

# Ropal Europe AG

Reuters: RO5G.DE

Bloomberg: RO5:GR

Rating: Buy Risiko: Hoch

Kurs: EUR 6,20

Kursziel: EUR 25,40 (alt EUR 29,30)

## Solide H1-Zahlen vor dem Start der Serienfertigung

Die Kursentwicklung der Ropal-Aktie in den vergangenen sechs Monaten war völlig unbefriedigend. Seit Ende Februar 2012 hat sich der Aktienkurs von über EUR 15,00 auf zuletzt EUR 5,96 abgeschwächt. Dabei war auffällig, dass unmittelbar vor Beginn jeder größeren Abwärtsbewegung besonders hohe Umsätze in der Aktie stattfanden. Im krassen Gegensatz zum Verfall des Aktienkurses standen die positiven Unternehmensmeldungen über den Entwicklungsauftrag von Takata und die Inbetriebnahme der ersten Großserienanlage für das COV bei Impreglon. Wir bestätigen unser Buy-Rating. Nach der Kapitalerhöhung reduzieren wir unser Kursziel von EUR 29,30 auf EUR 25,40 je Aktie.

### Eckdaten zum ersten Halbjahr 2012

Ropal berichtet traditionell zum Halbjahr nur Eckdaten zu Umsatz und EBIT. Demnach erwirtschaftete Ropal in der ersten Jahreshälfte 2012 Umsätze in Höhe von EUR 0,137 Mio. gegenüber EUR 0,039 im H1/2011 und EUR 0,149 Mio. im Gesamtjahr 2011.

Trotz dieser Verdreifachung der Umsätze lagen die Kosten kaum höher als im Vorjahreszeitraum, allerdings hatte Ropal 2011 zusätzliche Kosten im Zusammenhang mit der rechtlichen Auseinandersetzung mit einem früheren Kunden zu verkraften. Insgesamt sank der operative Verlust in der ersten Jahreshälfte 2012 von EUR -0,768 Mio. auf EUR -0,697 Mio. Mit diesem Ergebnis erfüllte Ropal die Erwartungen; doch es zeigt u. E. auch, dass die bestehenden Kapazitäten des Technikums derzeit nicht ausreichen, um eine vollständige Kostendeckung durch die Beschichtung von Kleinserien zu gewährleisten.

2011 (kEUR)	Ist	Erwartet	Δ
Umsatz Konzern	137,2	257,5	-47%
EBIT	-697,0	-649,7	7%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Kapitalerhöhung zu EUR 7,00 je Aktie

Im Geschäftsbericht 2011 hatte das Management weitere Kapitalmaßnahmen angekündigt. Nachdem Ropal bereits im Januar 2012 das Grundkapital um kEUR 77,6 auf kEUR 991,1 erhöht hatte (Zufluss EUR 0,838 Mio.), wurde im September eine weitere Kapitalerhöhung um kEUR 99,1 auf kEUR 1.090 unter Ausschluss des Bezugsrechts durchgeführt. Die neuen Aktien wurden zu einem Preis von EUR 7,00 bei neu gewonnenen institutionellen Investoren sowie den Hauptaktionären platziert.

### Bestätigung des Buy-Rating, PT EUR 25,40

Wir bestätigen unser Buy-Rating. Unser Kursziel setzen wir auf EUR 25,40 je Aktie nach vorher EUR 29,30. Der Verwässerungseffekt aus der Kapitalerhöhung beträgt 9,1%. Der Berechnung zugrunde liegt ein dreistufiges DCF-Modell mit WACC von derzeit 15,0% und einem Fundamental-Beta von 3,0. Nach Erreichen des Kursziels wäre Ropal mit 25,8 2014e EV/EBIT und 30,6 2014e KGV bewertet.

WKN/ISIN: A0SMMA / DE000A0SMMA0				
Indizes: Entry All Share				
Transparenz-Level: Entry Standard				
Gewichtete Anzahl Aktien: 1,090 Mio.				
Marktkapitalisierung: EUR 6,3 Mio.				
Handelsvolumen (Stück Aktien/Tag): 1.000				
Veröffentlichung 2012: Juni 2013				

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

% vom Umsatz	2010	2011	2012e	2013e
EBITDA	n/a	n/a	n/a	-18,3%
EBIT	n/a	n/a	n/a	-42,8%
EBT	n/a	n/a	n/a	-45,0%
EAT	n/a	n/a	n/a	-45,8%

EUR (je Aktie)	2010	2011	2012e	2013e
EPS	-0,41	-1,87	-1,58	-0,67
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,21	0,37	0,25	-0,44
Cashflow	-0,15	-1,33	-1,24	0,44

%	2010	2011	2012e	2013e
EK-Quote	28,5%	9,1%	7,3%	-12,8%
Gearing	48,5%	139,5%	178,3%	n/a

x	2010	2011	2012e	2013e
KGV	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz	311,36	46,45	14,06	4,43
EV/EBIT	n/a	n/a	n/a	n/a
KBV	13,1	16,7	24,5	n/a

