

# Ropal Europe AG

Reuters: RO5Kk.DE

Bloomberg: RO5K:GR

Rating: Buy

Risiko: Hoch

Kurs: EUR 3,90

Kursziel\*: EUR 23,70 (alt EUR 25,40)

\*adjustiert um Kapitalerhöhung: EUR 12,10

## Ergebnis 2012 – Kapitalerhöhung für eigene Anlage

2012 erzielte Ropal Umsätze in Höhe von EUR 0,4 Mio. (Vj. EUR 0,1 Mio.). Der operative Verlust wurde von EUR -1,6 Mio. in 2011 auf EUR -1,3 Mio. reduziert. Diese positive Entwicklung im Hintergrund geht Ropal mit der geplanten Kapitalerhöhung um bis zu 150% drei wesentliche Themen an: (1) Finanzierung des Ausbaus und Optimierung des eigenen Produktionsstandortes, dadurch werden Kapazitäten für eine flexible und wirtschaftlich effiziente Produktion von Kleinserien geschaffen; (2) Angebot einer attraktiven Einstiegschance für strategische Investoren, was die Investorenbasis verbreitern würde; (3) Stärkung der Kapitalbasis und der finanziellen Flexibilität der Ropal, wodurch Befürchtungen hinsichtlich der Liquidität entkräftet werden. Wir bestätigen unser Buy-Rating. Unser Kursziel liegt bei EUR 23,70 (adjustiert um die Kapitalerhöhung EUR 12,10).

### Kapitalerhöhung um bis zu 150%

Ropal plant, das Grundkapital von derzeit EUR 1,090 Mio. um bis zu EUR 1,635 Mio. auf bis zu rund EUR 2,726 Mio. (+150,0%) zu erhöhen. Das Bezugsrechtsverhältnis beträgt folglich 2:3. Bei einem Bezugspreis von EUR 4,50 je Aktie fließt Ropal ein Bruttoerlös in Höhe von bis zu EUR 7,3 Mio. zu. Der Beginn der Zeichnung ist für Anfang Mai vorgesehen.

### Mittelverwendung

Die Mittel aus der Kapitalerhöhung dienen dem Ausbau und der Optimierung des Produktionsstandortes (Umzug und Erweiterung des Technikums an einen nahegelegenen Standort) sowie der Stärkung der Kapitalbasis und der finanziellen Flexibilität im Vorfeld des erwarteten industriellen Durchbruchs des Chrom-Optics Verfahrens.

### Kein Bezugsrechtehandel

Ein Bezugsrechtehandel findet nicht statt. Aktionäre können an der Kapitalerhöhung im Rahmen eines Mehrbezugs derjenigen Aktien, für die das Bezugsrecht nicht ausgeübt wurde, über die ihnen zustehenden Bezugsrechte hinaus teilnehmen. Darüber hinaus sollen die nicht von den Aktionären bezogenen Aktien institutionellen und strategischen Investoren im Rahmen einer Privatplatzierung zum Kauf angeboten werden. Vorgespräche mit Altaktionären und institutionellen Investoren „deuten auf eine erfolgreiche Platzierung“ hin.

### Rating Buy, PT EUR 23,70 (alt EUR 25,40) je Aktie

Unser nach Überarbeitung der Schätzungen angepasstes Kursziel beträgt EUR 23,70 je Aktie. Der Berechnung zugrunde liegt ein standardisiertes dreistufiges DCF-Modell mit WACC von derzeit 10,9% (rf 1,3%, implizite ERP 5,1%, DRP 10,0%, EK/FK-Zielkapitalstruktur 30/70) und ein Fundamental-Beta von 3,3. Bei einer vollständigen Platzierung der Kapitalerhöhung sinkt unser Kursziel auf EUR 12,10.

### Risiken

Risiken für unser Rating und unser Kursziel ergeben sich insbesondere (1) im Falle einer konjunkturellen Abkühlung im Zuge der globalen Schuldenkrise, die sich negativ auf die Investitionsbereitschaft in neue Anlagen und Technologien auswirken könnte, (2) im Fall einer enttäuschenden Umsetzung der geplanten Kapitalmaßnahme und (3) bei einem ungünstigen Ausgang des laufenden Schiedsverfahrens.

WKN/ISIN: A1MBGB / DE000A1MBGB4

Indizes: Entry All Share

Transparenz-Level: Entry Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 1,090 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 4,3 Mio.

