

# Ropal Europe AG

Reuters: RO5G.DE

Bloomberg: RO5:GR

## Beginnende Serienfertigung

### Operative Entwicklung in 2010

2010 erzielte Ropal Umsätze in Höhe von EUR 0,1 Mio. Dabei generierte Ropal ausschließlich Erlöse aus der Bearbeitung von Entwicklungsaufträgen; Umsätze aus den Verkauf von Chrom-Optics-Lizenzen oder Anlagenverkäufen fanden nicht statt. Allerdings belasteten, wie schon 2009, Einmaleffekte das Ergebnis, jedoch nicht im Umfang des Vorjahres und auch nicht von gleicher operativer Relevanz. Per Saldo sank der operative Verlust von EUR -8,7 Mio. auf EUR -2,6 Mio. Dies resultierte in einen Nettoverlust in Höhe von EUR -2,7 Mio. nach EUR -7,8 Mio. in 2009. Das Ergebnis je Aktie lag bei EUR -0,41 basierend auf durchschnittlich 6,5 Mio. Aktien gegenüber EUR -1,33 basierend auf 5,8 Mio. durchschnittlichen Aktien in 2009.

2010 (t€)	Ist	Erw.	Δ
Umsatz Konzern	58	43	36,6%
EBIT	-2.621	-1.517	72,8%
EBT	-2.647	-1.521	74,0%
Konzernergebnis	-2.704	-1.402	92,9%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Lizenzvertrag mit Impreglon

Die Lizenzvereinbarung mit Impreglon markierte für Ropal den Proof-of-Concept. Darüber hinaus ist es Ropal gelungen, einige Aufträge hochwertiger Möbelhersteller sowie einen Auftrag zur Beschichtung von Zubehörartikeln für den Sanitärbereich zu gewinnen. Dies stimmt uns zuversichtlich, dass die Anlage bei Impreglon ab dem ersten Quartal des kommenden Jahres zügig durch Chrom-Optics-Beschichtungsaufträge ausgelastet sein wird.

### Guidance und Ausblick

Basierend auf der Lizenzvereinbarung mit Impreglon und dem vorhandenen Auftragsbestand rechnet der Vorstand 2012 mit einem leicht positiven Vorsteuerergebnis; 2013 wird bereits ein sehr deutlich positives Vorsteuerergebnis erwartet. Wir modellieren nach Überarbeitung unserer Schätzungen 2011e nochmals einen operativen Verlust in Höhe von EUR -1,4 Mio., 2012e sollte mit einem EBIT von EUR 0,4 Mio. die Gewinnschwelle überschritten werden. Für 2013e rechnen wir mit einem operativen Ergebnis von EUR 2,2 Mio. Für das Ergebnis nach Steuern errechnen wir 2011e und 2012e entsprechend EUR -1,4 Mio. sowie EUR 0,4 Mio.

### Bestätigung des Buy-Ratings, PT EUR 4,40

Unser Kursziel von EUR 4,40 basiert auf einem dreistufigen DCF-Modell. Zugrunde liegen ein WACC von derzeit 12,2% und ein Fundamental-Beta von 3,0. Nach Erreichen unseres Kursziels würde Ropal mit 14,2x 2013e EV/EBIT und 14,7x 2013e KGV bewertet werden.

### Risiken für unser Rating und Kursziel

Risiken sehen wir insbesondere bei (1) unerwarteten Problemen der Serienfähigkeit des Verfahrens, (2) einem Scheitern weiterer Kapitalbeschaffungen, (3) einem ungünstigen Ausgang des neuen Schiedsverfahrens mit der Hoppe Holding AG sowie (4) einer konjunkturellen Abschwächung.

Rating: Buy Risiko: Hoch

Kurs: EUR 1,10

Kursziel: EUR 4,40 (alt EUR 5,30)

WKN/ISIN: A0SMMA / DE000A0SMMA0

Indizes: Entry All Share

Transparenz-Level: Entry Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 7,3 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 8,0 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 15.000

Veröffentlichung H1/2011: September 2011

EUR Mio.	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	0,1	0,7	2,9	5,1
EBITDA	-2,2	-1,0	0,8	2,6
EBIT	-2,6	-1,4	0,4	2,2
EBT	-2,6	-1,4	0,4	2,2
EAT	-2,7	-1,5	0,4	2,2

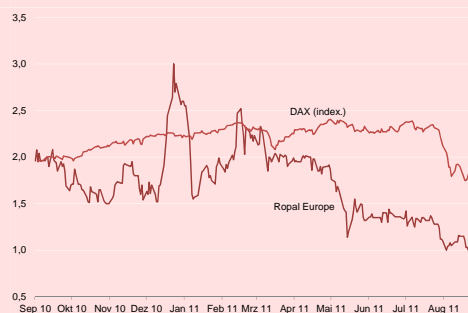
% vom Umsatz	2010	2011e	2012e	2013e
EBITDA	n/a	n/a	27,9%	50,4%
EBIT	n/a	n/a	14,5%	42,9%
EBT	n/a	n/a	14,6%	43,2%
EAT	n/a	n/a	14,5%	42,8%

Je Aktie/EUR	2010	2011e	2012e	2013e
EPS	-0,41	-0,21	0,06	0,30
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,21	0,06	0,12	0,42
Cashflow	-0,15	-0,17	0,07	0,27

%	2010	2011e	2012e	2013e
EK-Quote	28,5%	12,4%	22,5%	60,5%
Gearing	48,5%	155,7%	79,4%	0,0%

x	2010	2011e	2012e	2013e
KGV	n/a	n/a	19,3	3,7
EV/Umsatz	311,36	12,64	2,95	1,39
EV/EBIT	n/a	n/a	20,4	3,2
KBV	13,1	18,0	9,5	2,6

EUR Mio.	2011e	2012e
Guidance: Umsatz	n/a	n/a
Guidance: EBT	n/a	>0



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

## Beginnende Serienfertigung

Im Geschäftsjahr 2010 generierte Ropal ausschließlich Erlöse aus der Bearbeitung von Entwicklungsaufträgen, es wurden keine Umsätze aus dem Verkauf von Chrom-Optics-Lizenzen oder Anlagenverkäufen erzielt. Per Saldo waren die Umsätze in Höhe von EUR 0,1 Mio. im Vergleich zum Vorjahr kaum verändert. Allerdings sank der operative Verlust von EUR -8,7 Mio. auf EUR -2,6 Mio., der Nettoverlust reduzierte sich von EUR -7,8 Mio. in 2009 auf EUR -2,7 Mio. Basierend auf durchschnittlich 6,5 Mio. Aktien ergab sich ein Ergebnis Aktie von EUR -0,41 gegenüber EUR -1,33 (5,8 Mio. Aktien) in 2009. Die Eigenkapitalquote sank trotz einer Kapitalerhöhung im September 2010 per Jahresende auf 28,5% (53,9% in 2009).

Bis zum Beginn der Serienfertigung dürften Ropal keine wesentlichen Umsatzerlöse zufließen. Nach den Angaben im Geschäftsbericht werden die liquiden Mittel im dritten Quartal 2011e aufgebraucht sein. Vor diesem Hintergrund wurde das Grundkapital der Gesellschaft bereits im Juli um EUR 0,4 Mio. auf EUR 7,3 Mio. erhöht. Der Vorstand erwartet, dass bis zur cash-wirksamen Umsetzung der Lizenzvereinbarung und der Serienbeschichtungen ein weiterer Liquiditätsbedarf von rund EUR 0,5 Mio. für die laufende betriebliche Tätigkeit und technische Erweiterungen entsteht und rechnet mit einer weiteren Kapitalmaßnahme zu Beginn des Geschäftsjahres 2012.

