

Ropal Europe AG

Reuters: RO5G.DE

Bloomberg: RO5:GR

Rating: Buy

Risiko: Hoch

Kurs: EUR 10,90

Kursziel: EUR 30,10 (alt EUR 35,20, adjustiert)

Kapitalmaßnahmen stärken finanzielle Flexibilität

Kapitalherabsetzung in Q4/2011

Die von der Gesellschaft noch im vierten Quartal 2011 durchgeführte Kapitalherabsetzung wurde in Form einer Aktienzusammenlegung im Verhältnis von 8:1 durchgeführt. Dabei wurde das Grundkapital der Ropal von kEUR 7.308,0, eingeteilt in 7.308.000 Stückaktien, im Verhältnis 8:1 um kEUR 6.394,5 auf kEUR 913,5 verringert. Durch die Herabsetzung des Grundkapitals im Sinne einer vereinfachten Kapitalherabsetzung erfolgte kein Zufluss finanzieller Mittel, die Herabsetzung diente einzig dem buchungstechnischen Ausgleich von Verlusten. Bezogen auf die Bilanz der Gesellschaft hatte die Kapitalherabsetzung voraussichtlich folgende Auswirkungen auf das Eigenkapital:

kEUR 2011e	Vor Kapitalherabsetzung	Nach
Eigenkapital	713,3	432,3
Gezeichnetes Kapital	7.308,0	913,5
Kapitalrücklage	-5.075,1	-5.075,1
Noch nicht verwendete Ergebnisse	-8.100,0	-1.986,5
Sonstiges Eigenkapital	6.580,4	6.580,4

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Kapitalerhöhung im Januar 2012

Nachdem die Eigenkapitalquote im Laufe des vergangenen Geschäftsjahres infolge der Verluste weiter gesunken war, hat Ropal wie erwartet Anfang Januar 2012 eine Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts und unter teilweiser Ausnutzung des Genehmigten Kapitals durchgeführt. Die Aktien haben eine volle Dividendenberechtigung für das laufende Jahr 2012. Durch die Kapitalerhöhung erhöht sich das Grundkapital um kEUR 77,6 auf dann kEUR 991,1. Die Anzahl der Aktien erhöht sich durch die Kapitalerhöhung auf 991.100. Der Platzierungspreis beläuft sich auf EUR 10,80 je Aktie und damit auf Höhe des aktuellen Aktienkurses. Platziert wurden die Aktien bei institutionellen Investoren sowie bei den bisherigen Hauptaktionären; auch der gesamte Aufsichtsrat hat laut Pressemitteilung an der Kapitalerhöhung teilgenommen. Der Mittelzufluss von kEUR 838,1 wird weiterhin für den organischen Aufbau und das Wachstum der Ropal, insbesondere bis zur beginnenden Großserienfertigung eingesetzt werden. Die Kapitalerhöhung wird sich auf das Eigenkapital der Gesellschaft nach u. Einschätzung wie folgt auswirken:

kEUR Q1/2012e	Vor Kapitalerhöhung	Nach
Eigenkapital	432,3	1.270,4
Gezeichnetes Kapital	913,5	991,1
Kapitalrücklage	-5.075,1	-4.314,6
Noch nicht verwendete Ergebnisse	-1.986,5	-1.986,5
Sonstiges Eigenkapital	6.580,4	6.580,4

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

WKN/ISIN: A0SMMA / DE000A0SMMA0

Indizes: Entry All Share

Transparenz-Level: Entry Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 1,0 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 10,8 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 1.500

Veröffentlichung 2011: Juni 2012

EUR Mio.	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	0,1	0,3	0,7	2,7
EBITDA	-2,2	-1,1	-0,6	1,0
EBIT	-2,6	-1,4	-1,0	0,6
EBT	-2,6	-1,5	-1,0	0,5
EAT	-2,7	-1,5	-1,0	0,5

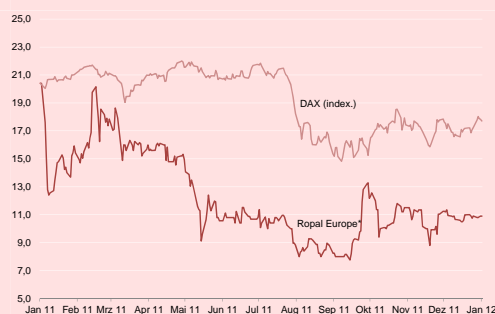
% vom Umsatz	2010	2011e	2012e	2013e
EBITDA	n/a	n/a	n/a	36,7%
EBIT	n/a	n/a	n/a	21,5%
EBT	n/a	n/a	n/a	19,6%
EAT	n/a	n/a	n/a	19,4%

Je Aktie/EUR	2010	2011e	2012e	2013e
EPS	-0,41	-1,67	-0,97	0,54
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,21	0,47	0,29	0,83
Cashflow	-0,15	-1,36	-0,68	0,81

