

Ropal Europe AG

Reuters: RO5G.DE

Bloomberg: RO5:GR

Rating: Buy Risiko: Hoch
Kurs: EUR 2,52 (21. Februar 2011)
Kursziel: EUR 5,30

Aussichtsreicher Vertrag mit Impreglon

Lizenzvertrag mit Impreglon

Ropal und Impreglon SE haben sich über den Verkauf einer umfangreichen Chrom-Optics-Lizenz geeinigt. Die Lizenz berechtigt Impreglon zum weltweiten Verkauf von Chrom-Optics-Produkten. Parallel dazu erwirbt Impreglon eine automatische Beschichtungsanlage vom Ropal Großaktionär und Partner Rippert. Die Anlage soll bis September 2011 auf einem 6.000 qm großen Werksanbau am Produktionsstandort Lüneburg der Impreglon fertiggestellt werden und anschließend die Produktion aufnehmen.

Vertrag mit einem der Weltmarktführer

Mit der Impreglon SE hat Ropal nach unserer Ansicht einen herausragenden Lizenznehmer für das Chrom-Optics-Verfahren gewonnen. In einem extrem zersplitterten Markt mit zahlreichen Mitbewerbern ist Impreglon das einzige börsennotierte Beschichtungsunternehmen in Deutschland.

Bau einer Referenzanlage

Mit der Anlage bei Impreglon wird Ropal endlich die lange erwartete Referenz vorweisen können. Damit wird Ropal die derzeitige Lücke in der Wertschöpfungskette schließen und Anwendbarkeit und Zuverlässigkeit des Chrom-Optics-Verfahrens im serienmäßigen Betrieb unter Beweis stellen können. Externe Faktoren wie die Verschärfung von Umweltauflagen, steigende Energiekosten und eine verstärkte Nachfrage nach ökologischen und kosteneffizienten Alternativen zur traditionellen Galvanik werden die Durchsetzung des Chrom-Optics-Verfahrens vorantreiben.

Win-Win-Situation für beide Seiten

Nicht nur, dass Ropal endlich der Proof-of-Concept gelingt, die Errichtung und der Betrieb einer eigenen Anlage hätten die begrenzten Mitarbeiterkapazitäten der Ropal auch stark strapaziert; durch den jetzigen Abschluss kann sich Ropal in Zukunft gezielt auf die Entwicklung neuer Beschichtungsaufbauten für weitere Anwendungen und auf das eigentliche Kerngeschäft – die Vermarktung des Chrom-Optics-Verfahrens – konzentrieren. Auf der anderen Seite kann sich Impreglon als Exklusivlizenznehmer für Lohnbeschichtungen in den kommenden zwei Jahren einen entscheidenden Marktvorsprung als First-Mover in der Anwendung dieses wirtschaftlichen und nachhaltigen Beschichtungsverfahrens sichern.

Bestätigung des Buy-Ratings, PT EUR 5,30.

Das Kursziel von EUR 5,30 je Aktie ist das arithmetische Mittel aus einem DCF-Modell, einem Economic Profit-Modell und einer Peergroup-Bewertung. Zugrunde liegen WACC von 11,0% und ein Beta von 3,0. Nach Erreichen dieses Kursziels würde Ropal mit 13,3x 2012e EV/EBIT (aktuell 6,1x) und 17,7x 2012e KGV (aktuell 8,4x) bewertet werden.

Risiken

Das Chrom-Optics-Verfahren ist noch nicht am Markt etabliert. Bislang ist keine Serienanlage für Beschichtungen nach dem Chrom-Optics-Verfahren in Betrieb und damit noch kein Nachweis über die Serienfähigkeit, wie Einhaltung von Qualitätskriterien, Zeit und Kosten erbracht; insofern sind unsere Ergebnisschätzungen mit hoher Unsicherheit verbunden.

WKN/ISIN: A0SMMA / DE000A0SMMA0	
Indizes: Entry All Share	
Transparenz-Level: Entry Standard	
Gewichtete Anzahl Aktien: 6,9 Mio.	
Marktkapitalisierung: EUR 17,4 Mio.	
Handelsvolumen/Tag: 15.000	
Veröffentlichung Jahresabschluss 2010: Juni 2011	

EUR Mio.	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	0,1	0,0	1,8	8,2
EBITDA	-8,2	-1,2	-0,1	3,0
EBIT	-8,7	-1,5	-0,4	2,6
EBT	-8,7	-1,5	-0,5	2,7
EAT	-7,2	-1,4	-0,4	2,1