Laut Guidance soll 2012 erstmals ein leicht positives Vorsteuerergebnis erzielt werden. 2013 wird ein sehr deutlich positives Vorsteuerergebnis erwartet. Wir haben unsere Schätzungen überarbeitet und modellieren 2011e nochmals einen operativen Verlust in Höhe von EUR -1,4 Mio., 2012e sollte die Gewinnschwelle überschritten werden und das EBIT EUR 0,4 Mio. erreichen. Für 2013e erwarten wir EUR 2,2 Mio. Das Ergebnis nach Steuern erreicht nach unseren Schätzungen 2011e und 2012e EUR -1,4 Mio. und EUR 0,4 Mio. Die Ergebnisse je Aktie liegen 2011e bei EUR -0,21 und 2012e bei EUR 0,06, basierend auf einer gewichteten Anzahl von 7,1 Mio. bzw. 7,3 Mio. Aktien nach der Kapitalerhöhung im Juli 2011.

### Ergebnis Geschäftsjahr 2010

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 erzielte Ropal Umsatzerlöse in Höhe von EUR 0,1 Mio. Der operative Verlust reduzierte sich von EUR -8,7 Mio. auf EUR -2,6 Mio. Damit stand per 31.12.2010 erneut ein Nettoverlust in Höhe von EUR -2,7 Mio. nach EUR -7,8 Mio. zu Buche. Das Ergebnis je Aktie lag bei EUR -0,41 basierend auf durchschnittlich 6,5 Mio. Aktien nach EUR -1,33 und 5,8 Mio. durchschnittlichen Aktien in 2009.

Abgelaufenes Geschäftsjahr 2010

### Erneut drücken Sonderbelastungen in 2010 auf das Ergebnis

Erlöse wurden ausschließlich aus der Bearbeitung von Entwicklungsaufträgen generiert; Umsätze aus den Verkauf von Chrom-Optics-Lizenzen oder Anlagenverkäufen wurden nicht erzielt. Der Umsatzmix hat sich im Jahresvergleich nicht verändert. Wie schon im Geschäftsjahr 2009 enthält der operative Verlust negative Einmaleffekte, jedoch bei weitem nicht im Umfang des Vorjahres und aus unserer Sicht auch nicht von der gleichen operativen Relevanz.

Belastende Einmaleffekte im Jahresvergleich deutlich verringert.

Im Geschäftsjahr 2009 hatte Ropal insbesondere (1) EUR 0,9 Mio. Rückstellungszuführungen für Abfindungsansprüche sowie (2) EUR 5,3 Mio. Wertminderungen auf Lieferungen und Leistungen zu verkraften. Im Geschäftsjahr 2010 fielen dagegen eine Verdoppelung der Rechts- und Beratungskosten um EUR 0,3 auf EUR 0,6 Mio. (Schiedsverfahren sowie Rechtsstreit mit einem ehemaligen Vorstand) sowie Wertminderungen und Aufwendungen in Höhe von EUR 0,7 Mio. ins Gewicht, die aus der Insolvenz eines ehemaligen Gründers entstanden sind.

### Eigenkapitalquote Ende 2010 28,5%, weitere Kapitalmaßnahmen avisiert

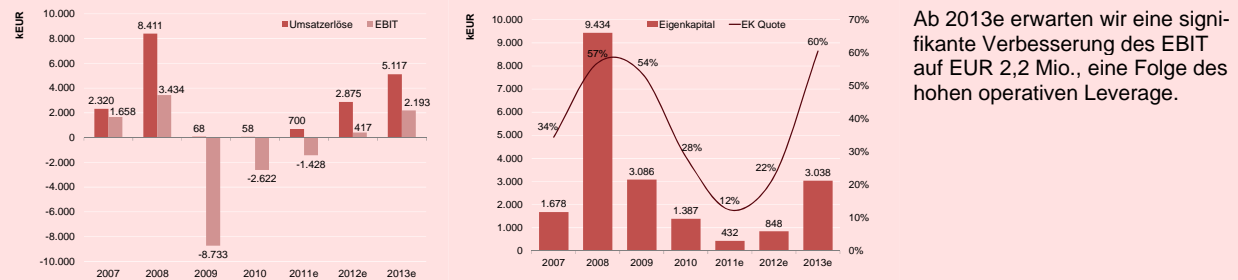
In Folge des erneut hohen Verlustausweises ist die Eigenkapitalquote per Jahresende 2010 auf 28,5% gegenüber 53,9% in 2009 gesunken. Und das trotz einer Kapitalerhöhung, aus der Ropal im September 2010 rund EUR 1,0 Mio. zugeflossen waren. Als liquide Mittel standen der Gesellschaft Ende 2010 EUR 0,8 Mio. (2009 EUR 0,7 Mio.) zur Verfügung, die Nettoliquidität der nach wie vor nahezu unverschuldeten Gesellschaft belief sich auf EUR 0,2 Mio. nach EUR 0,5 Mio. per Ende 2009.

Vorstand erwartet weiteren Liquiditätsbedarf in Höhe von EUR 1,0 Mio. bis zum regelmäßigen Zufluss von Lizenzumsätzen aus den erfolgten Geschäftsabschlüssen.

Vor dem Beginn der Serienfertigung werden Ropal keine wesentlichen Umsatzerlöse zufließen. Nach den Angaben der Gesellschaft sollten die liquiden Mittel voraussichtlich im dritten Quartal 2011e aufgebraucht sein. Vor diesem Hintergrund wurde das Grundkapital der Gesellschaft im Juli dieses Jahres um EUR 417.600 auf nun EUR 7,3 Mio. erhöht. Bei einem Ausgabepreis von EUR 1,2 je

neuer Aktie flossen der Gesellschaft brutto EUR 0,5 Mio. zu. Darüber hinaus rechnet der Vorstand damit, dass bis zur cash-wirksamen Umsetzung der Lizenzvereinbarung und der Serienbeschichtungen ein weiterer Liquiditätsbedarf in Höhe von rund EUR 0,5 Mio. für die laufende betriebliche Tätigkeit und technischen Erweiterung der Anlage in Allendorf/Eder entstehen wird. Nach den Angaben des Vorstands haben die Großaktionäre dazu bereits ihre Bereitschaft zur Unterstützung signalisiert. Wir gehen daher davon aus, dass zum Ende dieses bzw. Anfang nächsten Jahres eine weitere Kapitalmaßnahme umgesetzt werden wird.