Handelsvolumen (Stück Aktien/Tag): 2.000

H1/2013: September 2013

EUR Mio.	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	0,4	0,4	2,6	3,6
EBITDA	-0,9	-1,1	0,9	1,8
EBIT	-1,3	-1,5	0,2	1,2
EBT	-1,4	-1,6	0,3	1,2
EAT	-1,5	-1,7	0,2	1,0

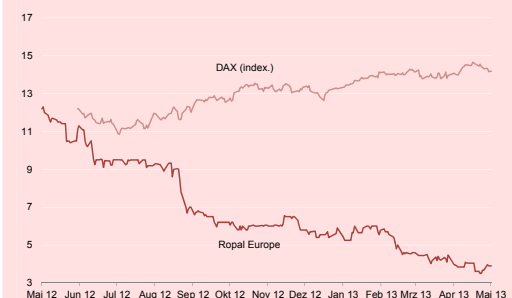
% vom Umsatz	2012	2013e	2014e	2015e
EBITDA	n/a	n/a	33,1%	50,6%
EBIT	n/a	n/a	9,5%	33,2%
EBT	n/a	n/a	10,9%	34,2%
EAT	n/a	n/a	9,3%	29,1%

EUR (je Aktie)	2012	2013e	2014e	2015e
EPS	-1,46	-1,57	0,22	0,95
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,33	2,93	2,28	2,66
Cashflow	-1,20	-1,22	0,27	0,59

%	2012	2013e	2014e	2015e
EK-Quote	11,6%	n/a	n/a	n/a
Gearing	120,4%	n/a	n/a	n/a

x	2012	2013e	2014e	2015e
KGV	n/a	n/a	17,8	4,1
EV/Umsatz	15,82	10,60	1,80	1,30
EV/EBIT	n/a	n/a	19,0	3,9
KBV	17,7	0,7	0,7	0,6

EUR Mio.	2013e	2014e	2015e
Guidance: Umsatz	-	-	-
Guidance: EBT	-	-	-



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

Susanne Hasler, CFA

+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

**Durch eine Kapitalerhöhung soll das Grundkapital von derzeit EUR 1,090 Mio. um bis zu EUR 1,635 Mio. auf bis zu rund EUR 2,726 Mio. (+150,0%) erhöht werden. Das Bezugsrechtsverhältnis beträgt 2:3, ein Handel des Bezugsrechts ist nicht vorgesehen. Bei einem Bezugspreis von EUR 4,50 fließt Ropal ein Bruttoerlös in Höhe von bis zu EUR 7,3 Mio. zu. Zeichnungsbeginn ist Anfang Mai.**

## **Kapitalerhöhung bietet attraktive Einstiegschance**

Erstmals ermitteln wir für 2014e und 2015e ein EV/EBITDA (auf der Basis der noch aktuellen Anzahl von 1,1 Mio. Aktien) von 5,5x bzw. 2,6x, das EV/Umsatzverhältnis sinkt 2014e und 2015e auf 1,8x bzw. 1,2x nach 10,6x in 2013e. Nach der enttäuschenden Kursentwicklung ist die Ropal-Aktie im Vorfeld der geplanten Kapitalerhöhung und einer – bei deren Erfolg – deutlich gestärkten Position aus unserer Einschätzung historisch günstig bewertet. Unser auf einem dreistufigen DCF-Modell basierendes 12-Monats-Kursziel (Base Case) halbiert sich nach der Einarbeitung der geplanten Kapitalerhöhung und unserer geänderten Schätzungen auf EUR 12,10 von EUR 25,40 je Aktie. Wir bestätigen unser Buy-Rating und empfehlen den Ropal-Aktionären an der Kapitalerhöhung teilzunehmen.

Diese stärkt die Position von Ropal nach unserer Einschätzung in drei wesentlichen Bereichen:

Eine erfolgreiche Kapitalerhöhung wird die Position von Ropal nach u. E. in drei wesentlichen Bereichen stärken

### **✦ Kapazitätserweiterung für Kleinserien und weitere Entwicklungsaufträge:**

Der Ausbau und die Optimierung des eigenen Produktionsstandortes schaffen die Fertigungskapazitäten für eine flexible und wirtschaftlich effiziente Beschichtung im Hochwertsegment, von Kleinserien und für die Bearbeitung von Entwicklungsaufträgen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 generierte das Ropal-Technikum Umsätze in Höhe von EUR 0,3 Mio. Bislang sind die Kapazitäten des Technikums jedoch sowohl hinsichtlich der bearbeitbaren Stückzahlen als auch qualitativ begrenzt. Nach der geplanten Kapazitätserweiterung modellieren wir in unseren Schätzungen 2014e einen Umsatzbeitrag der eigenen Beschichtungsanlage von rund EUR 1,9 Mio. Derzeit arbeitet Ropal u. a. im Auftrag von Carlsson Autotechnik (Schutzgitter für einen großen deutschen Automobilhersteller), HEWI Warm Touch sowie mehrerer Möbelhersteller wie CEKA und Brunner. Anfragen für Aufträge, die nach Angaben des Unternehmens derzeit abgelehnt werden müssen, würden dabei nach unserer Einschätzung das Risiko für unsere Ergebnisschätzungen deutlich senken.

