mit einer um Treuhandverbindlichkeiten adjustierten Eigenkapitalquote von 86.7%, konservative Bilanzstruktur gekennzeichnet.

58% Kurspotential basierend auf Peergroup Vergleich, Dividendendiskontierungs- und Residual Income Model

Wir ermitteln den fairen Wert der Aktie über einen Peergroup Vergleich, ein Residual Income Model als auch ein Dividendendiskontierungsmodell. Während der Peergroup Vergleich auf der Basis von KGV-Verhältnissen auf eine faire Bewertung von EUR 32.80 hindeutet, ermitteln wir in einer Regressionsanalyse von PBV zu Eigenkapitalrendite einen fairen Wert von EUR 27.41. Unser RIM unterstützt eine Bewertung von EUR 30.29 während das DDM auf EUR 30.81 weist. Wir setzen somit unser Kursziel auf EUR 30 und empfehlen die Aktie trotz der bereits sehr guten Entwicklung der Aktie zum Kauf.

Bewertung von EUR 48.50 gerechtfertigt, sobald Varengold liefert

Varengold gibt an, dass aktuell eine hohe Anzahl von Gesprächen über potentiell äußerst lukrative Vertriebspartnerschaften geführt würde. Diese hätten das Potential, die Erträge des Unternehmens auf gänzlich neue Niveaus zu heben. Das Unternehmen schätzt, dass es im optimalen Fall 2012e einen operativen Gewinn von EUR 12 Mio. ausweisen könnte, sollte es nur rund die Hälfte der erhofften Umsatzbeiträge realisieren. In einem solchen Fall wäre von einem Nachsteuerergebnis von rund EUR 8.2 Mio. und einem Gewinn pro Aktie von EUR 6.12 auszugehen. Angesichts einer Peergroup-Bewertung mit einem KGV von 9.9x ergäbe sich inklusive eines Abschlags von 20% ein Kursziel von EUR 48.50.

P&L (TEUR)	FY06	FY07	FY08	FY09	FY10e	FY11e	FY12e	FY13e	CAGR 09-13
Interest income from credit and money market investments	248,6	684,9	649,4	672,2	739,4	813,4	894,7	984,2	10,0%
Interest expenses	-3,5	-42,0	-154,1	-414,9	-331,9	-265,5	-212,4	-169,9	-20,0%
Net interest income	245,1	642,9	495,3	257,3	407,5	547,8	682,3	814,2	33,4%
o/w Brokerage	242,7	636,5	490,4	254,7	403,4	542,3	675,4	806,1	33,4%
o/w Asset Management	2,5	6,4	5,0	2,6	4,1	5,5	6,8	8,1	33,4%
Income from holdings	31,2	24,8	21,6	19,2	421,1	463,2	509,6	560,5	132,4%
Commission income	6.130,2	8.234,7	9.704,6	7.750,7	12.900,8	18.481,0	22.977,2	27.572,7	37,3%
Commission expenses	-4.506,3	-6.801,2	-5.416,9	-3.592,9	-3.850,4	-4.898,1	-6.612,4	-8.926,7	25,5%
Net commission income	1.623,9	1.433,5	4.287,8	4.157,8	9.050,4	13.582,9	16.364,8	18.645,9	45,5%
o/w Brokerage	1.317,4	610,0	2.346,8	2.995,2	6.800,4	10.282,9	11.864,8	13.395,9	
o/w Asset Management	306,5	823,5	1.940,9	1.162,6	2.250,0	3.300,0	4.500,0	5.250,0	
Other operating income	262,0	428,9	184,4	252,7	20,0	20,0	20,0	20,0	-47,0%
Total income	6.672,0	2.530,1	4.989,1	4.687,0	9.899,0	14.614,0	17.576,7	20.040,7	43,8%
Direct Expenses	-4.509,8	-6.843,2	-5.571,0	-4.007,8	-4.182,3	-5.163,6	-6.824,8	-9.096,7	22,7%
Gross Margin	32,4%	-170,5%	-11,7%	14,5%	57,8%	64,7%	61,2%	54,6%	39,3%
Personnel expenses	-915,8	-960,4	-1.645,1	-2.214,5	-3.235,7	-4.150,5	-4.776,0	-5.319,9	24,5%
Other operating expenses	-1.219,7	-1.713,6	-2.183,4	-2.484,7	-2.833,4	-3.237,8	-3.707,3	-4.253,0	14,4%
o/w marketing/ traveling expenses		-283,0	-510,0	-611,5	-733,8	-880,6	-1.056,7	-1.268,0	20,0%
o/w consulting/ auditing expenses		-525,0	-713,0	-545,9	-573,2	-601,9	-631,9	-663,5	5,0%
o/w others		-905,6	-960,4	-1.327,3	-1.526,4	-1.755,4	-2.018,7	-2.321,5	15,0%
Operating expenses	-2.135,5	-2.674,0	-3.828,5	-4.699,2	-6.069,1	-7.388,3	-8.483,3	-9.572,9	19,5%
D&A on intangibles	-161,5	-190,1	-423,2	-591,0	-650,1	-715,1	-786,6	-865,3	10,0%
Other operating expenses	-26,1	-6,8	-10,8	-25,5	-30,6	-36,7	-44,1	-52,9	20,0%
D&A on securities as well as risk provisioning for credit risk	-1,4	-87,6	-66,5	-252,4	-50,0	-65,0	-84,5	-109,9	-18,8%
Other operating expenses and D&A	-189,0	-284,5	-500,5	-868,9	-730,7	-816,8	-915,2	-1.028,0	4,3%
Total operating expenses	-2.324,6	-2.958,5	-4.329,0	-5.568,1	-6.799,8	-8.205,1	-9.398,5	-10.600,9	17,5%
Operating result	-162,3	-428,4	660,1	-881,1	3.099,2	6.408,9	8.178,2	9.439,7	
growth YoY	0,0%	164,0%	-254,1%	-233,5%	-451,7%	106,8%	27,6%	15,4%	
Operating Margin	-2,4%	-16,9%	13,2%	-18,8%	31,3%	43,9%	46,5%	47,1%	
Taxes	-10,8	-1,9	-2,6	-1,1	0,0	-1.025,4	-2.617,0	-3.020,7	623,9%
Tax ratio	-6,7%	-0,4%	0,4%	-0,1%	0,0%	16,0%	32,0%	32,0%	
Net profit	-173,1	-430,3	657,5	-882,2	3.099,2	5.383,5	5.561,2	6.419,0	
No of shares	1,0	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	0,0%
EPS	-0,17	-0,32	0,49	-0,66	2,33	4,04	4,17	4,82	
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	1,16	2,02	2,09	2,41	
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	