**ABBILDUNG 1: UMSATZ UND EBIT (LS), EIGENKAPITAL UND EIGENKAPITALQUOTE (RS)**



Ab 2013e erwarten wir eine signifikante Verbesserung des EBIT auf EUR 2,2 Mio., eine Folge des hohen operativen Leverage.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Im Rechtsstreit mit der Firma Hoppe erging im Dezember 2010 ein Endschiedsspruch zugunsten von Ropal, jedoch hat bislang keine Endabnahme der Anlage stattgefunden**

Im Jahr 2007 erwarb die Hoppe Holding AG, Schweiz, einer der größten Hersteller von Beschlagsystemen für Türen und Fenster in Europa, als erster Kunde eine Lizenz am Chrom-Optics-Verfahren und bestellte eine Beschichtungsanlage. Dabei wurde Hoppe eine Exklusivlizenz für Beschlagsysteme an Türen und Fenstern eingeräumt, die sämtliche Verwertungsrechte in diesem Segment einschloss. Nachdem die Anlage beim Anlagenlieferanten Rippert errichtet und von Hoppe technisch abgenommen worden war, entstand während der Inbetriebnahme am endgültigen Anlagestandort in Tschechien ein Streit über einen angeblichen Lieferverzug und das Erreichen der Abnahmekriterien. Dieser Streit wurde letztlich Gegenstand eines Schiedsgerichtsverfahrens, welches Ende 2010 abgeschlossen wurde. Durch Teilschiedsspruch von 23. September 2010 wurden sämtliche gegen Ropal erhobenen Forderungen, darunter Schadenersatzansprüche in einer bezifferten Höhe von EUR 6,4 Mio., rechtskräftig abgewiesen. Durch Endschiedsspruch vom 13. Dezember 2010 wurde das Schiedsverfahren endgültig zugunsten von Ropal entschieden. Auf die Widerklage von Ropal wurde Hoppe zu einer Zahlung in Höhe von EUR 0,3 Mio. ausstehender Vergütung und Verfahrenskosten zuzüglich Zinsen rechtskräftig verurteilt. Durch den Beschluss des OLG Hamburg ist der Schiedsspruch für vollstreckbar erklärt worden.

Trotz vollstreckbaren Schiedsspruches verweigert Hoppe bis heute die Zahlung aus dem Schiedsurteil, weshalb Ropal gegenwärtig die Zwangsvollstreckung aus dem Schiedsspruch betreibt. Die Anlage in Tschechien ist nach Angaben von Ropal funktionstüchtig, aber immer noch nicht abgenommen.

Am 17. Juni 2011 hat Ropal angesichts des Zahlungsverzuges und weiterer Vertragsverstöße des Lizenzvertrages den Lizenzvertrag gegenüber Hoppe fristlos gekündigt. Die fristlose Kündigung und ihre Wirksamkeit wird Gegenstand eines weiteren Schiedsverfahrens sein, welches Hoppe vor wenigen Wochen gegen Ropal angestrengt hat. Zuvor waren Vergleichsgespräche zwischen beiden Parteien endgültig gescheitert.

Wir werten die fristlose Kündigung als einen Befreiungsschlag, durch den sich Ropal von der aus unserer Sicht offenbar irreparabel beschädigten Geschäftsbeziehung mit Hoppe getrennt hat. Der Ausgang des zweiten, nun anstehenden Schiedsverfahrens kann zum derzeitigen Zeitpunkt nicht vollumfänglich eingeschätzt werden, zumal Hoppe bislang keine Zahlungsforderungen gegen Ropal erhoben hat. Aus unserer Sicht sind der Ausgang des ersten Schiedsverfahrens

und die Niederlage von Hoppe aber Indikatoren für die Erfolgsaussichten zugunsten von Ropal.

Die fortwährende Belastung durch die streitbelastete Geschäftsbeziehung mit Hoppe hat Ropal seit dem Börsengang in der Fortentwicklung des Chrom-Optics-Verfahrens gelähmt und lange Zeit auch Zweifel an der Zuverlässigkeit des Chrom-Optics-Verfahrens genährt. Letztere hat Ropal in den vergangenen Jahren aus eigener Kraft ausgeräumt, was sich in den endlich gewonnenen Lizenzvereinbarungen widerspiegelt.

## **Unternehmensausblick und Guidance**

Ausblick

Basierend auf dem Verkauf einer umfangreichen Chrom-Optics-Lizenz an Impreglon und dem vorhandenen Auftragsbestand für Beschichtungen rechnet der Vorstand im kommenden Jahr mit einem ausgeglichenen Vorsteuerergebnis. Im Jahr 2013 soll dann erstmals ein sehr deutlich positives Vorsteuerergebnis erzielt werden.

## **Überarbeitung unseres Modells und Darstellung der Annahmen**

Der Marktdurchbruch des Chrom-Optics-Verfahrens steht erst am Anfang; vom Beginn erster Gespräche bis zu einer Auftrags- bzw. Lizenzvergabe können bis zu 12 und sogar 24 Monate vergehen. Vor diesem Hintergrund sind unsere Ergebnisschätzungen systembedingt mit einer relativ hohen Unsicherheit verbunden.

Wir gehen davon aus, dass Ropal im Geschäftsjahr 2011e nochmals einen operativen Verlust in Höhe von EUR -1,4 Mio. verbuchen wird. Ab 2012e erwarten wir eine signifikante Verbesserung des EBIT auf EUR 0,4 Mio. und 2013e auf EUR 2,2 Mio. Durch die niedrige Auslastung weist Ropal ein hohes operatives Leverage auf, so dass sich die erwarteten Lizezeinnahmen aus unserer Sicht unmittelbar ergebnissteigernd niederschlagen werden. Nach Steuern erwarten wir 2011e ein Ergebnis von EUR -1,4 Mio. und 2012e von EUR 0,4 Mio. sowie EPS von EUR -0,21 in 2011e und EUR 0,06 in 2012e, diese basieren nach der Kapitalerhöhung im Juli 2011 auf einer gewichteten Anzahl von 7,1 Mio. bzw. 7,3 Mio. Aktien.

Wir gehen in unserem Modell von folgenden Annahmen aus:

- ✦ 2011e werden noch keine Erlöse aus der Lizenzvergabe an Impreglon fließen; allerdings wird Ropal im zweiten Halbjahr Einnahmen im Segment Chrom-Optics-Lizenzen aus Entwicklungsaufträgen und kleineren Serienfertigungen im Ropal Technikum/Allendorf vereinnahmen können.
- ✦ Im Geschäftsbereich Anlagenverkauf wird 2011e und 2012e eine prozentuale Vergütung aus dem Anlagenliefervertrag zwischen Rippert und Impreglon als Umsatz ausgewiesen; 2012e folgen weitere Anlagenverkäufe, wobei Ropal jeweils einen Anteil an den Errichtungskosten von bis zu 10% erhält.
- ✦ Den Umsätzen aus Stücklizenzen mit Impreglon und aus Direktlizenzen an Hersteller stehen lediglich die laufenden Materialbezüge bzw. gelieferte Lacke und Chemikalien gegenüber. Gegenüber unserem ursprünglichen Modell ist der Umsatzausweis niedriger, es entstehen aber keine Kosten durch die Auftragsvergabe an einen Lohnbeschichter. Daher erwarten wir einen Anstieg der Rohertragsmarge 2011e auf 81% und 2012e auf 85%.
- ✦ Wir haben keine Sonderbelastungen unterstellt; allerdings vermuten wir, dass Ropal auch 2011e und 2012e hohe betriebliche Aufwendungen für Rechts- und Beratungskosten ausweisen wird.

**Neben dem entscheidenden Vertragsabschluss mit Impreglon, verbunden mit der Erstellung einer umfangreichen Anlage für Chrom-Optics-Beschichtungen am Impreglon-Standort in Lüneburg, ist es Ropal in den vergangenen Monaten gelungen, wichtige Aufträge von Herstellern hochwertiger Möbel und zur Beschichtung von Zubehörartikeln im Sanitärbereich zu gewinnen. In all diesen Bereichen galt die galvanische Oberflächenbehandlung bislang als unangefochtene Technologie für die Herstellung hochglänzender Oberflächen; für Ropal wiederum bedeutete dies erhebliche Eintrittsbarrieren. Nach dem gelungenen Proof-of-**

**Concept gehen wir davon aus, dass sich die zukünftige Akzeptanz angesichts der Vorteile des Chrom-Optics-Verfahrens erheblich beschleunigt.**

## **Im ersten Quartal dieses Jahres wurde ein umfassender Lizenzvertrag mit Impreglon geschlossen**

Mit der Impreglon SE hat Ropal im Februar 2011 einen umfassenden Lizenzvertrag abgeschlossen, der Impreglon die exklusive Anwendung des Chrom-Optics-Verfahrens für Lohnbeschichtungen innerhalb Deutschlands bis Ende 2013 zusichert. Verbunden damit war der Kauf einer automatisierten Beschichtungsanlage beim Großaktionär und Partner, der Rippert Anlagentechnik, durch Impreglon, wofür Impreglon nach unseren Schätzungen rund EUR 4,0 Mio. investieren dürfte.