%	2010	2011e	2012e	2013e
EK-Quote	28,5%	12,0%	9,0%	23,0%
Gearing	48,5%	161,7%	232,1%	60,9%

x	2010	2011e	2012e	2013e
KGV	n/a	n/a	n/a	20,4
EV/Umsatz	311,36	34,71	15,96	4,11
EV/EBIT	n/a	n/a	n/a	19,1
KBV	13,1	23,1	37,2	13,2

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



*Kursdaten adjustiert

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

Einschätzung der Kapitalmaßnahmen

Die Kapitalmaßnahmen sind aus unserer Sicht uneingeschränkt positiv zu bewerten:

- ✦ **Stabilität der Aktionärsstruktur:** Dass es Ropal gelungen ist, die Kapitalerhöhung etwa auf dem gegenwärtigen Kursniveau durchzuführen, verdeutlicht die hohe Stabilität der gegenwärtigen Aktionärsstruktur sowie die Bereitschaft der Hauptaktionäre, die Gesellschaft weiterhin finanziell zu unterstützen.
- ✦ **Abbau kurzfristiger Risiken:** Durch die durchgeführten Kapitalmaßnahmen steigt die finanzielle Flexibilität der Gesellschaft, so dass die bevorstehenden operativen Maßnahmen – insbesondere der Einstieg in die Großserienfertigung in Zusammenarbeit mit Impreglon und die Bearbeitung diverser Aufträge aus der Möbelindustrie – durchgeführt werden können.
- ✦ **Verwässerungseffekt überschaubar:** Der durch die Kapitalerhöhung entstehende Verwässerungseffekt auf das EPS ist mit nach u. Einschätzung rund 7% überschaubar.

Bestätigung des Buy-Ratings, PT EUR 30,10

Unser Kursziel von EUR 30,10 basiert auf einem dreistufigen DCF-Modell. Zugrunde liegen WACC von derzeit 15,1% und ein aus Fundamentalfaktoren abgeleitetes Beta von 3,0. Nach Erreichen unseres Kursziels würde Ropal mit 9,8x 2014e EV/EBIT und 12,3x 2014e KGV bewertet werden.

Risiken für unser Rating und Kursziel

Der Marktdurchbruch des Chrom-Optics-Verfahrens steht erst am Anfang; vom Beginn erster Gespräche bis zu einer Auftrags- bzw. Lizenzvergabe können bis zu zwölf und sogar 24 Monate vergehen. Vor diesem Hintergrund sind unsere Ergebnisschätzungen systembedingt mit einer relativ hohen Unsicherheit verbunden. Unternehmensspezifische Risiken sehen wir insbesondere bei (1) unerwarteten Problemen oder Verzögerungen beim Beginn der Großserienfertigung, (2) einem Scheitern möglicher weiterer Kapitalbeschaffungen, (3) einem ungünstigen Ausgang des neuen Schiedsverfahrens mit der Hoppe Holding AG sowie (4) einer konjunkturell bedingten Abschwächung der zukünftigen Investitionsbereitschaft.

Im vergangenen Geschäftsjahr 2011e dürfte Ropal Erlöse in Höhe von EUR 0,3 Mio. aus der Bearbeitung von Entwicklungsaufträgen und im zweiten Halbjahr auch aus Lohnbeschichtungen erwirtschaftet haben. Umsätze aus dem Verkauf von Chrom-Optics-Lizenzen können erst für das laufende Geschäftsjahr 2012 erwartet werden. Prozentual ist dies zwar ein deutlicher Anstieg gegenüber dem Vorjahr, die Zahlen liegen jedoch deutlich unter unseren ursprünglichen Schätzungen (Umsatz 2011e alt: EUR 0,7 Mio.). Obwohl es gelungen ist, Vertrauen zurückzugewinnen, lassen sich die bestehenden Marktchancen erst nutzen, wenn entsprechende Anlagenkapazitäten zur Verfügung stehen. Dies verdeutlicht das zugrundeliegende Risiko, wonach vor einem ertragreichen Durchbruch eine Akzeptanz des Chrom-Optics-Verfahrens durch Prüflabore, Industrieverbände, Kunden, Investoren und Anleger sowie eine entsprechende Investitionsbereitschaft und Vorlaufzeiten vorherrschen muss.