Source: Varengold, Silvia Quandt Research



Varengold WPH-Bank AG

Balance Sheet (TEUR)	FY06	FY07	FY08	FY09	FY10e	FY11e	FY12e	FY13e	CAGR 09-13
Cash	1,0	5,7	2,4	3,0	3,2	3,3	3,5	3,6	
Receivables from banks (daily)	646,7	2.265,5	1.414,8	428,4	2.788,1	5.707,1	7.438,9	9.655,7	
Receivables from banks (others)	59,8	59,8	59,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Receivables from Customers	908,8	2.090,7	2.854,5	2.135,5	2.776,2	3.609,0	4.691,7	6.099,2	
Shares and other non fixed income securities	0,8	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	
Holdings	73,8	182,9	182,9	194,8	204,5	214,8	225,5	236,8	
Trust assets	20.372,9	20.124,0	14.322,0	16.876,2	22.782,9	30.756,9	41.521,8	56.054,4	
Intangibles	260,3	939,5	1.204,4	1.838,2	2.022,0	2.224,2	2.446,6	2.691,3	
Tangibles	221,3	233,2	389,4	370,4	426,0	489,9	563,3	647,8	
Other assets	9,7	20,7	64,1	37,7	39,6	41,6	43,6	45,8	
accruals	5,5	3,3	17,8	75,9	79,7	83,7	87,9	92,3	
Total assets	22.560,5	25.925,7	20.512,3	21.960,4	31.122,4	43.130,7	57.023,2	75.527,3	36,2%
Liabilities vs. Banks	62,6	13,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Trust liabilities	20.372,9	20.124,0	14.322,0	16.876,2	22.782,9	30.756,9	41.521,8	56.054,4	
other liabilities	998,2	878,5	584,2	489,1	635,8	826,6	1.074,6	1.396,9	
Provisions	94,5	275,0	313,5	184,8	194,0	203,7	213,9	224,6	
Total liabilities	21.528,3	21.290,7	15.219,7	17.550,1	23.612,7	31.787,2	42.810,3	57.675,9	34,6%
Shareholders Equity	1.032,2	4.635,0	5.292,6	4.410,4	7.509,6	11.343,5	14.212,9	17.851,4	
Total liabilities and equity	22.560,5	25.925,7	20.512,3	21.960,5	31.122,4	43.130,7	57.023,2	75.527,3	36,2%
Total assets ex trust assets	2.187,6	5.801,7	6.190,3	5.084,2	8.339,5	12.373,8	15.501,4	19.472,9	39,9%