Die Lizenzvereinbarung mit Impreglon ist der wichtigste Einzelerfolg der Unternehmensgeschichte.

Die Anlage wird auf einer Fläche von 6.000 qm am Standort von Impreglon in Lüneburg bis September 2011 fertiggestellt werden und soll im ersten Quartal 2012 den Serienbetrieb aufnehmen.

## **Chrom-Optics auf dem Weg zur Serie**

Bei einem innovativen Produkt stellt sich nicht nur die Frage nach dem richtigen Produkt; vielmehr stellt sich die Frage, ob Chrom-Optics das richtige Produkt zur richtigen Zeit am richtigen Ort ist. Diese Frage wird am besten durch Fakten beantwortet. Zum Zeitpunkt unseres Initiation Reports gab es aus unserer Sicht (1) eine Technologie mit beeindruckenden USPs, die bereits durch umfangreiche Tests verschiedener In-House-Labore und zertifizierter Prüfer bestätigt worden war, (2) ein neues Management, das mit einer fokussierten Strategie den Durchbruch des Chrom-Optics-Verfahrens vorantrieb und (3) starke Großaktionäre, die dem Unternehmen neben anderem die finanziellen Ressourcen bereit stellen.

Auftragsgewinne von namhaften Herstellern.

Im laufenden Geschäftsjahr hat Ropal eine Reihe von Herstellern hochwertiger Möbel sowie einen Auftrag zur Beschichtung von Zubehörartikeln für den Sanitärbereich gewonnen. Dies stimmt uns optimistisch, dass die Anlage bei Impreglon zügig durch Chrom-Optics-Beschichtungen ausgelastet sein wird. Als Folge von konkreten Lieferanfragen zum jetzigen Zeitpunkt und des sich abzeichnenden Durchbruchs könnten nun auch erste Serienbeschichtungen erfolgen.

## **Auftrag zur Beschichtung sanitärer Zubehörartikel**

Im März dieses Jahres erhielt Ropal von HEWI Heinrich Wilke GmbH einen Auftrag für die Beschichtung von Zubehörartikeln im Sanitärbereich. Die Serie „HEWI Warm Touch“ soll insbesondere für Patienten mit Rheuma oder Gicht angenehme bzw. schmerzfreie Sanitärhilfen bieten. Das für diese Patienten schmerzhaft empfundene Kälteempfinden beim Umgreifen von Chrom wird bei nach dem Chrom-Optics-Verfahren beschichteten Kunststoffmaterialien vermieden, ohne dass Abstriche in der Optik und vor allem der Beständigkeit gegenüber UV-Licht und Desinfektions- und Reinigungsmitteln hingenommen werden müssen.

Entscheidende USP

Mit dem Gewinn dieses Auftrags werden drei wesentliche Vorteile des Chrom-Optics-Verfahrens unterstrichen: (1) die hohe Flexibilität des Verfahrens gegenüber den zu beschichtenden Werkstoffen, (2) starke Materialeigenschaften und Haltbarkeit und (3) die Vorteile einer hohen Umweltfreundlichkeit in der Produktion und der späteren Entsorgung, die durch das Chrom-Optics vorgegeben werden.

## **Das Potential für einen Durchbruch des Verfahrens**

Mit der sich abzeichnenden Akzeptanz des Verfahrens als umweltfreundliche Alternative in der chromoptischen Beschichtung wird Ropal zukünftig von seiner Position als First Mover profitieren können. Die USP des Chrom-Optics-Technologie ergeben sich aus

- ✦ deren hohen Umweltverträglichkeit sowohl während des Produktionsprozesses als auch bei der zukünftigen Entsorgung der Produkte dank des vollständigen Verzichts auf Schwermetalle und PFOS, und aus
- ✦ Vorteilen im Materialeinsatz: neben der verringerten Abhängigkeit von volatilen Weltmarktpreisen, einer hohen Flexibilität gegenüber den zu beschichtenden Werkstoffen und einem deutlich verringerten Aufwand für deren mechanische Vor- und Nachbehandlung (insbesondere hinsichtlich Polieren und optischer Ausschusskontrolle).

**TABELLE 1: VORTEILE DES CHROM-OPTICS-VERFAHRENS**

	Kriterium	Galvanische Verchromung	Chrom-Optics-Verfahren
<b>Kosteneffizienz</b>	Mechanische Vorbehandlung	Polieren, Nacharbeiten von Kunststoffoberflächen	Nein, Grundieren
	Energieverbrauch	Hoch	Gering
	Grundwerkstoffe	Messing, Edelstahl, ABS Kunststoffe	Kostengünstigere Materialien wie Aluminium, nicht-leitende Kunststoffe sind möglich
	Ausschussrate	V.a. bei Kunststoffen hoch	Gering
	Konstruktionsanforderungen	"Galvanogerecht"	Gering, auch komplexe Oberflächenstrukturen möglich
<b>Werkstoffeigenschaften</b>	Korrosionsschutz/Unterwanderung	Zusätzliche Lackschicht	Korrosionsbeständiges Komposit in der Glanzschicht
	Optiken	Chrom, Gold, Messing, Titan, Silber, Eloxalfarben	Chrom, Gold, Messing, Titan, Silber, Eloxalfarben
<b>Umweltverträglichkeit</b>	Einsatz von Schwermetallen	Ja (Chrom, Nickel, Kupfer, PFOS)	Nein
	Entsorgungskosten	Hoch, Umweltauflagen	Keine besonderen Auflagen

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Unsere Unternehmensbewertung erfolgt anhand eines dreistufigen DCF-Modells. Diesem liegt bis zum Erreichen des Terminal Value ein sukzessiver Rückgang der WACC von derzeit 12,2% auf 8,3% zugrunde. Das Beta reduzieren wir von gegenwärtig 3,0 bis zum Terminal Value auf 1,3. Wir gehen davon aus, dass Ropal im Terminal Value keine Überrenditen mehr erzielen kann. In unserem Base Case-Szenario haben wir ein Kursziel von EUR 4,40 je Aktie ermittelt.

Nach Erreichen dieses Kursziels würde Ropal mit 14,2x 2013e EV/EBIT (aktuell 3,2x) beziehungsweise 14,7x 2013e KGV (aktuell 3,7x) bewertet werden. Bei pessimistischeren Annahmen zur Margenentwicklung (Bear Case-Szenario) ergäbe sich ein Unternehmenswert von EUR 2,90 je Aktie, in einem Bull Case-Szenario, wie es im Fall der Gewinnung weiterer großer Schlüsselkunden eintreten könnte, steigt der abgeleitete Wert auf EUR 5,50 je Aktie.