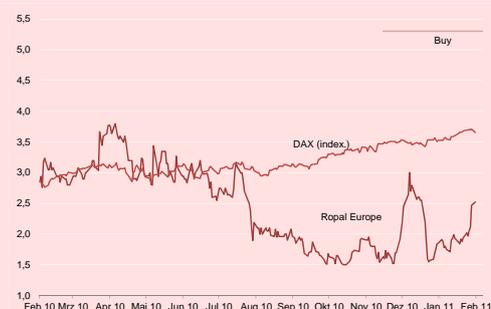
% vom Umsatz	2009	2010e	2011e	2012e
EBITDA	n/a	n/a	-4,3%	37,1%
EBIT	n/a	n/a	-25,3%	32,3%
EBT	n/a	n/a	-26,0%	32,6%
EAT	n/a	n/a	-20,8%	25,4%

Je Aktie/EUR	2009	2010e	2011e	2012e
EPS	-1,33	-0,20	-0,05	0,30
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,53	0,39	0,34	0,64
Cashflow	-0,70	-0,19	0,00	0,32

%	2009	2010e	2011e	2012e
EK-Quote	53,9%	57,4%	53,8%	75,3%
Gearing	8,6%	9,8%	11,3%	0,0%

X	2009	2010e	2011e	2012e
KGV	n/a	n/a	n/a	8,4
EV/Umsatz	265,31	456,89	10,19	1,97
EV/EBIT	n/a	n/a	n/a	6,1
KBV	5,9	7,1	7,4	3,9

EUR Mio.	2010e	2011e
Guidance: Umsatz	n/a	n/a
Guidance: EBIT	n/a	n/a



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

Susanne Hasler, Equity Analyst
+49 (89) 744 35 58 / +49 (176) 24 60 52 66
susanne.hasler@sphene-capital.de
Peter Thilo Hasler, CEFA
+49 (89) 744 35 58 / +49 (176) 62 11 87 36
peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Aussichtsreicher Vertrag mit Impreglon

Wie erwartet ist Ropal Europe der erste Vertragsabschluss gelungen. Für Überraschung sorgte der Name des Vertragspartners, Impreglon, einem der führenden Lohnbeschichtungsunternehmen der Welt. Der Vertrag sichert Impreglon die exklusive Anwendung des Chrom-Optics-Verfahrens für Lohnbeschichtungen innerhalb Deutschlands für einen Zeitraum von zwei Jahren zu. Darüber hinaus werden sich die Ropal-Großaktionäre im Rahmen einer Kapitalmaßnahme in Höhe von EUR 2,4 Mio. an Impreglon beteiligen.

Der Vertrag stellt für beide Seiten eine Win-Win-Situation dar: Nicht nur, dass Ropal endlich der Proof-of-Concept gelangt, die Errichtung und der Betrieb einer eigenen Anlage hätten die begrenzten Mitarbeiterkapazitäten der Ropal auch stark strapaziert; durch den jetzigen Abschluss kann sich Ropal in Zukunft gezielt auf die Entwicklung neuer Beschichtungsaufbauten für weitere Anwendungen und auf das eigentliche Kerngeschäft – die Vermarktung des Chrom-Optics-Verfahrens – konzentrieren. Auf der anderen Seite kann sich Impreglon als Exklusivlizenznehmer für Lohnbeschichtungen in den kommenden zwei Jahren einen entscheidenden Marktvorsprung als First-Mover in der Anwendung dieses wirtschaftlichen und nachhaltigen Beschichtungsverfahrens sichern.

Ropal verkauft die erste Lizenz an ein Lohnbeschichtungsunternehmen.

Mit der Impreglon SE hat Ropal erstmals einen Lizenzvertrag für das Chrom-Optics-Verfahren mit einem Lohnbeschichtungsunternehmen abgeschlossen. Zusätzlich zu diesem Vertrag mit Ropal hat Impreglon eine automatische Beschichtungsanlage beim Großaktionär und Partner von Ropal der Rippert Anlagentechnik geordert. Diese Anlage soll auf einer Fläche von 6.000 qm bis September 2011 in Betrieb gehen und Werkstoffe bzw. Teile aus verschiedenen Materialien, Formen und Größen nach dem Chrom-Optics-Verfahren beschichten. Erstmals wird das Verfahren in einem automatisierten und robotergestützten Prozess angewendet werden. Im Rahmen des Vertragsabschlusses verzichtet Ropal auf den Bau einer eigenen Chrom-Optics-Anlage.

Erster großer Vertragsabschluss mit einem Lohnbeschichter.