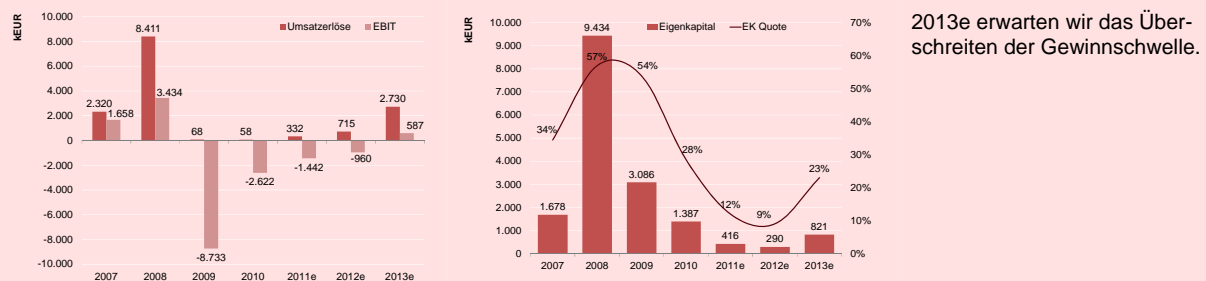
Wir rechnen für 2011e mit einem operativen Verlust in Höhe von EUR -1,4 Mio. nach EUR -2,6 Mio. in 2010. Beim Verlust nach Steuern rechnen wir mit einer Verringerung auf EUR -1,5 Mio., nachdem im Vorjahr noch ein Nettoverlust von EUR -2,7 Mio. vermeldet worden war. Basierend auf durchschnittlich 882.700 Stück Aktien dürfte sich ein Ergebnis je Aktie von EUR -1,67 gegenüber EUR -3,06 (basierend auf einer vergleichbaren Zahl an Aktien) im Vorjahr ergeben haben.

Laut Guidance soll 2012e erstmals ein ausgeglichenes Ergebnis vor Steuern erzielt werden. Wir haben unsere Schätzungen überarbeitet und modellieren allerdings erst ab dem Jahr 2013e das Überschreiten der Gewinnschwelle. Für 2012e erwarten wir noch einen operativen Verlust von EUR -1,0 Mio., für 2013e rechnen wir mit einem EBIT von EUR 0,6 Mio. Das Ergebnis nach Steuern erreicht nach unseren Schätzungen 2012e und 2013e EUR -1,0 Mio. und EUR 0,5 Mio. Die Ergebnisse je Aktie liegen 2012e bei EUR -0,97 und 2013e bei EUR 0,54, basierend auf einer gewichteten Anzahl von jeweils rund 990.000 Aktien nach der Kapitalerhöhung im Januar 2012.

Anpassung unserer Schätzungen

Es ist damit zu rechnen, dass Ropal vor dem Beginn von Großserienfertigungen keine wesentlichen Umsatzerlöse zufließen werden. Mit der Inbetriebnahme der Großserienanlage bei Impreglon rechnen wir für das zweite Quartal 2012e, so dass dann auch erstmals Umsätze aus der Vergabe von Chrom-Optics-Lizenzen zu erwarten sind. Die bestehenden Kapazitäten des Technikums in Allendorf/Eder werden derzeit maximal ausgelastet, um bestehende Industrieanfragen zumindest durch Kleinserienfertigungen zu bedienen. Laut Pressemitteilung gelang es im Q4/2011 durch die hohe Auslastung im Technikum operativ nahezu kostendeckend zu arbeiten. Ohne eine technische Aufrüstung arbeitet die Fertigung im Technikum nach u. Einschätzung allerdings am Anschlag. Darüber hinaus wird die Inbetriebnahme der Impreglon-Anlage im zweiten oder dritten Quartal dieses Jahres Mitarbeiterkapazitäten von Ropal binden. Schließlich haben wir für unsere Schätzungen unterstellt, dass Ropal 2012e eine weitere Chrom-Optics-Anlage an einen Hersteller vermitteln kann, woraus 2012e ein Anteil an den Errichtungskosten und im Verlauf von 2013e Erlöse aus Direktlizenzen zufließen werden.

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



2013e erwarten wir das Überschreiten der Gewinnschwelle.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Wir gehen davon aus, dass Ropal im Geschäftsjahr 2012e nochmals einen operativen Verlust in Höhe von EUR -1,0 Mio. verbuchen wird. Ab 2013e erwarten wir ein Überschreiten der Gewinnschwelle bzw. eine Verbesserung des EBIT auf EUR 0,6 Mio. Bei der Vergabe von Chrom-Optics-Lizenzen weist Ropal ein hohes operatives Leverage auf, so dass sich die erwarteten Lizenzeinnahmen aus unserer Sicht unmittelbar ergebnissteigernd niederschlagen werden. Nach Steuern erwarten wir 2012e ein Ergebnis von EUR -1,0 Mio. und 2013e von EUR 0,5 Mio. sowie EPS von EUR -0,97 in 2012e und EUR 0,54 in 2013e, jeweils basieren auf einer gewichteten Anzahl von rund 990.000 Aktien.