### Bewertung anhand eines DCF-Modells

Wir bewerten Ropal anhand eines standardisierten dreistufigen DCF-Modells. Zunächst werden bis zum Jahr 2013e unsere detaillierten GuV- und Bilanzplanungen für Ropal zugrunde gelegt. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2021e endet und in der wir ein CAGR von 21,6% veranschlagt haben. Während der Grobplanungsphase haben wir unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern. Der Free Cashflow to the Firm wird 2012e erstmals positiv und erreicht 2017e seinen Höchstwert.

Free Cashflow to the Firm wird 2012e erstmals positiv.

Für unser DCF-Modell unterstellen wir ferner:

- ✦ dass sich die EBIT-Marge von 42,9% in 2013e auf 22,8% in 2021e sukzessive verringert. Für den anschließend beginnenden Terminal Value haben wir eine operative Marge von 20,0% unterstellt.
- ✦ dass die Steuerquote über den gesamten Planungszeitraum auf dem in Deutschland gültigen Grenzsteuersatz von 31,0% bewegt.
- ✦ eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der FCF im Terminal Value von 2,5%.
- ✦ ein Fundamental-Beta von 3,0, das sich aus folgenden Faktoren ableitet:

**TABELLE 2: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA**

Diversifizierungsgrad	0,20
Wettbewerbsintensität	0,20
Reife des Geschäftsmodells	0,20
Regulatorische Risiken	0,20
Finanzielle Risiken	1,00
Risiken der Unternehmensprognose	0,20
Markt-Beta	1,00
Beta	3,00

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

- ✦ dass Ropal im Termin Value Kapitalkosten haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Rückgang der WACC von derzeit 12,2% (rf 3,3%, implizite ERP von 3,3%, DRP 10,0%, Zielkapitalstruktur 75%-25%) auf dann 8,3%.
- ✦ einen stabilen Kapitalumschlag von 500% über den gesamten Planungshorizont.

**Unser Base Case-Szenario ergibt ein Kursziel von EUR 4,40 je Aktie.**

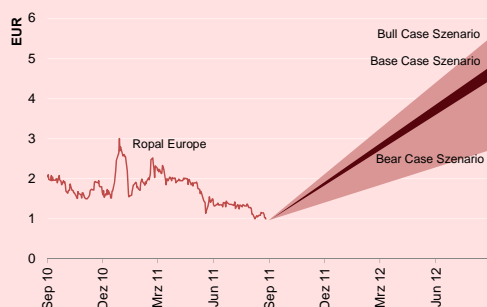
Dabei werden 52,0% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 48,0% aus dem in der Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

**In einem Stresstest betrachten wir folgende Szenarien:**

Szenario-Analyse

- ✦ **Bear Case-Szenario:** In einem Bear Case-Szenario halbieren wir die im Terminal Value geltende EBIT-Marge von 20,0% um 10 Prozentpunkte auf 10,0%, da wir davon ausgehen, dass aufgrund des technischen Fortschritts höhere Investitionserfordernisse in F&E gegeben sein werden. Um sämtliche erforderlichen Produktspezifikationen anzubieten, war Ropal bislang bereit, vergleichsweise hohe F&E-Aufwendungen zu tätigen. Woraus die nächste F&E-Welle bestehen bzw. wann diese auftreten könnte, ist derzeit unklar. Eine Verringerung der operativen Marge im Terminal Value jedenfalls spiegelt die Verwerfungen wider, die zusätzliche F&E-Investitionen auslösen würden. In diesem Fall sinkt der Unternehmenswert von Ropal auf EUR 2,90 je Aktie.
- ✦ **Bull Case-Szenario:** Ein Bull Case-Szenario würde unseres Erachtens durch eine Gewinnung einer Reihe von Schlüsselkunden ausgelöst, die ein deutlich schnelleres Top-Line-Wachstum zur Folge haben würde. Dass sich die operativen Margen besser als in unserem Modell entwickeln könnten, halten wir demgegenüber für unwahrscheinlich. In diesem Fall würden wir unser Kursziel um EUR 1,10 auf dann EUR 5,50 je Aktie anheben.

**ABBILDUNG 2: KURSENTWICKLUNG UND -PROGNOSE**



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

In unserem Bear Case-Szenario haben wir einen F&E bedingten Rückgang der Margen unterstellt; unser Bull Case Szenario basiert auf einem deutlich schnelleren Top-Line-Wachstum nach der Gewinnung großer Schlüsselkunden.

## **Katalysatoren für die Kursentwicklung**

Fünf Katalysatoren

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von Ropal in den kommenden Monaten sehen wir (1) den vorzeitigen Start einer seriellen Fertigung nach der Aufrüstung der bestehenden Ropal-Anlage, (2) Meldungen über neue Lizenzkunden und Aufträge für eine Beschichtung, (3) weitere Entwicklungsaufträge, möglicherweise auch aus der Automobilindustrie, (4) der Start der Großanlage bei Impreglon und (5) deren zügige Auslastung und damit Erwartungen über einen weiteren Ausbau.

## **Risiken für unser Rating und Kursziel**

Risiken

Risiken für unser Rating und unser Kursziel ergeben sich insbesondere aus (1) unerwarteten Problemen der Serienfähigkeit des Verfahrens, (2) einem Scheitern weiterer Kapitalbeschaffungsmaßnahmen, (3) einem ungünstigen Ausgang des neuen Schiedsverfahrens mit der Hoppe Holding AG sowie (4) aus einer möglichen konjunkturellen Abkühlung, die sich negativ auf die Investitionsbereitschaft in neue Technologien auswirken könnte.

## **Unternehmensbeschreibung**

Ropal könnte mit einem industriellen Durchbruch des Chrom-Optics-Verfahrens nichts weniger gelingen als eine teilweise Substitution der galvanischen Verchromung. Das von Ropal entwickelte Chrom-Optics-Verfahren weist eine Reihe von Alleinstellungsmerkmalen gegenüber der Galvanik auf. Das Unternehmen gliedert sich in die zwei Geschäftsbereiche Lizenzen – Vermarktung der Anwendung, des Patents und der Marke Chrom-Optics sowie die Vergabe von Lizenzen an Lohnbeschichtungsunternehmen – und den Bereich Anlagenverkauf – Vertrieb von Anlagen für das Chrom-Optics-Verfahren; Ropal ist dabei nicht Generalunternehmer sondern liefert die für das Verfahren erforderlichen technischen Festlegungen.