Nach unseren Schätzungen und abgeleitet aus der Höhe einer gleichzeitig angekündigten Kapitalerhöhung dürfte Impreglon insgesamt rund EUR 4,0 Mio. in die Anlagenausstattung für das Chrom-Optics-Verfahren investieren.

Der Vertrag sichert Impreglon die exklusive Anwendung des Chrom-Optics-Verfahrens für Lohnbeschichtungen innerhalb Deutschlands bis Ende 2013 zu. Daher wird Ropal, anders als zuletzt geplant, keine eigene Lohnbeschichtungsanlage errichten. Impreglon kann im Rahmen des Lizenzvertrages die beschichteten Teile weltweit über sein Vertriebsnetz an Kunden vermarkten. Anders als aus der Pressemitteilung zu verstehen, beinhaltet die Lizenz nach unseren Informationen jedoch nicht die Rechte zum Einsatz des Chrom-Optics-Verfahrens in den von Impreglon geleiteten Beschichtungsunternehmen außerhalb Deutschlands. Dies wäre auch technisch nicht ohne weiteres möglich, da für die Anwendung des Chrom-Optics-Verfahrens zusätzliche Prozessstufen, das heißt entsprechende Erweiterungen, in den jeweiligen Anlagen erforderlich wären. Für weitere Länder sind demnach gesonderte Vereinbarungen erforderlich. Unbeeinflusst von der Lizenzvergabe an Impreglon bleiben zukünftige Lizenzvergaben an Lohnbeschichtungsunternehmen außerhalb Deutschlands sowie die Vergabe von Direktlizenzen unmittelbar an Zulieferbetriebe oder Hersteller, die eigene In-house Beschichtungsanlagen betreiben, in- und außerhalb Deutschlands.

Im Gegensatz zur Pressemitteilung gilt die zweijährig befristete Exklusivität für Lohnbeschichtungen nur für Deutschland.

Darüber hinaus werden sich die Ropal-Großaktionäre im Rahmen einer Kapitalmaßnahme in Höhe von EUR 2,4 Mio. an Impreglon beteiligen. Bislang ist keine Serienanlage für das Chrom-Optics-Verfahren in Betrieb. Die einzige betriebene Anlage am Ropal Standort in Allendorf/Eder reicht nicht für industrielle Fertigungen aus, sondern dient lediglich der eigenen Forschungs- und Entwicklungsarbeit sowie zur Beschichtung von Produktmustern im Rahmen von sogenannten Entwicklungsaufträgen. Angesichts der Tatsache, dass bislang kein Nachweis über die Serienfähigkeit des Chrom-Optics-Verfahrens erbracht werden konnte, ist der Vertragsabschluss für Impreglon durchaus mit Risiken verbunden, weshalb wir die finanzielle Beteiligung der Ropal Großaktionäre als Zeugnis für deren Commitment aber auch im Sinne einer gewissen Sicherheit Stellung interpretieren.

Durch die vorgesehene Beteiligung der Ropal-Großaktionäre an Impreglon belegen diese erneut ihr Commitment gegenüber Ropal und den Glauben an das von Ropal entwickelte Chrom-Optics-Verfahren.

Mit Impreglon hat Ropal den herausragenden Lohnbeschichter als Lizenznehmer für das Chrom-Optics-Verfahren gewonnen. Impreglon ist Muttergesellschaft und gleichzeitig Lizenzgeber für eine Gruppe von derzeit 18 Beschichtungsunternehmen in Deutschland, Asien und den USA. Impreglon bietet die Beratung und Beschichtung für Werkstoffe bzw. Teile der verschiedensten Anwendungen, Materialien, Formen und Größenordnungen. Kunden der Impreglon sind Unternehmen aus so unterschiedlichen Branchen wie Lebensmittel, Automobil und Maschinenbau, Kunststoffe, Chemie, Vliesstoffe sowie der Druck- und Verpackungsindustrie. Entsprechend der Unterschiedlichkeit der Anwendungen und Anforderungen der jeweiligen Produkte sind auch die von Impreglon angebotenen Beschichtungen. Die besondere Qualität von Impreglon besteht darin, gleiche und zuverlässige Standards für alle Beschichtungen an den verschiedenen Standorten weltweit und auch bei zukünftigen Folgeaufträgen sicher zu stellen.

