

Ropal Europe AG

Reuters: RO5G.DE

Bloomberg: RO5:GR

Rating: Buy Risiko: Hoch
 Kurs: EUR 9,96
 Kursziel: EUR 30,10 (alt EUR 30,10)

Wichtiger Entwicklungsauftrag aus der Autoindustrie

Entwicklungsauftrag mit Automobilzulieferer

Die Ropal Europe AG hat mit der Takata PlasTec GmbH einen Entwicklungsauftrag für den Einsatz des Chrom-Optics-Verfahrens bei der Fertigung verschiedener „Automotive Interieur Anbauteile“ abgeschlossen. Ziel der Vereinbarung ist es, das Chrom-Optics-Verfahren einem „großen deutschen Automobilhersteller“ anzubieten.

Chance auf eine erstmals laufende Direktlizenz

Nach Angaben des Ropal Managements soll der Entwicklungsauftrag für Takata PlasTec im Laufe des Q3/2012 abgeschlossen werden. Laut Pressemeldung sollen verschiedene „Automotive Interieur Anbauteile“ entsprechend den Anforderungen angepasst werden. Takata PlasTec entwickelt und fertigt im eigenen Werk in Bad Kissingen – Albertshausen u. a. anspruchsvolle Sichtteile aus Kunststoff für den Kfz-Innen- und Außenbereich. Daraus erschließt sich nach u. E. unmittelbar die Bedeutung dieses Entwicklungsauftrages: Wir gehen davon aus, dass Ropal nach einem erfolgreichen Abschluss erstmals eine Direktlizenz mit einem Hersteller/Zulieferer vereinbaren könnte; damit verbunden wäre auch der Verkauf einer Chrom-Optics Anlage bzw. entsprechender Anlagenmodule.

Systematische Erschließung von Lizenzkunden

Nach dem Auftrag zur Beschichtung von Kfz-Außenteilen für die Carlsson Autotechnik ist die Vereinbarung mit Takata PlasTec die zweite Erfolgsmeldung mit der Automobilindustrie in diesem Jahr. Sie bestätigt die eingeschlagene Unternehmensstrategie, wonach sich Ropal bei der Entwicklung und Vermarktung des Chrom-Optics-Verfahrens auf klar definierte Zielkunden und Projekte konzentriert, um Schritt für Schritt neue Branchen und Märkte zu erschließen.

Impreglon-Anlage soll ab Q4 Großserien beschichten

Seit Anfang Juni erfolgen die letzten vorbereitenden Arbeiten und erste Probeläufe für die Serienfertigung auf der Anlage für Chrom-Optics-Beschichtungen von Impreglon in Lüneburg. Das Management beider Unternehmen zeigt sich zuversichtlich, dass diese erste großserienfähige Anlage bis zum vierten Quartal dieses Jahres in die Serienfertigung übergehen wird. Damit sollten ab Q4/2012 erste Lizenz Erlöse aus der Lizenzvereinbarung mit Impreglon generiert werden.

Bestätigung des Buy-Ratings, PT EUR 30,10

Wir bekräftigen unser Buy-Rating. 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

Der Marktdurchbruch des Chrom-Optics-Verfahrens steht weiterhin am Anfang. Folglich sind unsere Ergebnisschätzungen systembedingt mit einer hohen Unsicherheit verbunden. Risiken sehen wir im Fall (1) unerwarteter Probleme oder Verzögerungen beim Beginn der Großserienfertigung, (2) eines ungünstigen Ausgangs des neuen Schiedsverfahrens mit der Hoppe Holding AG sowie (3) einer konjunkturell bedingten Abschwächung der Investitionsbereitschaft.

WKN/ISIN: A0SMMA / DE000A0SMMA0
 Indizes: Entry All Share
 Transparenz-Level: Entry Standard
 Gewichtete Anzahl Aktien: 1,0 Mio.
 Marktkapitalisierung: EUR 9,9 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

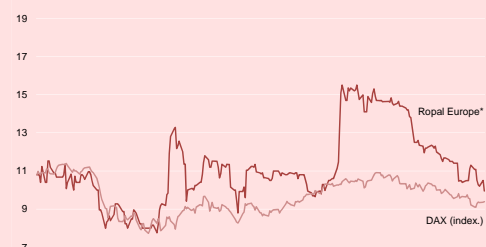
% vom Umsatz	2010	2011e	2012e	2013e
EBITDA	n/a	n/a	n/a	36,7%
EBIT	n/a	n/a	n/a	21,5%
EBT	n/a	n/a	n/a	19,6%
EAT	n/a	n/a	n/a	19,4%