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



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

### Susanne Hasler, Equity Analyst

+49 (89) 74 44 35 58 / +49 (176) 24 60 52 66

susanne.hasler@sphene-capital.de

### Peter Thilo Hasler, CEFA

+49 (89) 74 44 35 58 / +49 (176) 62 11 87 36

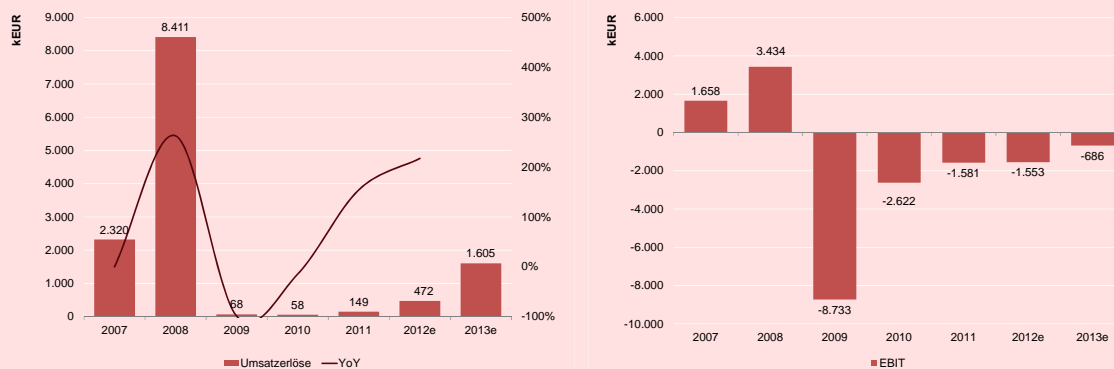
peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

## Erste Serienanlage in Betrieb

Mitte August hatte Impreglon die erste Serienanlage für das Chrom Optics-Verfahren abgenommen und diese mit der zeitgleichen Fertigstellung eines ersten Serienauftrags in Betrieb genommen. Wir vermuten, dass Impreglon mehr als EUR 5,0 Mio. in die Anlage investiert hat, nachdem nach Vertragsabschluss weitere technische Funktionen in die Anlage integriert und die Kapazitäten gegenüber den ursprünglichen Plänen erweitert worden waren. Nach einem schwächeren Q2/2012 und einem ebenfalls als schwierig erwarteten Q3/2012 hat Impreglon in seinem Halbjahresbericht 2012 erst ab Q4/2012 eine wachsende Produktion in neuen Projekten in Aussicht gestellt. Wir erwarten, dass Impreglon spätestens für Q4/2012 entsprechende Erfolgsmeldungen aus seinen Großinvestitionen anstreben wird.

Auch Impreglon dürfte nach einem schwächeren Q2/2012 Erfolgsmeldungen aus den Großinvestitionen anstreben

ABBILDUNG 1: UMSATZ (LS) UND EBIT (RS)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Ausblick und Schätzungen

Wir haben unsere Schätzungen überarbeitet. Für das laufende Geschäftsjahr 2012e haben wir unsere Schätzungen leicht, für das Geschäftsjahr 2013e deutlicher reduziert.

Anpassung unserer Schätzungen 2012e und 2013e

- ✦ Nach der erfolgten Abnahme der COV-Anlage durch Impreglon im August 2012 dürfte Ropal im zweiten Halbjahr erstmals Vergütungserlöse im Bereich Anlagenverkauf ausweisen. Auch im Segment Chrom Optics Lizenzen erwarten wir, dass Ropal im H2/2012e neben Erlösen aus Beschichtungsaufträgen für Kleinserien und Entwicklungsaufträgen im Technikum erstmalig niedrige Lizenzerlöse zufließen werden. Ropal hat für das laufende Geschäftsjahr ein Ergebnis auf dem Niveau von 2011 avisiert; auch wir rechnen nach Anpassung unserer Schätzungen nicht mit einer operativen Verbesserung und modellieren für 2012e ein EBIT in Höhe von EUR -1.553 Mio. nach EUR -1.581 Mio. im Vorjahr.
- ✦ Vor dem Hintergrund der gegenwärtigen konjunkturellen Schwäche und einer zurückhaltenden Investitionsbereitschaft haben wir ferner unterstellt, dass sich der Abschluss einzelner Anlagenprojekte und entsprechender Lizenzvergaben schwieriger gestaltet bzw. verzögern könnte, was Auswirkungen auf unsere Schätzungen 2013e und 2014e hat. Nach den Aussagen des Managements finden derzeit Projektierungen zu drei weiteren COV-Anlagen statt. Wir gehen in unseren Schätzungen unverändert von drei Anlagen in 2013e aus, deren erwartete Fertigstellung und anschließende Lizenzzahlungen wir jedoch bei zwei Anlagen in das Jahr 2014e verschieben.