Zusammenfassung der Annahmen in unserem Modell:

- ✦ Ab Q2/2012e fließen erste Lizenzerlöse von Impreglon. Angesichts der Aussagen über hohe Nachfragen seitens der Industrie gehen wir davon aus, dass die Großserienanlage bei Impreglon zügig ausgelastet werden kann.
- ✦ Das Ropal Technikum/Allendorf fertigt anspruchsvolle Kleinserien, befindet sich derzeit allerdings an seinen Kapazitätsgrenzen. Wir gehen davon aus, dass Ropal bestehende und neue Finanzierungsmöglichkeiten ausschöpfen wird, um die technischen Möglichkeiten und Kapazitäten im Technikum zu verbessern.
- ✦ Im Geschäftsbereich Anlagenverkauf erwarten wir 2012e den Verkauf einer Großserienanlage an einen Hersteller/ Zulieferer: Ropal erhält einen Anteil an den Errichtungskosten von bis zu 10%.
- ✦ Den Umsätzen aus Stücklizenzen mit Impreglon und aus Direktlizenzen an Hersteller stehen lediglich die laufenden Materialbezüge bzw. gelieferte Lacke und Chemikalien gegenüber. Daher erwarten wir einen Anstieg der Rohertragsmarge 2012e und 2013e auf 87,1% bzw. auf 87,5%.

- ✦ Wir haben keine Sonderbelastungen unterstellt; allerdings vermuten wir, dass Ropal auch 2012e und 2013e hohe betriebliche Aufwendungen für Rechts- und Beratungskosten aus dem neuen Schiedsverfahrens mit der Hoppe Holding AG ausweisen wird.

Unsere Unternehmensbewertung erfolgt anhand eines dreistufigen DCF-Modells. Diesem liegt bis zum Erreichen des Terminal Value ein sukzessiver Rückgang der WACC von derzeit 15,1% auf 6,8% zugrunde. Das Beta reduzieren wir von gegenwärtig 3,0 bis zum Terminal Value auf 1,0. 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 30,10 je Aktie ermittelt.

Nach Erreichen dieses Kursziels würde Ropal mit 9,8x 2014e EV/EBIT (aktuell 3,4x) beziehungsweise 12,3x 2014e KGV (aktuell 4,5x) bewertet werden. Bei pessimistischeren Annahmen zur Margenentwicklung (Bear Case-Szenario) ergäbe sich ein Unternehmenswert von EUR 19,30 je Aktie, in einem Bull Case-Szenario, wie es im Fall der Gewinnung weiterer großer Schlüsselkunden eintreten könnte, steigt der abgeleitete Wert auf EUR 44,40 je Aktie.

Bewertung anhand eines DCF-Modells

Wir bewerten Ropal anhand eines standardisierten dreistufigen DCF-Modells. Zunächst werden bis zum Jahr 2014e 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 18,6% 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 2014e erstmals positiv und erreicht 2018e seinen Höchstwert.

Aufgrund des starken Wachstums wird der Free Cashflow to the Firm 2014e erstmals positiv.

Für unser DCF-Modell unterstellen wir ferner:

- ✦ dass sich die operative Ergebnismarge von 52,3% in 2014e auf 31,3% in 2021e sukzessive verringern wird. Für den anschließend beginnenden Terminal Value haben wir eine operative Marge von 30,0% unterstellt.
- ✦ dass die Steuerquote ab 2015e auf dem in Deutschland gültigen Grenzsteuersatz von 31,0% bewegt.
- ✦ eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der FCF im Terminal Value von 1,8%.
- ✦ für den Detailplanungszeitraum ein Fundamental-Beta von 3,0, das sich aus folgenden Faktoren ableitet:

TABELLE 2: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA

Diversifizierungsgrad	0,10
Wettbewerbsintensität	0,30
Reife des Geschäftsmodells	0,30
Regulatorische Risiken	0,10
Finanzielle Risiken	1,00
Risiken der Unternehmensprognose	0,20
Markt-Beta	1,00
Beta	3,00

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

- ✦ dass Ropal im Terminal Value Kapitalkosten haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Rückgang der WACC von 15,1% (rf 1,8%, implizite Equity Risk Premium von 6,0%, DRP 10,0%, Zielkapitalstruktur 60%-40%) auf dann 6,8%.
- ✦ einen stabilen Kapitalumschlag von 500% über den gesamten Planungshorizont.

Unser Base Case-Szenario ergibt ein Kursziel von EUR 30,10 je Aktie.

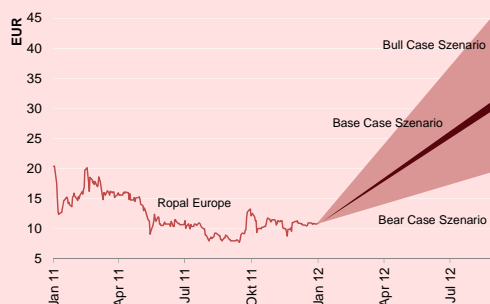
Dabei werden 70,0% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 30,0% aus den in der Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

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 30,0% um 15 Prozentpunkte auf 15,0%, 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 19,30 je Aktie (+77,1% gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 10,90).
- ✦ **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 14,30 auf dann EUR 44,40 je Aktie anheben (+307,3%).