### **✦ Einstieg von neuen institutionellen Investoren und strategischen Investoren:**

In der Vergangenheit konnte sich Ropal regelmäßig auf eine hohe Stabilität der Aktionärsstruktur und auf die Bereitschaft der Hauptaktionäre stützen, die Gesellschaft finanziell zu unterstützen. Im Rahmen der nun geplanten Kapitalerhöhung bietet Ropal neben Altaktionären und institutionellen Investoren vor allem strategischen Investoren eine attraktive Einstiegschance an, wodurch sich nach unserer Einschätzung die Perspektiven für einen breiten industriellen Durchbruch des Verfahrens und die langfristige Unabhängigkeit des Unternehmens weiter verbessern würden.

### **✦ Stärkung der Kapitalbasis:**

Bei einem Bezugspreis von EUR 4,50 je Aktie kann Ropal mit einem Bruttoemissionserlös von bis zu EUR 7,3 Mio. rechnen. Obwohl die Altaktionäre eine deutliche Verwässerung ihrer Anteile erwarten – sichtbar am reduzierten Kursziel je Aktie (Post-money) –, sehen wir im Falle einer erfolgreichen Platzierung eine nachhaltige Stärkung der Kapitalbasis und der finanziellen Flexibilität der Gesellschaft. Damit sollten Befürchtungen von Investoren hinsichtlich der Liquidität und Unabhängigkeit der Gesellschaft nachhaltig entkräftet werden (darüber hinaus wirkt sich die Kapitalerhöhung positiv auf einige der nachfolgend dargestellten Parameter unseres DCF-Modells aus).

**Ropal erzielte im Geschäftsjahr 2012 Umsätze in Höhe von EUR 0,4 Mio. (Vj. EUR 0,1 Mio.). Der operative Verlust (EBIT) verbesserte sich von EUR -1,6 Mio. in 2011 auf EUR -1,3 Mio. stärker als von uns erwartet. Dennoch wird Ropal nach unseren Schätzungen auch 2013e Verluste erwirtschaften. Mit einem Break-even bzw. der Erreichung der operativen Gewinnzone rechnen wir im Jahr 2014e; ab 2015e erwarten wir ein deutlich positives Ergebnis.**

## Veröffentlichung des Jahresabschlusses für das Geschäftsjahr 2012

Aufgrund der Verzögerungen bei der Inbetriebnahme der ersten Chrom-Optics-Serienanlage bei Impreglon stehen derzeit keine Kapazitäten für große Serienbeschichtungen zur Verfügung. Im Gegensatz zu unseren bisherigen Annahmen, in denen wir ab H2/2012 von ersten niedrigen Lizenzerträgen nach dem Hochfahren und der Abnahme der Impreglon-Anlage ausgegangen waren, ist die kapazitätsmäßig beschränkte Ropal-Entwicklungsanlage („Technikum“) in Allendorf auch zu Beginn 2013 die einzige Umsatz generierende COV-Anlage.

Im Geschäftsbereich Lizenzen generierte Ropal Umsätze in Höhe von EUR 0,3 Mio. (Vj. EUR 0,1 Mio.) aus der Beschichtung von Klein- und Musterserienfertigungen. Darüber hinaus wurden im Bereich Anlagenverkauf erstmals Umsätze nach der Fertigstellung der ersten COV-Anlage bei Impreglon in Höhe von EUR 0,1 Mio. (Vj. EUR 0,0 Mio.) Erlöst.

Obwohl Ropal damit auch im Geschäftsjahr 2012 noch keine nennenswerten Umsätze erzielte, ist es gelungen, den operativen Verlust (EBIT) von EUR -1,6 Mio. in 2011 auf EUR -1,3 Mio. stärker als von uns erwartet zu senken. Im Ergebnis enthalten sind aktivierte Aufwendungen für selbst erstellte immaterielle Vermögenswerte in Höhe von EUR 0,1 Mio. (Vj. EUR 0,1 Mio.); darüber hinaus wurden erneut rund EUR 0,4 Mio. (Vj. 0,4 Mio.) nicht aktivierungsfähige Forschungskosten unmittelbar im Ergebnis 2012 verarbeitet. Aus der Minderung von Rückstellungen (Vj. EUR 0,9 Mio. auf EUR 0,3 Mio. im Zusammenhang mit einem Rechtsstreit mit einem ehemaligen Vorstand) flossen Ropal EUR 0,6 Mio. zu, der jedoch eine Forderungsabschreibung gegen einen ehemaligen Großkunden in derselben Höhe (EUR 0,6 Mio.) gegenüberstand.