Durch die Gewährleistung weltweiter Qualitätsnormen und einem entsprechenden Informationsaustausch zwischen den einzelnen Beschichtungsunternehmen grenzt sich Impreglon nach unserem Verständnis entscheidend gegenüber seinen zahlreichen, oft sehr kleinen Mitbewerbern im Bereich der Lohnbeschichtung ab: Die Umsatzsteuerstatistik für Deutschland umfasste für das Jahr 2007 insgesamt 2.712 Betriebe in der relevanten Branche der „Oberflächenveredelung und Wärmetechnik“, davon dürften rund 1.800 Unternehmen mit weniger als 20 Mitarbeitern 20% der gesamten Umsätze in Höhe von EUR 7,7 Mrd. erzielt haben. Demgegenüber erzielte Impreglon im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 einen Umsatz von EUR 54,6 Mio. (+47%) bei einem Nettoergebnis von EUR 2,4 Mio. und beschäftigt rund 600 Mitarbeiter. Hauptsitz des Unternehmens ist Lüneburg.

Win-Win-Situation für beide Vertragspartner.

Der Vertrag hat aus unserer Sicht großes Potential für beide Seiten. Mit den nun nicht weiter verfolgten Plänen zur Errichtung einer eigenen Chrom-Optics-Anlage wollte Ropal die bislang ungelöste zeitliche Kausalität zwischen dem geschäftlichen Erfolg der beiden Unternehmensbereiche Lizenzverkäufe und Anlagenverkäufe durchbrechen. Die Anlage sollte die Anwendbarkeit und Zuverlässigkeit des Chrom-Optics-Verfahrens in einer industriellen Serienfertigung unter Beweis stellen und damit die Akzeptanz des Verfahrens vorantreiben. Allerdings hätte der Betrieb einer eigenen Anlage die begrenzten Mitarbeiterkapazitäten der Ropal durchaus strapaziert. Durch den jetzigen Abschluss einer Lizenzvereinbarung mit Impreglon kann sich Ropal in Zukunft gezielt auf die Entwicklung neuer Beschichtungsaufbauten für weitere Anwendungen sowie auf das eigentliche Kerngeschäft – die Vermarktung des Chrom-Optics-Verfahrens – konzentrieren. Impreglon wiederum hat die Chance, sich als Exklusivlizenznehmer für Chrom-Optics-Lohnbeschichtungen in den kommenden zwei Jahren einen entscheidenden Marktvorsprung als First-Mover in der Anwendung dieses wirtschaftlichen und nachhaltigen Beschichtungsverfahrens zu sichern.

Ropal beweist den Proof of Concept, Impreglon setzt sich als First-Mover an die Spitze.

Mehr-Schichtbetrieb bis Ende des Jahres erwartet.

Wir gehen davon aus, dass die Anlage in Lüneburg ab der geplanten vollständigen Inbetriebnahme im September 2011 kurzfristig eine zwei-Schichtauslastung und erreichen wird. Der Hintergrund für unseren Optimismus ist, dass Ropal bereits seit 2010 Abnahmezusagen aus der Möbelindustrie besitzt. Darüber hinaus wird Ropal nun gezielt neue Lizenzaufträge akquirieren, ebenso wie selbstverständlich Impreglon. Bislang musste Ropal größere Anfragen dagegen verschieben bzw. ablehnen.

Bis heute hat keine geeignete Anlage für Serienbeschichtungen zur Verfügung gestanden. So war es Ropal im vergangenen Jahr zwar gelungen, das Chrom-Optics-Verfahren erfolgreich durch verschiedene und umfangreiche Tests bei In-House-Laboren zu bringen und eine Vielzahl von Anwendungsfreigaben zu erlangen, ohne eine entsprechende Serienanlage konnten jedoch keine Lizenzaufträge umgesetzt werden.

Impreglon hat darüber hinaus eine gute internationale Präsenz. Zwar gilt die exklusive Lizenzvereinbarung nur für Deutschland, wir gehen aber davon aus, dass nach erfolgreicher Anlaufphase in Deutschland, der Informationsaustausch zwischen den Impreglon-Unternehmen dazu führen wird, dass Impreglon möglicherweise auch andere Standorte für das Chrom-Optics-Verfahren aufrüsten wird.

Wir sehen unsere Schätzungen durch den Abschluss der Lizenzvereinbarung bestätigt.

Das Chrom-Optics-Verfahren ist bislang nicht am Markt etabliert. Vor diesem Hintergrund müssen wir nach wie vor festhalten, dass unsere Ergebnisschätzungen mit hoher Unsicherheit verbunden sind. Insgesamt bestätigen wir unsere Einschätzung, wonach Ropal im laufenden Jahr bei Umsätzen von EUR 1,8 Mio. nochmals einen operativen Verlust in Höhe von EUR -0,4 Mio. verbuchen wird. In 2012e rechnen wir mit einem starken Umsatzanstieg und einer signifikanten Verbesserung des EBIT auf EUR 2,6 Mio. Dies entspricht einem Ergebnis je Aktie in Höhe von EUR -0,05 in 2011e sowie von EUR 0,30 in 2012e.