**TABELLE 1: VERÄNDERUNGEN DER SCHÄTZUNGEN**

KEUR	2012e	2012e (alt)	Δ	Kommentar
Umsatz	472,2	560,0	-16%	Im H2/2012 erwarten wir erstmals Erlöse im Segment Anlagenverkauf und niedrige Erlöse aus der Lizenzvergabe
EBIT	-1.553,5	-1.455,0	7%	
	2013e	2013e (alt)	Δ	Kommentar
Umsatz	1.605,0	2.730,0	-41%	Aufgrund einer zurückhaltenden Investitionsbereitschaft rechnen wir mit späteren Abschlüssen und Lizenzeinnahmen
EBIT	-686,4	426,6	-261%	

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Bewertung anhand eines DCF-Modells

Wir bewerten die Ropal-Aktie 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 2022e endet und in der wir ein CAGR von 23,2% 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 2021e seinen Höchstwert.

Free Cashflow to the Firm wird 2014e erstmals positiv

Für unser DCF-Modell unterstellen wir ferner:

- ✦ dass sich die EBIT-Marge von 27,0% in 2013e auf 21,4% in 2022e sukzessive verringert. Für den anschließend beginnenden Terminal Value haben wir eine operative Marge von 20,0% 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 1,7%, der aktuellen Verzinsung zehnjähriger Bundesanleihen.
- ✦ 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
<b>Beta</b>	<b>3,00</b>

QUELLE: 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 15,0% (rf 1,7%, implizite ERP von 6,0%, DRP 10,0%, Zielkapitalstruktur 60%-40%) auf dann 8,2%.
- ✦ einen stabilen Kapitalumschlag von 800% über den gesamten Planungshorizont.

### Unser Base Case-Szenario ergibt ein Kursziel von EUR 25,40 je Aktie.

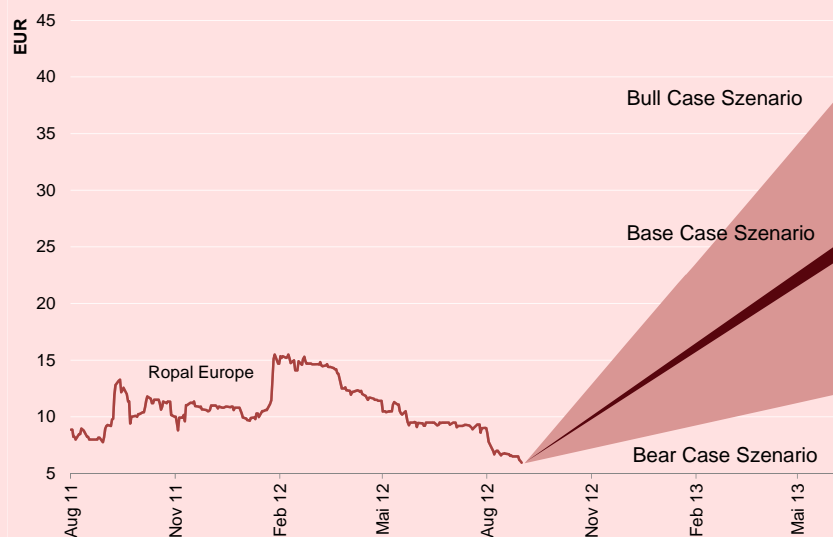
Dabei werden 68,0% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 32,0% aus dem in der Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

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

Szenario-Analyse

- ✦ **Bear Case-Szenario:** In einem Bear Case-Szenario reduzieren wir die im Terminal Value geltende EBIT-Marge von 20,0% um 15 Prozentpunkte auf 5,0%, wobei wir unterstellen, 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 11,50 je Aktie.
- ✦ **Bull Case-Szenario:** Ein Bull Case-Szenario würde unseres Erachtens durch den Gewinn einer Reihe von Schlüsselkunden ausgelöst, die ein deutlich schnelleres Top-Line-Wachstum zur Folge haben würde. Dass sich die operativen Margen deutlich besser als in unserem Modell entwickeln könnten, halten wir demgegenüber für unwahrscheinlich. In diesem Fall würden wir unser Kursziel um EUR 13,70 auf dann EUR 39,10 je Aktie anheben.

**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 PROGNOSEN

**Katalysatoren für die Kursentwicklung**

Katalysatoren

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von Ropal in den kommenden Monaten sehen wir (1) Meldungen von Impreglon über die Durchführung von Großserienaufträgen nach dem COV, (2) eine positive Entscheidung von Takata zugunsten einer COV-Inhouse-Anlage und Lizenz, (3) Meldungen über neue Lizenzkunden aus den bisherigen Zielbranchen sowie neuer Lizenzkunden aus dem Ausland und neuen Industriezweigen.