Source: Varengold, Silvia Quandt Research

Cash Flow Calculation	FY06	FY07	FY08	FY09	FY10e	FY11e	FY12e	FY13e	CAGR 09-13
Operating Cash Flow	393,0	-1355,0	4,0	172,0	2610,7	4746,9	4732,3	5340,0	
Cash Flow from Investments	-234,0	-1005,0	-845,0	-1217,0	-251,0	-278,3	-308,7	-342,6	
Cash Flow from Financing	-14,0	4033,0	0,0	0,0	0,0	-1549,6	-2691,7	-2780,6	
Change in cash	145,0	1673,0	-841,0	-1045,0	2359,7	2919,0	1731,8	2216,8	
Cash at period beginning	500,0	645,0	2318,0	1477,0	432,0	2791,7	5710,7	7442,5	
Cash at period end	645,0	2318,0	1477,0	432,0	2791,7	5710,7	7442,5	9659,3	117,5%

Source: Varengold, Silvia Quandt Research

Important Figures	FY06	FY07	FY08	FY09	FY10e	FY11e	FY12e	FY13e	CAGR 09-13
Cost-Income Ratio	34,8%	116,9%	86,8%	118,8%	68,7%	56,1%	53,5%	52,9%	
ROE before taxes	-15,7%	-9,2%	12,5%	-20,0%	41,3%	56,5%	57,5%	52,9%	
ROE after taxes	-16,8%	-9,3%	12,4%	-20,0%	41,3%	47,5%	39,1%	36,0%	
BVPS	1,03	3,48	3,97	3,31	5,64	8,51	10,67	13,40	41,8%
NAVPS	0,77	2,77	3,07	1,93	4,12	6,84	8,83	11,38	55,8%
Equity ratio	5%	18%	26%	20%	24%	26%	25%	24%	
Equity ratio ex trust assets	47,2%	79,9%	85,5%	86,7%	90,0%	91,7%	91,7%	91,7%	
Debt/Equity	6,1%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
ROA	-0,8%	-1,7%	3,2%	-4,0%	10,0%	12,5%	9,8%	8,5%	
Employees	20	23	38	40	45	47	49	51	6,3%
Labour cost/employee	-45,8	-41,8	-43,3	-55,4	-58,1	-61,0	-64,1	-67,3	5,0%
Customers	na	na	7.000	10.000	20.000	30.000	34.600	39.000	40,5%

Source: Varengold, Silvia Quandt Research

Disclaimer

This analysis was prepared by Christian Muschick, Analyst Financial Services & Insurance, and was first published 01 July 2010, Silvia Quandt Research GmbH, Grüneburgweg 18, 60322 Frankfurt is responsible for its preparation. German Regulatory Authority: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn and Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt.

Publication according to article 5 (4) no. 3 of the German Regulation concerning the analysis of financial instruments (Finanzanalyseverordnung):

Number of recommendations from Silvia Quandt Research GmbH in 2009	Thereof recommendations for issuers to which investment banking services were provided during the preceding twelve months
Buys: 51	30
Neutral: 21	3
Avoid: 6	1

Company disclosures

Article 34b of the German Securities Trading Act (Wertpapierhandelsgesetz) in combination with the German regulation concerning the analysis of financial instruments (Finanzanalyseverordnung) requires an enterprise preparing a securities analysis to point out possible conflicts of interest with respect to the company or companies that are the subject of the analysis. A conflict of interest is presumed to exist, in particular, if an enterprise preparing a security analysis:

- (a) holds more than **5 % of the share** capital of the company or companies analysed;
- (b) has **lead managed or co-lead managed** a public offering of the securities of the company or companies in the previous 12 months;
- (c) has provided **investment banking services** for the company or companies analysed during the last 12 months for which a compensation has been or will be paid;
- (d) is serving as a liquidity provider for the company's securities by issuing buy and sell orders;
- (e) is party to an agreement with the company or companies that is the subject of the analysis relating to the production of the recommendation;
- (f) or the analyst covering the issue has **other significant financial interests** with respect to the company or companies that are the subject of this analysis, for example holding a seat on the company's boards.