## Gewinn- und Verlustrechnung

		2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>kEUR</b>	<b>8.410,7</b>	<b>68,4</b>	<b>58,5</b>	<b>700,0</b>	<b>2.874,6</b>	<b>5.116,6</b>
YoY	%	262,6%	-99,2%	-14,5%	n/a	310,7%	78,0%
Materialaufwand	kEUR	-2.466,5	-439,7	-10,7	-132,9	-423,7	-644,6
In % vom Konzernumsatz	%	-29,3%	-642,9%	-18,2%	-19,0%	-14,7%	-12,6%
<b>Rohrertrag</b>	<b>kEUR</b>	<b>5.944,2</b>	<b>-371,3</b>	<b>47,8</b>	<b>567,1</b>	<b>2.451,0</b>	<b>4.472,0</b>
In % vom Konzernumsatz	%	70,7%	n/a	81,8%	81,0%	85,3%	87,4%
Sonstige betriebliche Erträge	kEUR	30,7	155,0	54,7	18,0	18,0	0,0
Selbst erstellte immaterielle Vermögenswerte	kEUR	395,0	27,3	33,3	34,3	35,3	36,3
Personalaufwand	kEUR	-1.158,4	-1.741,4	-321,1	-320,0	-448,0	-735,0
In % vom Konzernumsatz	%	-13,8%	n/a	-549,3%	-45,7%	-15,6%	-14,4%
Zuführung für Abfindungen	kEUR	0,0	-944,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Löhne, Gehälter, soziale Abgaben	kEUR	-1.158,0	-797,0	-321,1	-320,0	-448,0	-735,0
Abschreibungen	kEUR	-267,8	-517,2	-383,2	-383,0	-385,0	-385,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	kEUR	-1.510,0	-6.285,4	-2.053,0	-1.344,0	-1.254,7	-1.195,7
In % vom Konzernumsatz	%	-18,0%	n/a	n/a	-192,0%	-43,6%	-23,4%
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>kEUR</b>	<b>3.433,6</b>	<b>-8.733,0</b>	<b>-2.621,6</b>	<b>-1.427,6</b>	<b>416,5</b>	<b>2.192,6</b>
EBIT-Marge	%	40,8%	n/a	n/a	n/a	14,5%	42,9%
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	kEUR	107,6	120,1	18,7	24,0	24,0	20,0
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	kEUR	-199,0	-129,4	-44,0	-37,3	-20,0	0,0
Nettozinsergebnis	kEUR	-91,4	-9,3	-25,3	-13,3	4,0	20,0
<b>Ergebnis vor Ertragssteuern (EBT)</b>	<b>kEUR</b>	<b>3.342,3</b>	<b>-8.742,4</b>	<b>-2.647,0</b>	<b>-1.440,9</b>	<b>420,5</b>	<b>2.212,6</b>
Ertragssteuern	kEUR	-1.136,8	1.535,4	-57,1	-14,4	-4,8	-22,9
In % Steuerquote	%	-34,0%	-17,6%	2,2%	1,0%	-1,1%	-1,0%
Ergebnis fortgeführter Geschäftsbereiche	kEUR	2.205,5	-7.207,0	-2.704,1	-1.455,4	415,7	2.189,8
Ergebnis nicht fortgeführter Geschäftsbereiche	kEUR	0,0	-585,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Laufender Verlust des Geschäftsbereiches	kEUR	0,0	-1.082,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn Veräußerung des Geschäftsbereiches	kEUR	0,0	497,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Konzernergebnis</b>	<b>kEUR</b>	<b>2.205,5</b>	<b>-7.792,9</b>	<b>-2.704,1</b>	<b>-1.455,4</b>	<b>415,7</b>	<b>2.189,8</b>
Netto-Marge		26,2%	n/a	n/a	n/a	14,5%	42,8%
Anzahl der Aktien	k	5.539,9	5.873,1	6.522,6	7.061,4	7.308,0	7.308,0
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>0,40</b>	<b>-1,33</b>	<b>-0,41</b>	<b>-0,21</b>	<b>0,06</b>	<b>0,30</b>
Ergebnis je Aktie fortgeführte Geschäftsbereiche	EUR	0,40	-1,23	-0,41	-0,21	0,06	0,30
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL							

## Bilanz

		2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>kEUR</b>	<b>5.133,3</b>	<b>3.855,9</b>	<b>3.170,4</b>	<b>2.873,5</b>	<b>2.657,5</b>	<b>2.892,0</b>
Immaterielle Vermögenswerte	kEUR	1.657,8	1.184,4	1.173,8	1.164,0	1.169,0	1.224,0
Sachanlagen	kEUR	2.972,1	1.477,0	1.149,2	908,6	668,6	828,6
Langfristige finanzielle Vermögenswerte	kEUR	170,0	467,3	170,0	170,0	170,0	170,0
Latente Ertragssteuerforderungen	kEUR	333,4	727,3	677,4	630,9	649,9	669,4
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>kEUR</b>	<b>11.423,1</b>	<b>1.874,8</b>	<b>1.702,0</b>	<b>622,2</b>	<b>1.119,3</b>	<b>2.130,4</b>
Vorräte	kEUR	56,9	7,2	21,5	20,0	40,0	68,0
Forderungen Lieferungen & Leist.	kEUR	6.190,3	901,4	646,0	381,0	495,3	742,9
Laufende Ertragssteuerforderungen	kEUR	19,1	16,7	0,4	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	kEUR	3.228,2	214,8	196,4	186,6	195,9	205,7
Liquide Mittel	kEUR	1.928,6	734,7	837,7	34,6	388,1	1.113,7
<b>Gesamt Aktiva</b>	<b>kEUR</b>	<b>16.556,5</b>	<b>5.730,7</b>	<b>4.872,3</b>	<b>3.495,7</b>	<b>3.776,7</b>	<b>5.022,3</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>kEUR</b>	<b>9.433,5</b>	<b>3.086,1</b>	<b>1.387,0</b>	<b>432,3</b>	<b>848,0</b>	<b>3.037,7</b>
Gezeichnetes Kapital	kEUR	5.800,0	6.380,0	6.890,4	7.308,0	7.308,0	7.308,0
Kapitalrücklage	kEUR	62,2	927,7	-5.158,1	-5.075,1	-5.075,1	-5.075,1
Noch nicht verwendete Ergebnisse	kEUR	3.571,3	-4.221,6	-6.925,7	-8.381,0	-7.965,3	-5.775,6
Sonstiges Eigenkapital	kEUR	0,0	0,0	6.580,4	6.580,4	6.580,4	6.580,4
<b>Langfristige Schulden</b>	<b>kEUR</b>	<b>2.596,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	kEUR	1.733,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Ertragssteuerschulden	kEUR	862,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristige Schulden</b>	<b>kEUR</b>	<b>4.527,0</b>	<b>2.644,6</b>	<b>3.485,3</b>	<b>3.063,4</b>	<b>2.928,8</b>	<b>1.984,6</b>
Rückstellungen	kEUR	208,9	944,0	1.044,0	1.044,0	1.044,0	1.044,0
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	kEUR	716,8	265,0	672,9	673,0	673,0	0,0
Verbindlichkeiten Lieferungen & Leist.	kEUR	2.003,2	862,3	1.114,1	849,1	764,2	840,6
Laufende Ertragssteuerschulden	kEUR	147,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	kEUR	1.451,1	573,2	654,3	497,3	447,6	100,0
<b>Gesamt Passiva</b>	<b>kEUR</b>	<b>16.556,5</b>	<b>5.730,7</b>	<b>4.872,3</b>	<b>3.495,7</b>	<b>3.776,8</b>	<b>5.022,3</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Bilanz (Normalisierte Fassung)