**Strengere Umweltauflagen und ein wachsendes Verbraucherbewusstsein üben einen beständigen Druck auf die Industrie aus, auf den Einsatz von Schwermetallen und gefährlichen Stoffen auf allen Produktionsstufen zu verzichten**

Chrom-Optics die langfristig umweltschonende Alternative

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.

### Risiken für unser Rating und Kursziel

Risiken

Risiken für unser Rating und unser Kursziel ergeben sich (1) im Falle einer stärkeren konjunkturellen Abkühlung im Zuge der europäischen Schuldenkrise, die sich negativ auf die Investitionsbereitschaft in neue Anlagen und Technologien auswirken könnte, (2) bei einem ungünstigen Ausgang des laufenden Schiedsverfahrens und (3) im Fall eines enttäuschenden Geschäftsverlaufes bei Impreglon SE im Q4/2012.

### TABELLE 3: ÜBERBLICK ÜBER DIE BISHERIGEN KAPITALMASSNAHMEN

25/04/2008	Börsengang und Erstnotiz	EUR 7,50 je Aktie	
11/2009	Kapitalerhöhung (ohne Bezugsrecht)	EUR 2,50 je Aktie	EUR 0,580 Mio. auf EUR 6,380 Mio.
09/2010	Kapitalerhöhung (25:2)	EUR 2,00 je Aktie	EUR 0,510 Mio. auf EUR 6,890 Mio.
07/2011	Kapitalerhöhung (ohne Bezugsrecht)	EUR 1,20 je Aktie	EUR 0,418 Mio. auf EUR 7,308 Mio.
09/2011	Kapitalherabsetzung	Verhältnis 1:8	EUR 6,395 Mio. auf EUR 0,914 Mio.
01/2012	Kapitalerhöhung (ohne Bezugsrecht)	EUR 10,80 je Aktie	EUR 0,078 Mio. auf EUR 0,991 Mio.
09/2012	Kapitalerhöhung (ohne Bezugsrecht)	EUR 7,00 je Aktie	EUR 0,099 Mio. auf EUR 1,090 Mio.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### 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.

**Impreglon** ist Muttergesellschaft und gleichzeitig Lizenzgeber für eine Gruppe von derzeit 23 Beschichtungsunternehmen in Deutschland, Asien, Australien und den USA. Impreglon entwickelt und appliziert hochwertige Oberflächen-Beschichtungen 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	2011	2012e	2013e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>kEUR</b>	<b>8.410,7</b>	<b>68,4</b>	<b>58,5</b>	<b>148,8</b>	<b>472,2</b>	<b>1.605,0</b>
YoY	%	262,6%	-99,2%	-14,5%	154,4%	217,4%	239,9%
Materialaufwand	kEUR	-2.466,5	-439,7	-10,7	-97,4	-140,7	-325,7
In % vom Konzernumsatz	%	-29,3%	-642,9%	-18,2%	-65,5%	-29,8%	-20,3%
<b>Rohhertrag</b>	<b>kEUR</b>	<b>5.944,2</b>	<b>-371,3</b>	<b>47,8</b>	<b>51,3</b>	<b>331,4</b>	<b>1.279,4</b>
In % vom Konzernumsatz	%	70,7%	-542,9%	81,8%	34,5%	70,2%	79,7%
Sonstige betriebliche Erträge	kEUR	30,7	155,0	54,7	53,4	0,0	0,0
Selbst erstellte immaterielle Vermögenswerte	kEUR	395,0	27,3	33,3	55,0	0,0	0,0
Personalaufwand	kEUR	-1.158,4	-1.741,4	-321,1	-338,3	-405,6	-537,1
In % vom Konzernumsatz	%	-13,8%	n/a	-549,3%	-227,4%	-85,9%	-33,5%
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	-338,3	-405,6	-537,1
Abschreibungen	kEUR	-267,8	-517,2	-383,2	-469,7	-363,0	-393,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	kEUR	-1.510,0	-6.285,4	-2.053,0	-932,9	-1.116,3	-1.035,6
In % vom Konzernumsatz	%	-18,0%	n/a	n/a	-627,1%	-236,4%	-64,5%
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>kEUR</b>	<b>3.433,6</b>	<b>-8.733,0</b>	<b>-2.621,6</b>	<b>-1.581,1</b>	<b>-1.553,5</b>	<b>-686,4</b>
EBIT-Marge	%	40,8%	n/a	n/a	n/a	-329,0%	-42,8%
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	kEUR	107,6	120,1	18,7	1,9	2,0	2,0
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	kEUR	-199,0	-129,4	-44,0	-36,3	-36,0	-37,1
Nettozinsergebnis	kEUR	-91,4	-9,3	-25,3	-34,4	-34,0	-35,0
<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>-1.615,5</b>	<b>-1.587,5</b>	<b>-721,4</b>
Ertragssteuern	kEUR	-1.136,8	1.535,4	-57,1	-44,0	-15,8	-13,2
In % Steuerquote	%	-34,0%	-17,6%	2,2%	2,7%	1,0%	1,8%
Ergebnis fortgeführter Geschäftsbereiche	kEUR	2.205,5	-7.207,0	-2.704,1	-1.659,5	-1.603,3	-734,7
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>-1.659,5</b>	<b>-1.603,3</b>	<b>-734,7</b>
Netto-Marge	%	26,2%	n/a	n/a	n/a	-339,6%	-45,8%
Anzahl der Aktien	K	5.539,9	5.873,1	6.522,6	885,2	1.017,5	1.090,2
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>0,40</b>	<b>-1,33</b>	<b>-0,41</b>	<b>-1,87</b>	<b>-1,58</b>	<b>-0,67</b>
Ergebnis je Aktie fortgeführte Geschäftsbereiche	EUR	0,40	-1,23	-0,41	-1,87	-1,58	-0,67