Zunächst fließen Erlöse aus dem Anlagenverkauf, mit der Abrechnung der beschichteten Teile beginnen die Lizenzerlöse.

Die abgeschlossene Lizenzvereinbarung zwischen Impreglon und Ropal und der Vertrag über die Errichtung der Anlage mit Rippert begründen zwei voneinander unabhängige Geschäftsbeziehungen, auch wenn die Errichtung der Anlage die technische Voraussetzung für den Einsatz des Chrom-Optics-Verfahrens darstellt. Ropal ist entsprechend seiner neuen Strategie nicht als Generalunternehmer für die Errichtung der Anlage verantwortlich. Trotzdem wird Ropal auch aus dem Anlagenliefervertrag zwischen Rippert und Impreglon profitieren. Auf der Basis einer zwischen Ropal und Rippert bestehenden Lizenzvereinbarung dürfte Ropal in diesem Fall ein Anteil im einstelligen Prozentbereich aus dem Anlagenverkauf zu fließen.

Wir waren im Rahmen unserer Basisstudie davon ausgegangen, dass Ropal im laufenden Geschäftsjahr erstmals Lizenzumsätze aus Serienbeschichtungen erlösen wird. Die Grundlage dazu sollte die Errichtung einer eigenen Anlage für Serienbeschichtungen am Standort Rippert sein, für die wir eine Fertigstellung bis in Q2/2011e angenommen hatten. Für diese Anlage, ebenso wie für die von uns erwarteten zwei Anlagenerweiterungen bei Lohnbeschichtern, hatten wir deutlich geringere Kapazitäten bzw. ein Investitionsvolumen von insgesamt EUR 3,0 Mio. bis EUR 3,5 Mio. unterstellt. Nach der Errichtung der Anlage für Impreglon und aufgrund der Exklusivität der Lizenzvereinbarung werden in diesem Jahr und nach unserer Einschätzung auch im kommenden Jahr keine Anlagen bei anderen Lohnbeschichtern in Betrieb gehen. Dies wäre nur dann zu erwarten, wenn Impreglon trotz Bedarfs selbst keine neuen Kapazitäten errichten und eine entsprechende Zustimmung erteilen würde, von beidem gehen wir nicht aus. Die Anlage bei Impreglon wird nach den Plänen ab September 2011 Lizenzumsätze generieren.

Zusätzlich hatten wir in unseren Annahmen für das laufende Geschäftsjahr unterstellt, dass in der zweiten Jahreshälfte 2011 zusätzlich zwei Anlagen bei Zulieferern bzw. Herstellern in Betrieb genommen werden. Die Vergabe von Direktlizenzen wird durch die Vereinbarung mit Impreglon nicht beeinflusst. Entsprechende Entwicklungsaufträge werden derzeit abgeschlossen; damit halten wir an unseren Schätzungen fest.

Bei Lizenzen an Lohnbeschichtungsunternehmen erfolgt die Abrechnung der Lizenzumsätze in der Regel nach beschichteten Stückzahlen bzw. Flächen. Darüber hinaus liefert Ropal die für das Chrom-Optics-Verfahren notwendigen Chemikalien.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Gewinn- und Verlustrechnung