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	18,6
EV/Umsatz	311,36	31,90	14,65	3,77
EV/EBIT	n/a	n/a	n/a	17,5
KBV	13,1	21,1	34,0	12,0

EUR Mio.	2011e	2012e	2013e
Guidance: Umsatz	n/a	n/a	n/a
Guidance: EBT	n/a	>0	n/a



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL *Kursdaten adjustiert

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

Aussicht auf den Verkauf einer ersten Direktlizenz

Ziel der Vereinbarung ist es, das Chrom-Optics-Verfahren (COV) einem „großen deutschen Automobilhersteller“ anzubieten. Ein Name wird in der Pressemitteilung nicht genannt, jedoch haben die PlasTec-Muttergesellschaft, die Takata AG bzw. deren Vorgängergesellschaft, die damals unabhängige Petri AG Aschaffenburg, und Mercedes-Benz Anfang der 1980er Jahre zusammen das erste Airbag-System entwickelt.

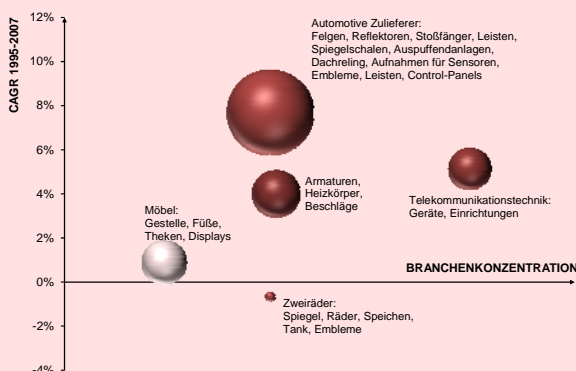
Die Vereinbarung mit Takata PlasTec ist die zweite Erfolgsmeldung im Bereich der Automobilindustrie in diesem Jahr. Seit Februar 2012 beschichtet Ropal bereits Außenblenden für den Tagfahrleuchtsatz der Fahrzeugreihen Peugeot RCZ und Peugeot im Auftrag der Carlsson Autotechnik. Im Unterschied zu diesem Beschichtungsauftrag könnte Takata PlasTec der erste Kunde werden, der eine eigene Direktlizenz für das Chrom-Optics-Verfahren erwirbt, um im eigenen Werk in Bad Kissingen-Albertshausen bestimmte Kfz-Innenteile nach dem Chrom-Optics-Verfahren zu beschichten. Notwendig wäre dazu zusätzlich der Erwerb einer Chrom-Optics-Beschichtungsanlage oder zumindest der entsprechenden Anlagenmodule zur Erweiterung einer bestehenden Lackieranlage. Nach Auskunft des Ropal Managements soll der Entwicklungsauftrag für Takata PlasTec noch in diesem Q3/2012 abgeschlossen werden. Laufende Umsätze aus einer möglichen Direktlizenz, inklusive der Materiallieferungen, und ein einmaliger Anteil an den Errichtungskosten einer neuen bzw. erweiterten Anlage könnten damit ab 2013e in das Ergebnis einfließen.

Ropal treibt den Marktdurchbruch des COV systematisch voran

Ropal hat sich bei der Entwicklungs- und Vermarktung des Chrom-Optics-Verfahrens auf klar definierte Zielkunden und Projekte konzentriert und auf diesem Weg Schritt für Schritt neue Branchen und Märkte erschlossen. Die wichtigsten Erfolge waren 2011 neben der Lizenzvereinbarung mit Impreglon (02/2011) erste konkrete Beschichtungsaufträge und Freigaben durch verschiedene Hersteller im hochwertigen Möbelsegment und ein Auftrag zur Beschichtung von Sanitär-Zubehörartikeln für die HEWI Heinrich Wilke GmbH. Großes Potential für das Chrom-Optics-Verfahren sehen wir insbesondere in der Automobilindustrie. Gründe sind die hohen Stückzahlen und vielfältigen Einsatzmöglichkeiten sowohl im Innen- als auch im Außenbereich und die damit verbundene Chance der Vergabe von Direktlizenzen an Hersteller und Zulieferer.

In einzelnen Schritten wurden die Beschichtungsaufbauten stetig verbessert und optimiert und dabei den Anforderungen der einzelnen Branchen angepasst.

ABBILDUNG: ZIELBRANCHEN FÜR CHROM-OPTISCHE BESCHICHTUNGEN



Gemessen am Produktionswert erscheint die Automobilindustrie als attraktivste Zielbranche.