		2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	%	<b>31,0%</b>	<b>67,3%</b>	<b>65,1%</b>	<b>82,2%</b>	<b>70,4%</b>	<b>57,6%</b>
Immaterielle Vermögenswerte	%	10,0%	20,7%	24,1%	33,3%	31,0%	24,4%
Sachanlagen	%	18,0%	25,8%	23,6%	26,0%	17,7%	16,5%
Langfristige finanzielle Vermögenswerte	%	1,0%	8,2%	3,5%	4,9%	4,5%	3,4%
Latente Ertragssteuerforderungen	%	2,0%	12,7%	13,9%	18,0%	17,2%	13,3%
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	%	<b>69,0%</b>	<b>32,7%</b>	<b>34,9%</b>	<b>17,8%</b>	<b>29,6%</b>	<b>42,4%</b>
Vorräte	%	0,3%	0,1%	0,4%	0,6%	1,1%	1,4%
Forderungen Lieferungen & Leist.	%	37,4%	15,7%	13,3%	10,9%	13,1%	14,8%
Laufende Ertragssteuerforderungen	%	0,1%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	%	19,5%	3,7%	4,0%	5,3%	5,2%	4,1%
Liquide Mittel	%	11,6%	12,8%	17,2%	1,0%	10,3%	22,2%
<b>Gesamt Aktiva</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>57,0%</b>	<b>53,9%</b>	<b>28,5%</b>	<b>12,4%</b>	<b>22,5%</b>	<b>60,5%</b>
Gezeichnetes Kapital	%	35,0%	111,3%	141,4%	209,1%	193,5%	145,5%
Kapitalrücklage	%	0,4%	16,2%	-105,9%	-145,2%	-134,4%	-101,1%
Noch nicht verwendete Ergebnisse	%	21,6%	-73,7%	-142,1%	-239,8%	-210,9%	-115,0%
Sonstiges Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	135,1%	188,2%	174,2%	131,0%
<b>Langfristige Schulden</b>	%	<b>15,7%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	%	10,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Latente Ertragssteuerschulden	%	5,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Kurzfristige Schulden</b>	%	<b>27,3%</b>	<b>46,1%</b>	<b>71,5%</b>	<b>87,6%</b>	<b>77,5%</b>	<b>39,5%</b>
Rückstellungen	%	1,3%	16,5%	21,4%	29,9%	27,6%	20,8%
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	%	4,3%	4,6%	13,8%	19,3%	17,8%	0,0%
Verbindlichkeiten Lieferungen & Leist.	%	12,1%	15,0%	22,9%	24,3%	20,2%	16,7%
Laufende Ertragssteuerschulden	%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	8,8%	10,0%	13,4%	14,2%	11,9%	2,0%
<b>Gesamt Passiva</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Cashflow-Statement

		2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Konzernergebnis	kEUR	2.205,5	-7.792,9	-2.704,1	-1.455,4	415,7	2.189,8
Planmäßige Abschreibungen	kEUR	267,8	517,2	383,2	383,0	385,0	385,0
Gewinn Verkauf nicht fortgeführter Geschäftsbereich	kEUR	0,0	-497,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wertminderungen auf Forderungen	kEUR	0,0	5.275,4	570,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung der Rückstellungen	kEUR	207,8	735,1	100,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung der latenten Steuern	kEUR	771,0	-1.256,1	49,9	46,4	-18,9	-19,5
Veränderung der Vorräte, Forderungen u. a. Aktiva	kEUR	-7.637,4	3.079,1	-294,2	276,7	-143,6	-285,4
Veränderung der Verbindlichkeiten u. a. Passiva	kEUR	4.421,3	-1.868,8	332,9	-422,0	-134,6	-271,2
Bereinigungen	kEUR	834,0	-2.292,6	554,4	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>kEUR</b>	<b>1.070,0</b>	<b>-4.100,5</b>	<b>-1.008,0</b>	<b>-1.171,2</b>	<b>503,5</b>	<b>1.998,7</b>
Investitionen in immaterielles Vermögen	kEUR	-405,0	-40,0	-33,0	-33,0	-50,0	-100,0
Investitionen in Sachanlagen	kEUR	-2.033,0	-33,0	-12,0	-100,0	-100,0	-500,0
Investitionen in Finanzanlagen	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in kurzfristige Darlehen	kEUR	-1.306,0	-297,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einzahlungen aus Rückzahlung kurzfristiger Darlehen	kEUR	0,0	1.542,5	-272,9	0,0	0,0	0,0
Bereinigungen	kEUR	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>kEUR</b>	<b>-3.744,0</b>	<b>1.172,2</b>	<b>-317,7</b>	<b>-133,0</b>	<b>-150,0</b>	<b>-600,0</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>kEUR</b>	<b>-2.674,0</b>	<b>-2.928,4</b>	<b>-1.325,7</b>	<b>-1.304,2</b>	<b>353,5</b>	<b>1.398,7</b>
Einzahlungen aus Barkapitalerhöhungen	kEUR	5.550,1	1.445,5	1.005,0	500,6	0,0	0,0
Einzahlungen Aufnahme Finanzverbindlichkeiten	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen aus Tilgung von Finanzverbindlichkeiten	kEUR	-158,3	-1.733,8	407,9	0,0	0,0	-673,0
Bereinigungen	kEUR	0,0	2.022,8	15,8	0,5	0,0	0,0
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>kEUR</b>	<b>5.391,8</b>	<b>1.734,5</b>	<b>1.428,7</b>	<b>501,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-673,0</b>
Zahlungswirksame Veränderung liquide Mittel	kEUR	2.717,8	-1.193,9	103,0	-803,1	353,5	725,7
Liquide Mittel am Anfang der Periode	kEUR	72,7	1.928,6	734,7	837,7	34,6	388,1
<b>Liquide Mittel am Ende der Periode</b>	<b>kEUR</b>	<b>2.790,4</b>	<b>734,7</b>	<b>837,7</b>	<b>34,6</b>	<b>388,1</b>	<b>1.113,7</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL							

## DCF-Modell

			2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Nettoerlöse</b>	<b>kEUR</b>		<b>700</b>	<b>2.875</b>	<b>5.117</b>	<b>14.870</b>	<b>18.048</b>	<b>20.203</b>	<b>21.661</b>	<b>22.611</b>	<b>23.305</b>	<b>23.914</b>	<b>24.514</b>
YoY	%			310,7%	78,0%	40,2%	21,4%	11,9%	7,2%	4,4%	3,1%	2,6%	2,5%
<b>EBIT</b>	<b>kEUR</b>		<b>-1.441</b>	<b>417</b>	<b>2.193</b>	<b>6.826</b>	<b>7.689</b>	<b>7.940</b>	<b>7.798</b>	<b>7.394</b>	<b>6.852</b>	<b>6.242</b>	<b>5.589</b>
in % der Umsätze	%		n/a	14,5%	42,9%	45,9%	42,6%	39,3%	36,0%	32,7%	29,4%	26,1%	22,8%
Steuerquote	%		-1,0%	1,1%	1,0%	27,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
<b>EBIT(1-t)</b>	<b>kEUR</b>		<b>-1.455</b>	<b>412</b>	<b>2.170</b>	<b>4.983</b>	<b>5.305</b>	<b>5.479</b>	<b>5.381</b>	<b>5.102</b>	<b>4.728</b>	<b>4.307</b>	<b>3.857</b>
Reinvestment	<b>kEUR</b>		-133	-150	-600	-1.951	-636	-431	-292	-190	-139	-122	-120
<b>FCFF</b>	<b>kEUR</b>		<b>-1.588</b>	<b>262</b>	<b>1.570</b>	<b>3.032</b>	<b>4.670</b>	<b>5.048</b>	<b>5.089</b>	<b>4.912</b>	<b>4.589</b>	<b>4.185</b>	<b>3.737</b>
Invested Capital	<b>kEUR</b>		<b>1.071</b>	<b>1.133</b>	<b>1.924</b>	<b>3.875</b>	<b>4.510</b>	<b>4.941</b>	<b>5.233</b>	<b>5.423</b>	<b>5.562</b>	<b>5.683</b>	<b>5.804</b>
ROCE	%		n/a	36,3%	112,8%	128,6%	117,6%	110,9%	102,8%	94,1%	85,0%	75,8%	66,5%
WACC	%		12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	11,4%	10,6%	9,9%	9,1%	8,3%
<b>PV (FCFF)</b>	<b>kEUR</b>		<b>-1.588</b>	<b>233</b>	<b>1.247</b>	<b>2.147</b>	<b>2.947</b>	<b>2.839</b>	<b>2.569</b>	<b>2.242</b>	<b>1.906</b>	<b>1.594</b>	<b>1.314</b>
Terminal Cashflow	kEUR	3.121											
Terminal Cost of Capital	%	8,3%											
Terminal Value	kEUR	53.807											
PV (Terminal Value)	kEUR	18.921											
PV (CF über 10 Jahre)	kEUR	17.459											
<b>Summe PV</b>	<b>kEUR</b>	<b>36.380</b>											
Insolvenzrisiko	%	10,0%											
PV Operative Assets	kEUR	32.742											
Debt	kEUR	673											
Cash	kEUR	35											
V0	kEUR	32.103											
Anzahl der Aktien	kEUR	7.308											
<b>Geschätzter Wert je Aktie</b>	<b>kEUR</b>	<b>4,40</b>											