		2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatzerlöse	kEUR	2.319,7	8.410,7	68,4	42,8	1.763,0	8.150,0
YoY	%	n/a	262,6%	-99,2%	-37,5%	n/a	362,3%
Materialaufwand	kEUR	-347,7	-2.466,5	-439,7	-12,8	-867,6	-3.880,6
In % vom Konzernumsatz	%	-15,0%	-29,3%	-642,9%	-30,0%	-49,2%	-47,6%
Rohertrag	kEUR	1.972,0	5.944,2	-371,3	29,9	895,4	4.269,5
In % vom Konzernumsatz	%	85,0%	70,7%	-542,9%	70,0%	50,8%	52,4%
Sonstige betriebliche Erträge	kEUR	8,8	30,7	155,0	23,6	18,0	18,0
Selbst erstellte immaterielle Vermögenswerte	kEUR	427,7	395,0	27,3	30,0	270,0	150,1
Personalaufwand	kEUR	-449,4	-1.158,4	-1.741,4	-336,8	-360,0	-482,4
In % vom Konzernumsatz	%	-19,4%	-13,8%	n/a	-787,3%	-20,4%	-5,9%
Zuführung für Abfindungen	kEUR	0,0	0,0	-944,4	0,0	0,0	0,0
Löhne, Gehälter, soziale Abgaben	kEUR	-398,0	-1.158,0	-797,0	-336,8	-360,0	-482,4
Abschreibungen	kEUR	-59,0	-267,8	-517,2	-279,0	-369,0	-389,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	kEUR	-242,0	-1.510,0	-6.285,4	-985,0	-900,0	-930,0
In % vom Konzernumsatz	%	-10,4%	-18,0%	n/a	n/a	-51,0%	-11,4%
Betriebsergebnis (EBIT)	kEUR	1.658,0	3.433,6	-8.733,0	-1.517,2	-445,6	2.636,1
EBIT-Marge	%	73,7%	40,8%	n/a	n/a	-25,3%	32,3%
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	kEUR	13,1	107,6	120,1	24,1	24,0	24,0
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	kEUR	-73,4	-199,0	-129,4	-28,2	-37,3	-7,0
Nettozinsergebnis	kEUR	-60,3	-91,4	-9,3	-4,2	-13,3	17,0
Ergebnis vor Ertragssteuern (EBT)	kEUR	1.597,7	3.342,3	-8.742,4	-1.521,3	-458,9	2.653,1
Ertragssteuern	kEUR	-263,9	-1.136,8	1.535,4	119,6	91,8	-585,9
In % Steuerquote	%	-16,5%	-34,0%	-17,6%	-7,9%	-20,0%	-22,1%
Ergebnis fortgeführter Geschäftsbereiche	kEUR	1.333,8	2.205,5	-7.207,0	-1.401,8	-367,1	2.067,2
Ergebnis nicht fortgeführter Geschäftsbereiche	kEUR	0,0	0,0	-585,9	0,0	0,0	0,0
Laufender Verlust des Geschäftsbereiches	kEUR	0,0	0,0	-1.082,9	0,0	0,0	0,0
Gewinn Veräußerung des Geschäftsbereiches	kEUR	0,0	0,0	497,0	0,0	0,0	0,0
Konzernergebnis	kEUR	1.333,8	2.205,5	-7.792,9	-1.401,8	-367,1	2.067,2
Netto-Marge		57,5%	26,2%	n/a	n/a	-20,8%	25,4%
Anzahl der Aktien	k	5.539,9	5.539,9	5.873,1	6.890,4	6.890,4	6.890,4
Ergebnis je Aktie	EUR	0,24	0,40	-1,33	-0,20	-0,05	0,30
Ergebnis je Aktie fortgeführte Geschäftsbereiche	EUR	0,00	0,00	-1,23	-0,20	-0,05	0,30
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL							