ABBILDUNG 2: KURSENTWICKLUNG UND –PROGNOSE



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.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

Katalysatoren für die Kursentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von Ropal in den kommenden Monaten sehen wir (1) die Gewinnung weiterer Entwicklungsaufträge, (2) Meldungen über neue Lizenzvereinbarungen möglicherweise auch aus der Automobilindustrie, (3) den erfolgreichen Start der Impreglon-Anlage und (4) deren zügige Auslastung durch Großserienbeschichtungen sowie (5) zusätzliche Kapazitäten durch eine technische Aufrüstung/Finanzierung des Technikums für anspruchsvolle Kleinserien.

Fünf Katalysatoren für die weitere Aktienkursentwicklung

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, insbesondere könnten verschärfte Umweltauflagen und strengere Gesetze den Einsatz des umweltfreundlichen Verfahrens fördern. 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 – dem 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
Umsatzerlöse	kEUR	8.410,7	68,4	58,5	332,3	715,0	2.730,0
YoY	%	262,6%	-99,2%	-14,5%	468,4%	115,2%	281,8%
Materialaufwand	kEUR	-2.466,5	-439,7	-10,7	-63,6	-92,0	-342,5
In % vom Konzernumsatz	%	-29,3%	-642,9%	-18,2%	-19,1%	-12,9%	-12,5%
Rohrertrag	kEUR	5.944,2	-371,3	47,8	268,7	623,0	2.387,5
In % vom Konzernumsatz	%	70,7%	-542,9%	81,8%	80,9%	87,1%	87,5%
Sonstige betriebliche Erträge	kEUR	30,7	155,0	54,7	12,6	18,0	0,0
Selbst erstellte immaterielle Vermögenswerte	kEUR	395,0	27,3	33,3	17,1	17,6	0,0
Personalaufwand	kEUR	-1.158,4	-1.741,4	-321,1	-297,3	-302,6	-489,8
In % vom Konzernumsatz	%	-13,8%	n/a	-549,3%	-89,5%	-42,3%	-17,9%
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	-297,3	-302,6	-489,8
Abschreibungen	kEUR	-267,8	-517,2	-383,2	-371,7	-363,0	-415,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	kEUR	-1.510,0	-6.285,4	-2.053,0	-1.071,0	-953,0	-895,7
In % vom Konzernumsatz	%	-18,0%	n/a	n/a	-322,3%	-133,3%	-32,8%
Betriebsergebnis (EBIT)	kEUR	3.433,6	-8.733,0	-2.621,6	-1.441,6	-960,0	587,0
EBIT-Marge	%	40,8%	n/a	n/a	n/a	n/a	21,5%
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	kEUR	107,6	120,1	18,7	3,0	8,0	20,0
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	kEUR	-199,0	-129,4	-44,0	-48,0	-20,0	-71,0
Nettozinsergebnis	kEUR	-91,4	-9,3	-25,3	-45,0	-12,0	-51,0
Ergebnis vor Ertragssteuern (EBT)	kEUR	3.342,3	-8.742,4	-2.647,0	-1.486,5	-972,0	536,0
Ertragssteuern	kEUR	-1.136,8	1.535,4	-57,1	15,1	7,7	-5,5
In % Steuerquote	%	-34,0%	-17,6%	2,2%	-1,0%	-0,8%	-1,0%
Ergebnis fortgeführter Geschäftsbereiche	kEUR	2.205,5	-7.207,0	-2.704,1	-1.471,5	-964,3	530,6
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
Konzernergebnis	kEUR	2.205,5	-7.792,9	-2.704,1	-1.471,5	-964,3	530,6
Netto-Marge		26,2%	n/a	- n/a	n/a	n/a	19,4%
Anzahl der Aktien	k	5.539,9	5.873,1	6.522,6	882,7	989,8	991,1
Ergebnis je Aktie	EUR	0,40	-1,33	-0,41	-1,67	-0,97	0,54
Ergebnis je Aktie fortgeführte Geschäftsbereiche	EUR	0,40	-1,23	-0,41	-1,67	-0,97	0,54
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL							