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz

		2008	2009	2010	2011	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>2.727,8</b>	<b>2.391,0</b>	<b>2.518,1</b>
Immaterielle Vermögenswerte	kEUR	1.657,8	1.184,4	1.173,8	1.092,2	1.050,0	1.007,0
Sachanlagen	kEUR	2.972,1	1.477,0	1.149,2	815,6	501,6	651,6
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	649,9	669,4	689,5
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>kEUR</b>	<b>11.423,1</b>	<b>1.874,8</b>	<b>1.702,0</b>	<b>877,6</b>	<b>1.157,6</b>	<b>1.221,3</b>
Vorräte	kEUR	56,9	7,2	21,5	14,4	28,8	92,9
Forderungen Lieferungen & Leist.	kEUR	6.190,3	901,4	646,0	644,5	634,5	647,2
Laufende Ertragssteuerforderungen	kEUR	19,1	16,7	0,4	0,3	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	kEUR	3.228,2	214,8	196,4	189,5	193,3	202,9
Liquide Mittel	kEUR	1.928,6	734,7	837,7	28,9	301,0	278,2
<b>Gesamt Aktiva</b>	<b>kEUR</b>	<b>16.556,5</b>	<b>5.730,7</b>	<b>4.872,3</b>	<b>3.605,4</b>	<b>3.548,6</b>	<b>3.739,4</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>kEUR</b>	<b>9.433,5</b>	<b>3.086,1</b>	<b>1.387,0</b>	<b>329,3</b>	<b>257,7</b>	<b>-476,9</b>
Gezeichnetes Kapital	kEUR	5.800,0	6.380,0	6.890,4	913,5	1.090,2	1.090,2
Kapitalrücklage	kEUR	62,2	927,7	-5.158,1	-4.705,2	-3.350,1	-3.350,1
Noch nicht verwendete Ergebnisse	kEUR	3.571,3	-4.221,6	-6.925,7	-8.584,8	-10.188,1	-10.922,8
Sonstiges Eigenkapital	kEUR	0,0	0,0	6.580,4	12.705,7	12.705,7	12.705,7
<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>3.276,1</b>	<b>3.290,9</b>	<b>4.216,3</b>
Rückstellungen	kEUR	208,9	944,0	1.044,0	944,0	944,0	944,0
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	kEUR	716,8	265,0	672,9	459,4	459,4	459,5
Verbindlichkeiten Lieferungen & Leist.	kEUR	2.003,2	862,3	1.114,1	492,7	507,5	532,8
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	1.380,0	1.380,0	2.280,0
<b>Gesamt Passiva</b>	<b>kEUR</b>	<b>16.556,5</b>	<b>5.730,7</b>	<b>4.872,3</b>	<b>3.605,4</b>	<b>3.548,6</b>	<b>3.739,4</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz (Normalisierte Fassung)