In this respective analysis the following of the above-mentioned conflicts of interests exist: a,c

Silvia Quandt Research GmbH, Silvia Quandt & Cie. AG, and its affiliated companies regularly hold shares of the analysed company or companies in their trading portfolios. The views expressed in this analysis reflect the personal views of the analyst about the subject securities or issuers. No part of the analyst's compensation was, is or will be directly or indirectly tied to the specific recommendations or views expressed in this analysis. It has not been determined in advance whether and at what intervals this report will be updated.

Equity Recommendation Definitions Silvia Quandt Research GmbH analysts rate the shares of the companies they cover on an absolute basis using a 6 - 12-month target price. 'Buys' assume an upside of more than 20 % from the current price during the following 6 - 12-months. These securities are expected to out-perform their respective sector indices. Securities with an expected under-performance to their respective sector index are rated 'avoids'. Securities where the current share price is within a 5 % range of the sector performance are rated 'neutral'. Securities prices used in this report are closing prices of the day before publication unless a different date is stated. With regard to unlisted securities median market prices are used based on various important broker sources (OTC-Market).

Disclaimer This publication has been prepared and published by Silvia Quandt Research GmbH, a subsidiary of Silvia Quandt & Cie. AG. This publication is intended solely for distribution to professional and business customers of Silvia Quandt & Cie. AG. It is not intended to be distributed to private investors or private customers. Any information in this report is based on data obtained from publicly available information and sources considered to be reliable, but no representations or guarantees are made by Silvia Quandt Research GmbH with regard to the accuracy or completeness of the data or information contained in this report. The opinions and estimates contained herein constitute our best judgement at this date and time, and are subject to change without notice. Prior to this publication, the analysis has not been communicated to the analysed companies and changed subsequently. This report is for information purposes only; it is not intended to be and should not be construed as a recommendation, offer or solicitation to acquire, or dispose of, any of the securities mentioned in this report. In compliance with statutory and regulatory provisions, Silvia Quandt & Cie. AG and Silvia Quandt Research GmbH have set up effective organisational and administrative arrangements to prevent and avoid possible conflicts of interests in preparing and transmitting analyses. These include, in particular, inhouse information barriers (Chinese walls). These information barriers apply to any information which is not publicly available and to which any of Silvia Quandt & Cie. AG and Silvia Quandt Research GmbH or its affiliates may have access from a business relationship with the issuer. For statutory or contractual reasons, this information may not be used in an analysis of the securities and is therefore not included in this report. Silvia Quandt & Cie. AG and Silvia Quandt Research GmbH, its affiliates and/or clients may conduct or may have conducted transactions for their own account or for the account of other parties with respect to the securities mentioned in this report or related investments before the recipient has received this report. Silvia Quandt & Cie. AG and Silvia Quandt Research GmbH or its affiliates, its executives, managers and employees may hold shares or positions, possibly even short sale positions, in securities mentioned in this report or in related investments. Silvia Quandt & Cie. AG in particular may provide banking or other



SILVIA QUANDT
RESEARCH GMBH

Varengold WPH-Bank AG

advisory services to interested parties. Neither Silvia Quandt Research GmbH, Silvia Quandt & Cie. AG or its affiliates nor any of its officers, shareholders or employees accept any liability for any direct or consequential loss arising from any use of this publication or its contents. Copyright and database rights protection exists in this publication and it may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without the prior express consent of Silvia Quandt Research GmbH. All rights reserved. Any investments referred to herein may involve significant risk, are not necessarily available in all jurisdictions, may be illiquid and may not be suitable for all investors. The value of, or income from, any investments referred to herein may fluctuate and/or be affected by changes in exchange rates. Past performance is not indicative of future results. Investors should make their own investment decisions without relying on this publication. Only investors with sufficient knowledge and experience in financial matters to evaluate the merits and risks should consider an investment in any issuer or market discussed herein and other persons should not take any action on the basis of this publication.

Specific notices of possible conflicts of interest with respect to issuers or securities forming the subject of this report according to US or English law: None

This publication is issued in the United Kingdom only to persons described in Articles 19, 47 and 49 of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 and is not intended to be distributed, directly or indirectly, to any other class of persons (including private investors). Neither this publication nor any copy of it may be taken or transmitted into the United States of America or distributed, directly or indirectly, in the United States of America.

Frankfurt am Main, 01 July 2010

Silvia Quandt Research GmbH

Grüneburgweg 18
60322 Frankfurt

Tel: + 49 69 95 92 90 93 -0

Fax: + 49 69 95 92 90 93 – 11