Bilanz

		2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Langfristige Vermögenswerte	kEUR	5.133,3	3.855,9	3.170,4	2.795,5	2.496,5	2.701,0
Immaterielle Vermögenswerte	kEUR	1.657,8	1.184,4	1.173,8	1.164,0	1.154,0	1.209,0
Sachanlagen	kEUR	2.972,1	1.477,0	1.149,2	830,6	522,6	652,6
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
Kurzfristige Vermögenswerte	kEUR	11.423,1	1.874,8	1.702,0	684,1	722,3	866,0
Vorräte	kEUR	56,9	7,2	21,5	20,0	40,0	60,0
Forderungen Lieferungen & Leist.	kEUR	6.190,3	901,4	646,0	381,0	266,7	346,7
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	96,5	219,7	253,6
Gesamt Aktiva	kEUR	16.556,5	5.730,7	4.872,3	3.479,6	3.218,8	3.567,0
Eigenkapital	kEUR	9.433,5	3.086,1	1.387,0	416,2	290,0	820,6
Gezeichnetes Kapital	kEUR	5.800,0	6.380,0	6.890,4	913,5	991,1	991,1
Kapitalrücklage	kEUR	62,2	927,7	-5.158,1	-5.075,1	-4.314,6	-4.314,6
Noch nicht verwendete Ergebnisse	kEUR	3.571,3	-4.221,6	-6.925,7	-2.002,6	-2.966,9	-2.436,3
Sonstiges Eigenkapital	kEUR	0,0	0,0	6.580,4	6.580,4	6.580,4	6.580,4
Langfristige Schulden	kEUR	2.596,0	0,0	0,0	0,0	0,0	500,0
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	kEUR	1.733,8	0,0	0,0	0,0	0,0	500,0
Latente Ertragssteuerschulden	kEUR	862,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Schulden	kEUR	4.527,0	2.644,6	3.485,3	3.063,4	2.928,8	2.246,4
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	802,4
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	400,0
Gesamt Passiva	kEUR	16.556,5	5.730,7	4.872,3	3.479,6	3.218,8	3.567,0

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (Normalisierte Fassung)

		2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Langfristige Vermögenswerte	%	31,0%	67,3%	65,1%	80,3%	77,6%	75,7%
Immaterielle Vermögenswerte	%	10,0%	20,7%	24,1%	33,5%	35,9%	33,9%
Sachanlagen	%	18,0%	25,8%	23,6%	23,9%	16,2%	18,3%
Langfristige finanzielle Vermögenswerte	%	1,0%	8,2%	3,5%	4,9%	5,3%	4,8%
Latente Ertragssteuerforderungen	%	2,0%	12,7%	13,9%	18,1%	20,2%	18,8%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	69,0%	32,7%	34,9%	19,7%	22,4%	24,3%
Vorräte	%	0,3%	0,1%	0,4%	0,6%	1,2%	1,7%
Forderungen Lieferungen & Leist.	%	37,4%	15,7%	13,3%	10,9%	8,3%	9,7%
Laufende Ertragssteuerforderungen	%	0,1%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	%	19,5%	3,7%	4,0%	5,4%	6,1%	5,8%
Liquide Mittel	%	11,6%	12,8%	17,2%	2,8%	6,8%	7,1%
Gesamt Aktiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Eigenkapital	%	57,0%	53,9%	28,5%	12,0%	9,0%	23,0%
Gezeichnetes Kapital	%	35,0%	111,3%	141,4%	26,3%	30,8%	27,8%
Kapitalrücklage	%	0,4%	16,2%	-105,9%	-145,9%	-134,0%	-121,0%
Noch nicht verwendete Ergebnisse	%	21,6%	-73,7%	-142,1%	-57,6%	-92,2%	-68,3%
Sonstiges Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	135,1%	189,1%	204,4%	184,5%
Langfristige Schulden	%	15,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	14,0%
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	%	10,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	14,0%
Latente Ertragssteuerschulden	%	5,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Schulden	%	27,3%	46,1%	71,5%	88,0%	91,0%	63,0%
Rückstellungen	%	1,3%	16,5%	21,4%	30,0%	32,4%	29,3%
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	%	4,3%	4,6%	13,8%	19,3%	20,9%	0,0%
Verbindlichkeiten Lieferungen & Leist.	%	12,1%	15,0%	22,9%	24,4%	23,7%	22,5%
Laufende Ertragssteuerschulden	%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	8,8%	10,0%	13,4%	14,3%	13,9%	11,2%
Gesamt Passiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Cashflow-Statement