QUELLE: DESTATIS, SPHENE CAPITAL

Entscheidend für den Markterfolg sind die Vorteile im Vergleich zu galvanischen Oberflächenbeschichtungen

Das Chrom-Optics-Verfahren bietet eine Reihe von USP, wie

- ✦ die Vermeidung sämtlicher Schwermetalle,
- ✦ Produktvorteile durch einen Wirkstoffkomplex, der unmittelbaren

Schutz vor Korrosion und Unterwanderung bietet,

- ✦ eine hohe Toleranz gegenüber den verwendeten Werkstoffen, sowie
- ✦ einen schonenden Materialumgang und
- ✦ große Freiheit bei der Farbgestaltung der chrom-optischen Oberfläche.

Aufgrund seiner letztgenannten Eigenschaft ermöglicht das Chrom-Optics-Verfahren eine im Vergleich zu galvanisch verchromten Oberflächen erheblich größere Designfreiheit nicht zuletzt bei der optischen Gestaltung und Umsetzung neuer Trends in der Automobilindustrie (beispielsweise aktuelles Thema: schwarz-chrom).

Die REACH-Verordnung bedeutet einen ständigen Druck für die Industrie, den Einsatz von Schwermetallen und gefährlichen Stoffen auf allen Produktionsstufen zu reduzieren

Das Rahmenwerk REACH, das auf dem System der Eigenverantwortung der Industrie basiert, regelt die verbindliche Registrierung und Bewertung aller in der EU in Verkehr gebrachten chemischen Stoffe. Als besonders gefährlich und besorgniserregend bewertete Stoffe werden dabei im Anhang XIV als sogenannte SVHC (SVHC substance of very high concern) gelistet. Ihr Einsatz unterliegt demnach einer besonderen Überwachung. Seit Dezember 2011 stehen Chrom(VI)-oxid und Chromsäure auf der Kandidatenliste für eine Aufnahme in Anhang XIV. Beide werden vor allem in der dekorativen Verchromung (Glanzverchromung) und der Hartverchromung, im Kunststoffbeizen sowie bei Chromatierungen verwendet. Kommt es zu einer Aufnahme in Anhang XIV der REACH-Verordnung, würde eine Genehmigung für die weitere Verwendung auch in der Produktion voraussichtlich nach Mai 2016 zwingend erforderlich. Die Einstufung verpflichtet darüber hinaus dazu, Substitute anzustreben.

Bis Q4 soll die Impreglon-Anlage den vollen Serienbetrieb erreichen

Seit Anfang Juni erfolgen die letzten vorbereitenden Arbeiten und erste Probeläufe für die Serienfertigung auf der Chrom-Optics-Anlage von Impreglon in Lüneburg. Das Management von Ropal und von Impreglon geht davon aus, diese erste großserienfähige Anlage bis zum vierten Quartal in den angestrebten Serienbetrieb übergehen wird. Damit sollten nach u. E. ab Q4/2012 erste nennenswerte Lizenzerlöse aus der Lizenzvereinbarung mit Impreglon fließen.

Rating Buy, Kursziel EUR 30,10 je Aktie

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 18,1% 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.

Für unser DCF-Modell unterstellen wir ferner:

- ✦ dass sich die operative Ergebnismarge von 52,3% in 2014e auf 32,7% in 2021e sukzessive verringern wird. Für den anschließend beginnenden Terminal Value haben wir eine operative Marge von 30,0% unterstellt.
- ✦ dass sich die Steuerquote ab 2015e auf dem in Deutschland gültigen Grenzsteuersatz von 31,0% bewegt.
- ✦ eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der FCF im Terminal Value von 1,3%.

für den Detailplanungszeitraum ein Fundamental-Beta von 3,0, das sich aus folgenden Faktoren ableitet

Die Konzernmutter der Takata PlasTec hat seit dem Inkrafttreten der EU-Chemikalienverordnung REACH am 1. Juni 2007 ein eigenes internes REACH-Programm gestartet.

Bei Impreglon läuft Chrom-Optics unter dem Namen SilverTouch.

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

TABELLE: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA

Diversifizierungsgrad	0,10
Wettbewerbsintensität	0,20
Reife des Geschäftsmodells	0,30
Regulatorische Risiken	0,10
Finanzielle Risiken	1,00
Risiken der Unternehmensprognose	0,30
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 15,1% (rf 1,3%, implizite Equity Risk Premium von 6,0%, DRP 10,0%, Zielkapitalstruktur 60%-40%) auf dann 7,7%.
- ✦ einen stabilen Kapitalumschlag von 500% über den gesamten Planungshorizont.

Katalysatoren für die Kursentwicklung

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

Katalysatoren für die weitere Aktienkursentwicklung

Beschreibung der Unternehmen

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.