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Auf einen Blick I

Key Data		2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	KEUR	2.319,7	8.410,7	68,4	58,5	700,0	2.874,6	5.116,6
Rohrertrag	KEUR	1.972,0	5.944,2	-371,3	47,8	567,1	2.451,0	4.472,0
EBITDA	KEUR	1.717,0	3.701,5	-8.215,8	-2.238,4	-1.044,6	801,5	2.577,6
EBIT	KEUR	1.658,0	3.433,6	-8.733,0	-2.621,6	-1.427,6	416,5	2.192,6
EBT	KEUR	1.597,7	3.342,3	-8.742,4	-2.647,0	-1.440,9	420,5	2.212,6
Nettoergebnis	KEUR	1.333,8	2.205,5	-7.207,0	-2.704,1	-1.455,4	415,7	2.189,8
Anzahl Mitarbeiter		20	27	4	6	6	9	15
<b>Je Aktie</b>								
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	1,10	1,10	1,10
EPS	EUR	0,24	0,40	-1,33	-0,41	-0,21	0,06	0,30
BVPS	EUR	0,30	1,70	0,53	0,21	0,06	0,12	0,42
CFPS	EUR	0,06	0,19	-0,70	-0,15	-0,17	0,07	0,27
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							4,40
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>								
EBITDA-Marge	%	74,0%	44,0%	n/a	n/a	n/a	27,9%	50,4%
EBIT-Marge	%	71,5%	40,8%	n/a	n/a	n/a	14,5%	42,9%
EBT-Marge	%	68,9%	39,7%	n/a	n/a	n/a	14,6%	43,2%
Netto-Marge	%	57,5%	26,2%	n/a	n/a	n/a	14,5%	42,8%
FCF-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	12,3%	27,3%
ROE	%	79,5%	23,4%	-233,5%	-195,0%	-336,7%	49,0%	72,1%
NWC/Umsatz	%	38,3%	71,4%	-12,5%	-934,4%	-79,0%	-9,3%	-0,7%
Pro-Kopf-Umsatz	KEUR	116,0	311,5	17,1	9,7	116,7	319,4	341,1
Pro-Kopf-EBIT	KEUR	82,9	127,2	-2.183,3	-436,9	-237,9	46,3	146,2
Capex/Umsatz	%	59,0%	24,3%	67,3%	20,5%	14,3%	3,5%	9,8%
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	n/a	262,6%	-99,2%	-14,5%	1097,3%	310,7%	78,0%
Rohrertrag	%	n/a	201,4%	-106,2%	-112,9%	1086,3%	332,2%	82,5%
EBITDA	%	n/a	115,6%	n/a	-72,8%	-53,3%	n/a	221,6%
EBIT	%	n/a	107,1%	n/a	-70,0%	-45,5%	n/a	426,4%
EBT	%	n/a	109,2%	n/a	-69,7%	-45,6%	n/a	426,2%
Nettoergebnis	%	n/a	65,3%	n/a	-62,5%	-46,2%	n/a	426,8%
EPS	%	n/a	65,3%	n/a	-68,8%	-50,3%	n/a	426,8%
CFPS	%	n/a	231,2%	n/a	-77,9%	7,3%	n/a	297,0%
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	KEUR	1.155,9	2.972,1	1.477,0	1.149,2	908,6	668,6	828,6
Umlaufvermögen	KEUR	1.929,8	11.423,1	1.874,8	1.702,0	622,2	1.119,3	2.130,4
Eigenkapital	KEUR	1.678,0	9.433,5	3.086,1	1.387,0	432,3	848,0	3.037,7
Verbindlichkeiten	KEUR	3.193,3	7.122,9	2.644,6	3.485,3	3.063,4	2.928,8	1.984,6
EK-Quote	%	34,4%	57,0%	53,9%	28,5%	12,4%	22,5%	60,5%
Gearing	%	190,3%	75,5%	85,7%	251,3%	708,7%	345,4%	65,3%
Working Capital	KEUR	755,5	4.243,9	46,3	-446,7	-448,1	-228,9	-29,7
Capital Employed	KEUR	3.215,2	8.873,9	2.707,7	1.876,3	1.624,5	1.608,7	2.022,9
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

## Auf einen Blick II

Enterprise Value		2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Anzahl Aktien	mn	5,5	5,5	5,9	6,5	7,3	7,3	7,3
MK Hoch	kEUR	0,0	61.105,0	56.029,3	24.720,8	0,0	0,0	0,0
MK Tief	kEUR	0,0	43.211,1	11.452,5	9.783,9	0,0	0,0	0,0
MK Durchschnitt	kEUR	0,0	51.576,4	30.363,9	16.632,7	0,0	0,0	0,0
MK Schlusskurs	kEUR	0,0	53.127,6	18.147,9	18.198,1	8.038,8	8.038,8	8.038,8
Nettoverschuldung	kEUR	2.564,0	521,9	-469,7	-164,8	638,4	284,9	-1.113,7
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	170,0	170,0	170,0	170,0
EV Hoch	kEUR	2.734,0	61.796,9	56.026,9	24.725,9	n/a	n/a	n/a
EV Tief	kEUR	2.734,0	43.903,1	11.450,1	9.789,1	n/a	n/a	n/a
EV Durchschnitt	kEUR	2.734,0	52.268,3	30.361,4	16.637,9	n/a	n/a	n/a
EV Schlusskurs	kEUR	2.734,0	53.819,5	18.145,4	18.203,3	8.847,2	8.493,7	7.095,1
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	1,18	7,35	819,20	422,93	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	1,18	5,22	167,42	167,44	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	1,18	6,21	443,93	284,59	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	1,18	6,40	265,31	311,36	12,64	2,95	1,39
EV/EBITDA	x	1,6	14,5	n/a	n/a	n/a	10,6	2,8
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	20,4	3,2
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	19,3	3,7
KBV	x	n/a	5,6	5,9	13,1	18,0	9,5	2,6
KCF	x	n/a	49,7	n/a	n/a	n/a	16,0	4,0
FCF-Yield	%	n/a	-5,0%	-16,1%	-7,3%	-16,2%	4,4%	17,4%
Dividendenrendite	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Cashflow</b>								
Operativer Cashflow	kEUR	323,1	1.070,0	-4.100,5	-1.008,0	-1.171,2	503,5	1.998,7
Investiver Cashflow	kEUR	-3.195,3	-3.744,0	1.172,2	-317,7	-133,0	-150,0	-600,0
Free Cashflow	kEUR	-2.872,2	-2.674,0	-2.928,4	-1.325,7	-1.304,2	353,5	1.398,7
Finanz-Cashflow	kEUR	2.886,6	5.391,8	1.734,5	1.428,7	501,1	0,0	-673,0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.



Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die



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)
06.09.2011	EUR 4,40	Buy	1, 2, 8
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.