		2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	%	<b>31,0%</b>	<b>67,3%</b>	<b>65,1%</b>	<b>75,7%</b>	<b>67,4%</b>	<b>67,3%</b>
Immaterielle Vermögenswerte	%	10,0%	20,7%	24,1%	30,3%	29,6%	26,9%
Sachanlagen	%	18,0%	25,8%	23,6%	22,6%	14,1%	17,4%
Langfristige finanzielle Vermögenswerte	%	1,0%	8,2%	3,5%	4,7%	4,8%	4,5%
Latente Ertragssteuerforderungen	%	2,0%	12,7%	13,9%	18,0%	18,9%	18,4%
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	%	<b>69,0%</b>	<b>32,7%</b>	<b>34,9%</b>	<b>24,3%</b>	<b>32,6%</b>	<b>32,7%</b>
Vorräte	%	0,3%	0,1%	0,4%	0,4%	0,8%	2,5%
Forderungen Lieferungen & Leist.	%	37,4%	15,7%	13,3%	17,9%	17,9%	17,3%
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%	5,4%	5,4%
Liquide Mittel	%	11,6%	12,8%	17,2%	0,8%	8,5%	7,4%
<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>9,1%</b>	<b>7,3%</b>	<b>-12,8%</b>
Gezeichnetes Kapital	%	35,0%	111,3%	141,4%	25,3%	30,7%	29,2%
Kapitalrücklage	%	0,4%	16,2%	-105,9%	-130,5%	-94,4%	-89,6%
Noch nicht verwendete Ergebnisse	%	21,6%	-73,7%	-142,1%	-238,1%	-287,1%	-292,1%
Sonstiges Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	135,1%	352,4%	358,0%	339,8%
<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>90,9%</b>	<b>92,7%</b>	<b>112,8%</b>
Rückstellungen	%	1,3%	16,5%	21,4%	26,2%	26,6%	25,2%
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	%	4,3%	4,6%	13,8%	12,7%	12,9%	12,3%
Verbindlichkeiten Lieferungen & Leist.	%	12,1%	15,0%	22,9%	13,7%	14,3%	14,2%
Laufende Ertragssteuerschulden	%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	8,8%	10,0%	13,4%	38,3%	38,9%	61,0%
<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 PROGNOSEN



## Cashflow-Statement

		2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Konzernergebnis	kEUR	2.205,5	-7.792,9	-2.704,1	-1.659,5	-1.603,3	-734,7
Planmäßige Abschreibungen	kEUR	267,8	517,2	383,2	469,7	363,0	393,0
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	9,2	10,0	0,0
Veränderung der Rückstellungen	kEUR	207,8	735,1	100,0	-100,0	0,0	0,0
Veränderung der latenten Steuern	kEUR	771,0	-1.256,1	49,9	27,4	-19,5	-20,1
Veränderung der Vorräte, Forderungen u. a. Aktiva	kEUR	-7.637,4	3.079,1	-294,2	6,4	-17,9	-86,5
Veränderung der Verbindlichkeiten u. a. Passiva	kEUR	4.421,3	-1.868,8	332,9	104,3	14,8	925,4
Bereinigungen	kEUR	834,0	-2.292,6	554,4	-37,3	-3,7	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>-1.176,9</b>	<b>-1.256,6</b>	<b>477,1</b>
Investitionen in immaterielles Vermögen	kEUR	-405,0	-40,0	-33,0	-55,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagen	kEUR	-2.033,0	-33,0	-12,0	-3,0	-3,0	-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	0,5	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>-57,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>-500,0</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>kEUR</b>	<b>-2.674,0</b>	<b>-2.928,4</b>	<b>-1.325,7</b>	<b>-1.234,4</b>	<b>-1.259,6</b>	<b>-22,9</b>
Einzahlungen aus Barkapitalerhöhungen	kEUR	5.550,1	1.445,5	1.005,0	501,1	1.531,7	0,0
Einzahlungen Aufnahme Finanzverbindlichkeiten	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Auszahlungen aus Tilgung von Finanzverbindlichkeiten	kEUR	-158,3	-1.733,8	407,9	-213,4	0,0	0,0
Bereinigungen	kEUR	0,0	2.022,8	15,8	0,0	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>425,2</b>	<b>1.531,7</b>	<b>0,1</b>
Zahlungswirksame Veränderung liquide Mittel	kEUR	2.717,8	-1.193,9	103,0	-809,1	272,1	-22,8
Liquide Mittel am Anfang der Periode	kEUR	72,7	1.928,6	734,7	838,1	28,9	301,0
<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>28,9</b>	<b>301,0</b>	<b>278,2</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