Takata PlasTec GmbH, mit Sitz in Bad Kissingen-Albertshausen gehört über ihre Muttergesellschaft, der Takata AG Aschaffenburg (europäisches Headquarter und vormals Takata Petri AG), zur japanischen Takata Corporation (Tokio, 7312.T, Marktkapitalisierung rund EUR 1,4 Mrd.) einem der weltweit führenden Herstellern von Insassenschutzsystemen für die Automobilindustrie. Das Produktspektrum umfasst Sicherheitsgurte, Kindersitze, Airbags und Lenkräder. Takata Corporation erzielte 2011 Umsätze in Höhe von JPY 390,8 Mrd. (EUR 3,9 Mrd.) sowie ein Nettoergebnis von JPY 18,2 Mrd. (EUR 182,4 Mio.). Europaweit beschäftigt Takata rund 11.000 Mitarbeiter, weltweit zählt der Konzern rund 35.000 Beschäftigte. Der Kunststoffspezialist Takata PlasTec GmbH entwickelt und produziert u. a. Kinderrückhaltesysteme und anspruchsvolle Sichtteile aus Kunststoffen für den Innen- und Außenbereich für die Automobil- und Nutzfahrzeugindustrie.

Impreglon ist Muttergesellschaft und gleichzeitig Lizenzgeber für eine Gruppe von derzeit 22 Beschichtungsunternehmen in Deutschland, Asien und den USA. Impreglon entwickelt und appliziert hochwertige Oberflächenbeschichtungen für spezielle Anwendungen in der Industrie und Produktion. Kunden der Impreglon sind Unternehmen aus so unterschiedlichen Branchen wie Lebensmittel, Automobil und Maschinenbau, Kunststoffe, Chemie, Vliesstoffe sowie der Druck- und Verpackungsindustrie. Entsprechend der

Unterschiedlichkeit der Anwendungen und Anforderungen der jeweiligen Produkte sind auch die von Impreglon angebotenen Beschichtungen; optimiert werden Traktionseigenschaften, Korrosionsschutz, Antihafteigenschaften und Verschleißbeständigkeit. Die besondere Qualität von Impreglon besteht darin, gleiche und zuverlässige Standards für alle Beschichtungen an den verschiedenen Standorten weltweit und auch bei zukünftigen Folgeaufträgen sicher zu stellen. Im April 2012 wurde die Übernahme von 51% an einem chinesischen Oberflächen-Unternehmen bekanntgegeben; damit verfügt Impreglon nun auch über einen eigenen Produktionsstandort in China.

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	4.809	6.187	6.911	7.007	6.752	6.365	5.941
in % der Umsätze	%		-447,3%	-134,3%	21,5%	52,3%	49,5%	46,7%	43,9%	41,1%	38,3%	35,5%	32,7%
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	3.318	4.269	4.769	4.835	4.659	4.392	4.099
Reinvestment	kEUR		-45	-45	-600	-589	-810	-707	-500	-262	-116	-61	-48
FCFF	kEUR		-1.516	-997	-19	1.575	2.508	3.562	4.269	4.573	4.542	4.331	4.051
Invested Capital	kEUR		993	743	1.067	1.656	2.466	3.173	3.673	3.935	4.051	4.112	4.160
ROCE	%		-148,2%	-128,1%	54,5%	130,7%	134,6%	134,5%	129,8%	122,9%	115,0%	106,8%	98,5%
WACC	%		15,1%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	13,3%	11,9%	10,5%	9,1%	7,7%
PV (FCFF)	kEUR		-1.516	-870	-14	1.044	1.449	1.794	1.898	1.817	1.633	1.428	1.240
Terminal Cashflow	kEUR	3.617											
Terminal Cost of Capital	%	6,3%											
Terminal Value	kEUR	72.342											
PV (Terminal Value)	kEUR	22.138											
PV (CF über 10 Jahre)	kEUR	9.903											
Summe PV	kEUR	32.041											
Insolvenzrisiko	%	5,0%											
PV Operative Assets	kEUR	30.439											
Debt	kEUR	673											
Cash	kEUR	97											
V0	kEUR	29.862											
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	9,96	9,96	9,96
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	9.853,7	9.853,7	9.866,4
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	10.600,2	10.477,0	10.282,8
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	31,90	14,65	3,77
EV/EBITDA	x	1,6	14,5	n/a	n/a	n/a	n/a	10,3
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	17,5
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	18,6
KBV	x	n/a	5,6	5,9	13,1	21,1	34,0	12,0
KCF	x	n/a	49,7	n/a	n/a	n/a	n/a	12,2
FCF-Yield	%	n/a	-5,0%	-16,1%	-7,3%	-12,6%	-7,3%	2,1%
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)
13.06.2012	EUR 30,10	Buy	1, 2, 8
16.03.2012	EUR 30,10	Buy	1, 2, 8
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.