		2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Konzernergebnis	kEUR	2.205,5	-7.792,9	-2.704,1	-1.471,5	-964,3	530,6
Planmäßige Abschreibungen	kEUR	267,8	517,2	383,2	371,7	363,0	415,0
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	85,0	-109,8
Veränderung der Verbindlichkeiten u. a. Passiva	kEUR	4.421,3	-1.868,8	332,9	-422,0	-134,6	-9,4
Bereinigungen	kEUR	834,0	-2.292,6	554,4	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	kEUR	1.070,0	-4.100,5	-1.008,0	-1.198,7	-669,9	806,9
Investitionen in immaterielles Vermögen	kEUR	-405,0	-40,0	-33,0	-33,0	-33,0	-100,0
Investitionen in Sachanlagen	kEUR	-2.033,0	-33,0	-12,0	-12,0	-12,0	-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
Cashflow aus Investitionstätigkeit	kEUR	-3.744,0	1.172,2	-317,7	-45,0	-45,0	-600,0
Free Cashflow	kEUR	-2.674,0	-2.928,4	-1.325,7	-1.243,7	-714,9	206,9
Einzahlungen aus Barkapitalerhöhungen	kEUR	5.550,1	1.445,5	1.005,0	502,5	838,1	0,0
Einzahlungen Aufnahme Finanzverbindlichkeiten	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	500,0
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	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	kEUR	5.391,8	1.734,5	1.428,7	502,5	838,1	-173,0
Zahlungswirksame Veränderung liquide Mittel	kEUR	2.717,8	-1.193,9	103,0	-741,2	123,2	33,9
Liquide Mittel am Anfang der Periode	kEUR	72,7	1.928,6	734,7	837,7	96,5	219,7
Liquide Mittel am Ende der Periode	kEUR	2.790,4	734,7	837,7	96,5	219,7	253,6
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL							

DCF-Modell

			2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Nettoerlöse	kEUR		332	715	2.730	5.673	9.747	13.334	15.908	17.308	17.983	18.382	18.720
YoY	%			115,2%	281,8%	141,8%	71,8%	36,8%	19,3%	8,8%	3,9%	2,2%	1,8%
EBIT	kEUR		-1.487	-960	587	2.964	4.800	6.167	6.880	6.966	6.699	6.296	5.850
in % der Umsätze	%		n/a	n/a	21,5%	52,3%	49,3%	46,3%	43,3%	40,3%	37,3%	34,3%	31,3%
Steuerquote	%		1,0%	0,8%	1,0%	27,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
EBIT(1-t)	kEUR		-1.471	-952	581	2.164	3.312	4.255	4.747	4.807	4.622	4.344	4.037
Reinvestment	kEUR		-45	-45	-600	-589	-815	-717	-515	-280	-135	-80	-68
FCFF	kEUR		-1.516	-997	-19	1.575	2.498	3.538	4.233	4.527	4.487	4.264	3.969
Invested Capital	kEUR		993	743	1.067	1.656	2.470	3.188	3.702	3.982	4.117	4.197	4.265
ROCE	%		n/a	n/a	54,5%	130,7%	134,1%	133,5%	128,2%	120,7%	112,3%	103,5%	94,6%
WACC	%		15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	13,5%	11,8%	10,1%	8,5%	6,8%
PV (FCFF)	kEUR		-1.516	-866	-14	1.032	1.421	1.749	1.844	1.764	1.587	1.391	1.212
Terminal Cashflow	kEUR	3.661											
Terminal Cost of Capital	%	6,8%											
Terminal Value	kEUR	73.217											
PV (Terminal Value)	kEUR	22.357											
PV (CF über 10 Jahre)	kEUR	9.602											
Summe PV	kEUR	31.959											
Insolvenzrisiko	%	5,0%											
PV Operative Assets	kEUR	30.361											
Debt	kEUR	673											
Cash	kEUR	97											
V0	kEUR	29.785											
Anzahl der Aktien	kEUR	991											
Geschätzter Wert je Aktie	kEUR	30,10											