Das EBT verbesserte sich von EUR -1,6 Mio. im Vorjahr auf EUR -1,4 Mio. Nach Steuern sank der Verlust von EUR -1,7 Mio. in 2011 auf EUR -1,5 Mio.

Reduzierung des operativen Verlustes von EUR -1,6 Mio. im Vorjahr auf EUR -1,3 Mio. trotz nach wie vor geringer Umsätze

**TABELLE 1: GESCHÄFTSJAHR 2012**

KEUR	2012 ist	2012 erwartet	Δ
Umsatz	404,3	472,2	14,4%
EBIT	-1.256,1	-1.553,5	19,1%
EAT	-1.486,8	-1.603,3	7,3%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Anpassung unserer Schätzungen

Auch im laufenden Geschäftsjahr 2013e erwarten wir – nach der Überarbeitung unserer Schätzungen – keinen nennenswerten Anstieg der Umsätze.

Bei einem Ausbau und einer Modernisierung der bestehenden Produktion des Ropal-Technikums rechnen wir mit einem Stillstand von rund acht Wochen, voraussichtlich in der zweiten Jahreshälfte 2013e. Die beginnenden Abschreibungen für die neue Anlage führen in diesem Fall nach unseren Schätzungen 2013e zu einer Ausweitung des operativen Verlustes (EBIT) auf EUR -1,5 Mio. Das Nachsteuerergebnis sinkt 2013e auf EUR -1,7 Mio.

2014e wird die erweiterte eigene COV-Anlage erstmals ganzjährig in Betrieb sein und die Auslastung nach unseren Annahmen sukzessive steigern. Weiter steigende Umsätze und nennenswerte Erträge aus der Vergabe von Direktlizenzen erwarten wir ab 2015e; erfolgreiche Entwicklungsaufträge und Referenzen durch die eigene Beschichtungsanlage sind nach u. E. ein wesentlicher Faktor für entsprechende Investitionsentscheidungen von Herstellern, Direktlizenzen zu erwerben und eigene Anlagen für das COV zu errichten oder bestehende Anlagen zu erweitern.

Break-even bzw. leichter Gewinn ab 2014e erwartet

**TABELLE 2: ANPASSUNG UNSERER SCHÄTZUNGEN (KEUR)**

2013e	neu	alt	Kommentar
Umsatz	438,0	1.605,0	Zunächst noch fehlende Lizenzerlöse und fehlende Referenzanlage durch die verzögerte Inbetriebnahme der COV-Anlage bei Impreglon
EBIT	-1.549,8	-686,4	
<b>2014e</b>			
Umsatz	2.573,3	n/a	Effiziente Beschichtung im Hochwertsegment und von Kleinserien sowie Entwicklungsaufträge am eigenen Produktionsstandort; Umsetzung einer zusätzlichen Direktlizenz an einen Hersteller
EBIT	244,5	n/a	
<b>2015e</b>			
Umsatz	3.579,0	n/a	Nennenswerte und steigende Umsätze aus der Umsetzung von zusätzlichen Direktlizenzen im Jahresverlauf.
EBIT	1.188,4	n/a	

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Unser nach Überarbeitung der Schätzungen angepasstes Kursziel beträgt EUR 23,70 (alt EUR 25,40) je Aktie basierend auf einer Anzahl von 1,1 Mio. Aktien. Der Berechnung zugrunde liegt ein standardisiertes dreistufiges DCF-Modell mit WACC von derzeit 10,9% (rf 1,3%, implizite ERP 5,1%, DRP 10,0%, EK/FK-Zielkapitalstruktur 30/70) und ein Fundamental-Beta von 3,3.

Unter der Annahme einer vollständigen Platzierung der Kapitalerhöhung ergibt sich aus der größeren Anzahl an Aktien ein Kursziel von EUR 12,10 je Aktie. Nach einem Ausbau der eigenen Produktionskapazitäten sehen wir das Risiko für unsere Schätzungen deutlich reduziert. Die adjustierten WACC von 9,4% basieren weiterhin auf einer rf von 1,3%, einer impliziten ERP 5,1%, einer DRP 10,0%, einer EK/FK-Zielkapitalstruktur von 30%/70% sowie einem angepassten Fundamental-Beta von 2,3. Darüber hinaus haben wir in einem Bull Case- bzw. einem Bear Case-Szenario alternative Umsatz- und Ertragsszenarien zugrunde gelegt. Im Bull Case-Szenario gehen wir davon aus, dass es Ropal gelingt, die stärkere finanzielle Flexibilität operativ umzusetzen das Marktpotential des COV schneller und nachhaltiger zu erschließen. Im diesem Bull Case-Szenario errechnen wir ein Kursziel von EUR 15,90, in einem Bear Case-Szenario sinkt das Kursziel auf EUR 8,70 je Aktie.