## DCF-Modell

			2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e			
<b>Nettoerlöse</b>	<b>kEUR</b>		<b>472,2</b>	<b>1.605,0</b>	<b>4.005,8</b>	<b>8.812,8</b>	<b>16.260,7</b>	<b>24.616,7</b>	<b>31.150,9</b>	<b>34.776,0</b>	<b>36.404,0</b>	<b>37.239,9</b>	<b>37.895,2</b>			
YoY	%		217,4%	239,9%	149,6%	120,0%	84,5%	51,4%	26,5%	11,6%	4,7%	2,3%	1,8%			
<b>EBIT</b>	<b>kEUR</b>		<b>-1.553,5</b>	<b>-686,4</b>	<b>1.081,3</b>	<b>2.317,2</b>	<b>4.161,7</b>	<b>6.128,0</b>	<b>7.536,5</b>	<b>8.170,2</b>	<b>8.297,8</b>	<b>8.227,7</b>	<b>8.107,2</b>			
in % der Umsätze	%		-329,0%	-42,8%	27,0%	26,3%	25,6%	24,9%	24,2%	23,5%	22,8%	22,1%	21,4%			
Steuerquote	%		1,0%	1,8%	-13,3%	-31,0%	-31,0%	-31,0%	-31,0%	-31,0%	-31,0%	-31,0%	-31,0%			
<b>EBIT(1-t)</b>	<b>kEUR</b>		<b>-1.569,0</b>	<b>-699,0</b>	<b>937,3</b>	<b>1.598,9</b>	<b>2.871,6</b>	<b>4.228,3</b>	<b>5.200,2</b>	<b>5.637,4</b>	<b>5.725,5</b>	<b>5.677,1</b>	<b>5.593,9</b>			
Investitionen	kEUR		-3,0	-500,0	-100,0	-600,9	-931,0	-1.044,5	-816,8	-453,1	-203,5	-104,5	-81,9			
FCFF	kEUR		-1.572,0	-1.199,0	837,3	998,0	1.940,6	3.183,8	4.383,4	5.184,3	5.522,0	5.572,6	5.512,0			
Investiertes Kapital	kEUR		416	-296	427	1.028	1.959	3.003	3.820	4.273	4.477	4.581	4.663			
ROCE	%		-377,0%	236,4%	219,6%	155,6%	146,6%	140,8%	136,1%	131,9%	127,9%	123,9%	120,0%			
WACC	%		15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	13,9%	12,8%	11,6%	10,5%	9,3%	8,2%			
PV (FCFF)	kEUR		-1.366	-906	550	570	963	1.387	1.693	1.794	1.729	1.596	1.459			
Terminal Cashflow	kEUR	4.957														
Terminal Cost of Capital	%	8,2%														
Terminal Value	kEUR	76.258														
PV (Terminal Value)	kEUR	20.187														
PV (CF über 10 Jahre)	kEUR	9.468														
<b>Summe PV</b>	<b>kEUR</b>	<b>29.655</b>														
									<b>TV EBIT-Marge</b>							
									<b>EUR</b>	<b>5,0%</b>	<b>10,0%</b>	<b>15,0%</b>	<b>20,0%</b>	<b>25,0%</b>	<b>27,5%</b>	<b>30,0%</b>
Insolvenzrisiko	%	5,0%							<b>0,8%</b>	11,50	15,30	19,10	22,90	26,70	28,60	30,50
PV Operative Assets	kEUR	28.172							<b>1,1%</b>	11,70	15,70	19,70	23,70	27,60	29,60	31,60
Debt	kEUR	459							<b>1,4%</b>	12,00	16,20	20,30	24,50	28,70	30,80	32,90
Cash	kEUR	29							<b>1,7%</b>	12,30	16,70	21,00	<b>25,40</b>	29,80	32,00	34,20
V0	kEUR	27.742							<b>2,0%</b>	12,50	17,20	21,80	26,50	31,10	33,40	35,70
Anzahl der Aktien	K	1.090							<b>2,3%</b>	12,90	17,80	22,70	27,60	32,50	34,90	37,30
<b>Geschätzter Wert je Aktie</b>	<b>kEUR</b>	<b>25,40</b>							<b>2,6%</b>	13,20	18,40	23,60	28,80	33,90	36,50	39,10
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN																