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	332,3	715,0	2.730,0
Rohertrag	KEUR	1.972,0	5.944,2	-371,3	47,8	268,7	623,0	2.387,5
EBITDA	KEUR	1.717,0	3.701,5	-8.215,8	-2.238,4	-1.069,9	-597,0	1.002,0
EBIT	KEUR	1.658,0	3.433,6	-8.733,0	-2.621,6	-1.441,6	-960,0	587,0
EBT	KEUR	1.597,7	3.342,3	-8.742,4	-2.647,0	-1.486,5	-972,0	536,0
Nettoergebnis	KEUR	1.333,8	2.205,5	-7.207,0	-2.704,1	-1.471,5	-964,3	530,6
Anzahl Mitarbeiter		20	27	4	6	7	9	11
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR		11,03	9,54	3,79	20,80		
Kurs Tief	EUR		7,80	1,95	1,50	7,67		
Kurs Durchschnitt	EUR		9,31	5,17	2,55	12,26		
Schlusskurs	EUR		9,59	3,09	2,79	10,90	10,90	10,90
EPS	EUR	0,24	0,40	-1,33	-0,41	-1,67	-0,97	0,54
BVPS	EUR	0,30	1,70	0,53	0,21	0,47	0,29	0,83
CFPS	EUR	0,06	0,19	-0,70	-0,15	-1,36	-0,68	0,81
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							30,10
Profitabilitätskennzahlen								
EBITDA-Marge	%	74,0%	44,0%	n/a	n/a	n/a	n/a	36,7%
EBIT-Marge	%	71,5%	40,8%	n/a	n/a	n/a	n/a	21,5%
EBT-Marge	%	68,9%	39,7%	n/a	n/a	n/a	n/a	19,6%
Netto-Marge	%	57,5%	26,2%	n/a	n/a	n/a	n/a	19,4%
FCF-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	7,6%
ROE	%	79,5%	23,4%	n/a	n/a	n/a	n/a	64,7%
NWC/Umsatz	%	38,3%	71,4%	-12,5%	-934,4%	-166,8%	-73,4%	-16,6%
Pro-Kopf-Umsatz	KEUR	116,0	311,5	17,1	9,7	47,5	79,4	248,2
Pro-Kopf-EBIT	KEUR	82,9	127,2	-2.183,3	-436,9	-205,9	-106,7	53,4
Capex/Umsatz	%	59,0%	24,3%	67,3%	20,5%	3,6%	1,7%	18,3%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	n/a	262,6%	-99,2%	-14,5%	468,4%	115,2%	281,8%
Rohertrag	%	n/a	201,4%	-106,2%	-112,9%	462,1%	131,9%	283,2%
EBITDA	%	n/a	115,6%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBIT	%	n/a	107,1%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBT	%	n/a	109,2%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Nettoergebnis	%	n/a	65,3%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EPS	%	n/a	65,3%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
CFPS	%	n/a	231,2%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	KEUR	1.155,9	2.972,1	1.477,0	1.149,2	830,6	522,6	652,6
Umlaufvermögen	KEUR	1.929,8	11.423,1	1.874,8	1.702,0	684,1	722,3	866,0
Eigenkapital	KEUR	1.678,0	9.433,5	3.086,1	1.387,0	416,2	290,0	820,6
Verbindlichkeiten	KEUR	3.193,3	7.122,9	2.644,6	3.485,3	3.063,4	2.928,8	2.746,4
EK-Quote	%	34,4%	57,0%	53,9%	28,5%	12,0%	9,0%	23,0%
Gearing	%	190,3%	75,5%	85,7%	251,3%	736,1%	1010,0%	334,7%
Working Capital	KEUR	755,5	4.243,9	46,3	-446,7	-448,1	-457,5	-395,7
Capital Employed	KEUR	3.215,2	8.873,9	2.707,7	1.876,3	1.546,5	1.219,1	1.465,9
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	1,0	1,0	1,0
MK Hoch	kEUR	0,0	61.105,0	56.029,3	24.720,8	20.588,3	0,0	0,0
MK Tief	kEUR	0,0	43.211,1	11.452,5	9.783,9	7.592,0	0,0	0,0
MK Durchschnitt	kEUR	0,0	51.576,4	30.363,9	16.632,7	12.135,2	0,0	0,0
MK Schlusskurs	kEUR	0,0	53.127,6	18.147,9	18.198,1	10.789,1	10.789,1	10.803,0
Nettoverschuldung	kEUR	2.564,0	521,9	-469,7	-164,8	576,5	453,3	246,4
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	21.334,8	n/a	n/a
EV Tief	kEUR	2.734,0	43.903,1	11.450,1	9.789,1	8.338,5	n/a	n/a
EV Durchschnitt	kEUR	2.734,0	52.268,3	30.361,4	16.637,9	12.881,7	n/a	n/a
EV Schlusskurs	kEUR	2.734,0	53.819,5	18.145,4	18.203,3	11.535,6	11.412,4	11.219,4
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	1,18	7,35	819,20	422,93	64,20	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	1,18	5,22	167,42	167,44	25,09	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	1,18	6,21	443,93	284,59	38,76	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	1,18	6,40	265,31	311,36	34,71	15,96	4,11
EV/EBITDA	x	1,6	14,5	n/a	n/a	n/a	n/a	11,2
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	n/a	19,1
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	n/a	20,4
KBV	x	n/a	5,6	5,9	13,1	23,1	37,2	13,2
KCF	x	n/a	49,7	n/a	n/a	n/a	n/a	13,4
FCF-Yield	%	n/a	-5,0%	-16,1%	-7,3%	-11,5%	-6,6%	1,9%
Dividendenrendite	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cashflow								
Operativer Cashflow	kEUR	323,1	1.070,0	-4.100,5	-1.008,0	-1.198,7	-669,9	806,9
Investiver Cashflow	kEUR	-3.195,3	-3.744,0	1.172,2	-317,7	-45,0	-45,0	-600,0
Free Cashflow	kEUR	-2.872,2	-2.674,0	-2.928,4	-1.325,7	-1.243,7	-714,9	206,9
Finanz-Cashflow	kEUR	2.886,6	5.391,8	1.734,5	1.428,7	502,5	838,1	-173,0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

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 deren 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)
09.01.2012	EUR 30,10	Buy	1, 2, 8
06.09.2011	EUR 4,40 (unadjustiert)	Buy	1, 2, 8
22.02.2011	EUR 5,30 (unadjustiert)	Buy	1, 2, 8
06.12.2010	EUR 5,30 (unadjustiert)	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.