Auf einen Blick I

Key Data		2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
Umsatz	KEUR	2.319,7	8.410,7	68,4	42,8	1.763,0	8.150,0	13.867,5
Rohrertrag	KEUR	1.972,0	5.944,2	-371,3	29,9	895,4	4.269,5	6.636,8
EBITDA	KEUR	1.717,0	3.701,5	-8.215,8	-1.238,2	-76,6	3.025,1	5.189,6
EBIT	KEUR	1.658,0	3.433,6	-8.733,0	-1.517,2	-445,6	2.636,1	4.758,6
EBT	KEUR	1.597,7	3.342,3	-8.742,4	-1.521,3	-458,9	2.653,1	4.798,6
Nettoergebnis	KEUR	1.333,8	2.205,5	-7.207,0	-1.401,8	-367,1	2.067,2	3.359,0
Anzahl Mitarbeiter		20	27	4	6	6	8	10
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR		11,03	9,54	3,79			
Kurs Tief	EUR		7,80	1,95	1,50			
Kurs Durchschnitt	EUR		9,31	5,17	2,55			
Schlusskurs	EUR		9,59	3,09	2,79	2,52	2,52	2,52
EPS	EUR	0,24	0,40	-1,33	-0,20	-0,05	0,30	0,49
BVPS	EUR	0,30	1,70	0,53	0,39	0,36	0,66	1,14
CFPS	EUR	0,06	0,19	-0,70	-0,19	0,09	0,25	0,49
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR						5,30	5,30
Profitabilitätskennzahlen								
EBITDA-Marge	%	74,0%	44,0%	n/a	n/a	n/a	37,1%	37,4%
EBIT-Marge	%	71,5%	40,8%	n/a	n/a	n/a	32,3%	34,3%
EBT-Marge	%	68,9%	39,7%	n/a	n/a	n/a	32,6%	34,6%
Netto-Marge	%	57,5%	26,2%	n/a	n/a	n/a	25,4%	24,2%
FCF-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	20,6%	18,5%
ROE	%	79,5%	23,4%	-233,5%	-51,8%	-15,7%	46,9%	43,3%
NWC/Umsatz	%	38,3%	71,4%	-12,5%	367,4%	12,3%	0,5%	6,6%
Pro-Kopf-Umsatz	KEUR	116,0	311,5	17,1	7,1	293,8	1.018,8	1.386,8
Pro-Kopf-EBIT	KEUR	82,9	127,2	-2.183,3	-252,9	-74,3	329,5	475,9
Capex/Umsatz	%	108,6%	29,0%	106,7%	116,9%	15,9%	3,1%	5,8%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	n/a	262,6%	-99,2%	-37,5%	4021,6%	362,3%	70,2%
Rohrertrag	%	n/a	201,4%	-106,2%	-108,1%	2890,3%	376,8%	55,4%
EBITDA	%	n/a	115,6%	n/a	-84,9%	-93,8%	n/a	71,6%
EBIT	%	n/a	107,1%	n/a	-82,6%	-70,6%	n/a	80,5%
EBT	%	n/a	109,2%	n/a	-82,6%	-69,8%	n/a	80,9%
Nettoergebnis	%	n/a	65,3%	n/a	-80,5%	-73,8%	n/a	62,5%
EPS	%	n/a	65,3%	n/a	-84,7%	-73,8%	n/a	62,5%
CFPS	%	n/a	231,2%	n/a	-73,1%	n/a	n/a	53,5%
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	KEUR	1.155,9	2.972,1	1.477,0	1.266,6	1.016,6	826,6	996,6
Umlaufvermögen	KEUR	1.929,8	11.423,1	1.874,8	1.093,2	815,1	2.456,3	5.446,3
Eigenkapital	KEUR	1.678,0	9.433,5	3.086,1	2.705,1	2.338,0	4.405,2	7.764,2
Verbindlichkeiten	KEUR	3.193,3	7.122,9	2.644,6	2.009,0	2.009,0	1.444,0	1.444,0
EK-Quote	%	34,4%	57,0%	53,9%	57,4%	53,8%	75,3%	84,3%
Gearing	%	190,3%	75,5%	85,7%	74,3%	85,9%	32,8%	18,6%
Working Capital	KEUR	755,5	4.243,9	46,3	110,0	110,0	20,0	440,0
Capital Employed	KEUR	3.215,2	8.873,9	2.707,7	2.541,6	2.452,6	2.223,6	3.012,6
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Auf einen Blick II

Enterprise Value		2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
Anzahl Aktien	mn	5,5	5,5	5,9	6,9	6,9	6,9	6,9
MK Hoch	kEUR	0,0	61.105,0	56.029,3	26.114,6	0,0	0,0	0,0
MK Tief	kEUR	0,0	43.211,1	11.452,5	10.335,6	0,0	0,0	0,0
MK Durchschnitt	kEUR	0,0	51.576,4	30.363,9	17.570,5	0,0	0,0	0,0
MK Schlusskurs	kEUR	0,0	53.127,6	18.147,9	19.224,2	17.363,8	17.363,8	17.363,8
Nettoverschuldung	kEUR	2.564,0	521,9	-469,7	-148,2	129,9	-1.816,3	-4.386,3
Pensionsrückstellungen	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen des AV	kEUR	170,0	170,0	467,3	467,3	467,3	467,3	467,3
EV Hoch	kEUR	2.734,0	61.796,9	56.026,9	26.433,7	n/a	n/a	n/a
EV Tief	kEUR	2.734,0	43.903,1	11.450,1	10.654,7	n/a	n/a	n/a
EV Durchschnitt	kEUR	2.734,0	52.268,3	30.361,4	17.889,6	n/a	n/a	n/a
EV Schlusskurs	kEUR	2.734,0	53.819,5	18.145,4	19.543,3	17.961,0	16.014,8	13.444,8
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	1,18	7,35	819,20	617,98	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	1,18	5,22	167,42	249,09	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	1,18	6,21	443,93	418,23	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	1,18	6,40	265,31	456,89	10,19	1,97	0,97
EV/EBITDA	x	1,6	14,5	n/a	n/a	n/a	5,3	2,6
EV/EBIT Hoch	x	1,6	18,0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	1,6	12,8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	1,6	15,2	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	1,6	15,7	n/a	n/a	n/a	6,1	2,8
KGV Hoch	x	n/a	27,7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	19,6	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	23,4	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	24,1	n/a	n/a	n/a	8,4	5,2
KBV	x	n/a	5,6	5,9	7,1	7,4	3,9	2,2
KCF	x	n/a	49,7	n/a	n/a	9236,1	7,9	5,2
FCF-Yield	%	n/a	-5,0%	-16,1%	-7,0%	-1,6%	9,7%	14,8%
Dividendenrendite	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Economic Value Added								
WACC	%	10,5%	13,5%	14,5%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
ROCE/WACC	x	3,7	2,2	-13,3	-2,7	-0,2	7,0	9,1
EV/CE	x	5,4	1,7	4,8	5,9	6,0	5,6	3,5
Kursziel	€	1,60	3,37	-6,68	-1,13	-0,09	3,07	5,45
Cashflow								
Operativer Cashflow	kEUR	323,1	1.070,0	-4.100,5	-1.293,1	1,9	2.196,2	3.370,0
Investiver Cashflow	kEUR	-3.195,3	-3.744,0	1.172,2	-50,0	-280,0	-515,0	-800,0
Free Cashflow	kEUR	-2.872,2	-2.674,0	-2.928,4	-1.343,1	-278,1	1.681,2	2.570,0
Finanz-Cashflow	kEUR	2.886,6	5.391,8	1.734,5	1.021,6	0,0	0,0	0,0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Diese Studie wurde erstellt durch die