## Auf einen Blick I

Key Data		2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Umsatz	kEUR	2.319,7	8.410,7	68,4	58,5	148,8	472,2	1.605,0
Rohrertrag	kEUR	1.972,0	5.944,2	-371,3	47,8	51,3	331,4	1.279,4
EBITDA	kEUR	1.717,0	3.701,5	-8.215,8	-2.238,4	-1.111,4	-1.190,5	-293,4
EBIT	kEUR	1.658,0	3.433,6	-8.733,0	-2.621,6	-1.581,1	-1.553,5	-686,4
EBT	kEUR	1.597,7	3.342,3	-8.742,4	-2.647,0	-1.615,5	-1.587,5	-721,4
Nettoergebnis	kEUR	1.333,8	2.205,5	-7.207,0	-2.704,1	-1.659,5	-1.603,3	-734,7
Anzahl Mitarbeiter		20	27	4	6	6	8	9
<b>Je Aktie</b>								
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	6,20	6,20	6,20
EPS	EUR	0,24	0,40	-1,33	-0,41	-1,87	-1,58	-0,67
BVPS	EUR	0,30	1,70	0,53	0,21	0,37	0,25	-0,44
CFPS	EUR	0,06	0,19	-0,70	-0,15	-1,33	-1,24	0,44
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							25,40
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>								
EBITDA-Marge	%	74,0%	44,0%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBIT-Marge	%	71,5%	40,8%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBT-Marge	%	68,9%	39,7%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Netto-Marge	%	57,5%	26,2%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
FCF-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	%	79,5%	23,4%	n/a	n/a	n/a	n/a	154,0%
NWC/Umsatz	%	38,3%	71,4%	-12,5%	-934,4%	323,8%	47,0%	16,2%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	116,0	311,5	17,1	9,7	24,8	67,5	178,3
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	82,9	127,2	-2.183,3	-436,9	-263,5	-221,9	-76,3
Capex/Umsatz	%	59,0%	24,3%	67,3%	20,5%	2,0%	0,6%	31,2%
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	n/a	262,6%	-99,2%	-14,5%	154,4%	217,4%	239,9%
Rohrertrag	%	n/a	201,4%	-106,2%	-112,9%	7,4%	545,6%	286,0%
EBITDA	%	n/a	115,6%	n/a	-72,8%	-50,3%	7,1%	-75,4%
EBIT	%	n/a	107,1%	n/a	-70,0%	-39,7%	-1,7%	-55,8%
EBT	%	n/a	109,2%	n/a	-69,7%	-39,0%	-1,7%	-54,6%
Nettoergebnis	%	n/a	65,3%	n/a	-62,5%	-38,6%	-3,4%	-54,2%
EPS	%	n/a	65,3%	n/a	-68,8%	352,2%	-16,0%	-57,2%
CFPS	%	n/a	231,2%	n/a	-77,9%	760,3%	-7,1%	n/a
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	kEUR	1.155,9	2.972,1	1.477,0	1.149,2	815,6	501,6	651,6
Umlaufvermögen	kEUR	1.929,8	11.423,1	1.874,8	1.702,0	877,6	1.157,6	1.221,3
Eigenkapital	kEUR	1.678,0	9.433,5	3.086,1	1.387,0	329,3	257,7	-476,9
Verbindlichkeiten	kEUR	3.193,3	7.122,9	2.644,6	3.485,3	3.276,1	3.290,9	4.216,3
EK-Quote	%	34,4%	57,0%	53,9%	28,5%	9,1%	7,3%	-12,8%
Gearing	%	190,3%	75,5%	85,7%	251,3%	994,9%	n/a	n/a
Working Capital	kEUR	755,5	4.243,9	46,3	-446,7	166,2	155,8	207,3
Capital Employed	kEUR	3.215,2	8.873,9	2.707,7	1.876,3	2.074,1	1.707,4	1.865,9
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Auf einen Blick II

Enterprise Value		2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Anzahl Aktien	mn	5,5	5,5	5,9	6,5	1,0	1,0	1,1
MK Hoch	kEUR	0,0	61.105,0	56.029,3	24.720,8	21.164,4	0,0	0,0
MK Tief	kEUR	0,0	43.211,1	11.452,5	9.783,9	7.804,4	0,0	0,0
MK Durchschnitt	kEUR	0,0	51.576,4	30.363,9	16.632,7	12.474,8	0,0	0,0
MK Schlusskurs	kEUR	0,0	53.127,6	18.147,9	18.198,1	6.308,6	6.308,6	6.759,2
Nettoverschuldung	kEUR	2.564,0	521,9	-469,7	-164,8	430,5	158,4	181,3
Pensionsrückstellungen	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen des AV	kEUR	170,0	170,0	467,3	170,0	170,0	170,0	170,0
EV Hoch	kEUR	2.734,0	61.796,9	56.026,9	24.725,9	21.764,9	n/a	n/a
EV Tief	kEUR	2.734,0	43.903,1	11.450,1	9.789,1	8.404,9	n/a	n/a
EV Durchschnitt	kEUR	2.734,0	52.268,3	30.361,4	16.637,9	13.075,3	n/a	n/a
EV Schlusskurs	kEUR	2.734,0	53.819,5	18.145,4	18.203,3	6.909,1	6.637,0	7.110,5
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	1,18	7,35	819,20	422,93	146,31	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	1,18	5,22	167,42	167,44	56,50	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	1,18	6,21	443,93	284,59	87,90	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	1,18	6,40	265,31	311,36	46,45	14,06	4,43
EV/EBITDA	x	1,6	14,5	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
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	n/a
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	n/a
KBV	x	n/a	5,6	5,9	13,1	16,7	24,5	n/a
KCF	x	n/a	49,7	n/a	n/a	n/a	n/a	14,2
FCF-Yield	%	n/a	-5,0%	-16,1%	-7,3%	-19,6%	-20,0%	-0,3%
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	-1.176,9	-1.256,6	477,1
Investiver Cashflow	kEUR	-3.195,3	-3.744,0	1.172,2	-317,7	-57,5	-3,0	-500,0
Free Cashflow	kEUR	-2.872,2	-2.674,0	-2.928,4	-1.325,7	-1.234,4	-1.259,6	-22,9
Finanz-Cashflow	kEUR	2.886,6	5.391,8	1.734,5	1.428,7	425,2	1.531,7	0,1
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

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 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)
25.09.2012	EUR 25,40	Buy	1, 2, 8
09.07.2012	EUR 29,30	Buy	1, 2, 8
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.