Sphene capital

Großhesseloher Straße 15c - 81479 München - Deutschland - Telefon +49 (89) 7444 3558 Fax +49 (89) 7444 3445

Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH erstellt und ist in der Bundesrepublik Deutschland nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältigt, noch an Dritte weiter gegeben werden. Diese Studie dient lediglich Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis übermittelt. Die in dieser Studie behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren nicht geeignet sein, abhängig von dem jeweiligen Anlageziel und geplanten Anlagezeitraum oder der jeweiligen Finanzlage. Diese Studie kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in Anlagedingen verfügen, die unter Artikel 19(1) der „Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001“ (Verordnung über die Werbung für Finanzprodukte von 2001 im Rahmen des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte von 2000) (die „Verordnung“) fallen, oder (b) Unternehmen mit umfangreichem Vermögen, die unter Artikel 49(2)(A) bis (D) der Verordnung fallen, sowie sonstige Personen, an die das Dokument gemäß Artikel 49(1) der Verordnung rechtmäßig übermittelt werden darf (alle diese Personen werden zusammen als „Relevante Personen“ bezeichnet). Jede Person, bei der es sich nicht um eine Relevante Person handelt, sollte diese Studie und dessen Inhalt nicht als Informations- oder Handlungsbasis betrachten.

Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Finanzinstruments des analysierten Unternehmens oder zum Abschluss eines Beratungsvertrags dar. Weder diese Studie noch irgendwelche Bestandteile darin bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitiger Verpflichtungen irgendeiner Art. Sphene Capital GmbH und mit ihr verbundene Unternehmen lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab. Weder Sphene Capital GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen des Verfassers dieser Studie, die im Zusammenhang mit seiner Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH noch einem mit der Sphene Capital GmbH verbundenen Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in dieser Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

Diese Studie wird per Email und/oder per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

Bei den in dieser Studie genannten Aktienkursen handelt es sich um die XETRA-Schlusskurse oder, wenn ein XETRA-Kurs nicht existiert, um den Kurs der jeweiligen nationalen Börse, des dem Tag der Studie vorangehenden Handelstages.

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Buy: Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

Hold: Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.

Sell: Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 34b Abs. 1 Nr. 2 WpHG und Finanzanalyseverordnung

Gemäß § 34b Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

- ★ an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- ★ in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- ★ die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- ★ in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging,
- ★ mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- ★ und mit diesem verbundene Unternehmen regelmäßig Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handeln,
- ★ oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Sphene Capital GmbH verwendet die folgenden Keys:

Key 1: Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.

Key 2: Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.

Key 3: Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.

Key 4: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.

Key 5: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.

Key 6: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.

Key 7: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.

Key 8: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen.

Key 9: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisionseinnahmen beteiligt.

Key 10: Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
22.02.2011	EUR 5,30	Buy	1, 2, 8
06.12.2010	EUR 5,30	Buy	1, 2, 8

Ein Überblick über die Anlageempfehlungen der Sphene Capital GmbH ist abrufbar unter <http://www.sphene-capital.de>

Erklärungen gemäß § 34b Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung:

Informationsquellen

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenanbietern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle, sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatoren Modelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen.

Gewählte Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich auch auf den einzelnen Modellen basierende Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf Monaten ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

Erklärung des Erstellers dieser Studie

Die Vergütung des Erstellers dieser Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in dieser Studie geäußert werden, zusammen.