#### Bewertung anhand eines dreistufigen DCF-Modells

Die Kursentwicklung der Ropal-Aktie in den vergangenen sechs Monaten kann nur als unbefriedigend bezeichnet werden. Auf Jahressicht hat sich der Aktienkurs von EUR 14,40 auf zuletzt EUR 3,90 nahezu geviertelt. Unser nach Anpassung unserer Schätzungen adjustiertes Kursziel setzen wir auf EUR 23,70 je Aktie nach vorher EUR 25,40. Der Berechnung zugrunde liegt ein dreistufiges DCF-Modell mit WACC von derzeit 10,9% und einem Fundamental-Beta von 3,3.

Free Cashflow to the Firm wird 2015e erstmals positiv

Für die Ableitung unseres Kurszieles werden bis zum Jahr 2015e unsere detaillierten GuV- und Bilanzplanungen für Ropal zugrunde gelegt. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2026e endet und in der wir ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Umsätze von 17,9% 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 2015e erstmals positiv und erreicht 2026e seinen Höchstwert.

Für unser DCF-Modell (Pre-money) unterstellen wir ferner, dass:

- ✦ die EBIT-Marge von 33,2% in 2015e auf rund 50,0% in 2026e ansteigt. Für den anschließend beginnenden Terminal Value haben wir eine operative Marge von 30,0% unterstellt;
- ✦ der Grenzsteuersatz ab 2017e auf ein durchschnittliches Niveau von 30,4% ansteigen wird;
- ✦ die durchschnittlichen Wachstumsraten der FCF im Terminal Value bei 1,3% liegen, was dem aktuellen risikolosen Zinssatz einer zehnjährigen Bundesanleihe entspricht;
- ✦ Ropal ein Fundamental-Beta von 3,3 aufweist. In diesen Wert gehen regulatorische Risiken und Risiken aus der Wettbewerbsintensität, der Reife des Ge-

schäftsmodells und dem Diversifizierungsgrad mit jeweils 0,2, Risiken aus der Unternehmensprognose mit 0,5 und finanzielle Risiken 1,00 ein;

- ✦ Ropal einen im Zeitablauf stetig steigenden Kapitalumschlag aufweist, was sich in steigenden Reinvestitionen (Capex, Working Capital und M&A) niederschlagen wird;
- ✦ Ropal ein langfristiges Rating von B- aufweist, was im Terminal Value mit einer jährlichen Insolvenzwahrscheinlichkeit von etwa 5,0% verbunden ist;
- ✦ dass sich die aktuellen WACC aus dem risikolosen Zins von derzeit 1,3%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen und einer implizit ermittelten Risikoprämie für den Gesamtmarkt von aktuell 5,1% zusammensetzen. Auf dem aktuellen Niveau lassen sich nur grobe Annahmen über die wahrscheinlichen Risikoprämien für das Fremdkapital treffen; trotz der steigenden Ertragsentwicklung gehen wir von deutlichen Risikoprämien für das Fremdkapital von aktuell etwa 10,0% aus. Schließlich rechnen wir damit, dass Ropal eine Zielkapitalstruktur von ~70%/30% anstrebt. Damit ergeben sich WACC in Höhe von aktuell rund 10,9%.
- ✦ dass Ropal im Terminal Value Kapitalkosten haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden. Demzufolge unterstellen wir bis zum Terminal Value einen sukzessiven Rückgang der WACC von derzeit 10,9% auf dann 7,3%.

**TABELLE 3: WACC (PRE-MONEY), 2013E**

<b>Kosten Eigenkapital (nach CAPM)</b>		
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	1,3%
Beta		3,3
Implizit erwartete Risikoprämie	%	5,1%
Kosten des Eigenkapitals	%	18,1%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	30,0%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals</b>	<b>%</b>	<b>5,4%</b>
<b>Kosten Verschuldung</b>		
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	1,3%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	10,0%
Kosten des verzinslichen Fremdkapitals	%	11,3%
Steuerquote (normalisiert)	%	31,0%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	7,8%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	70,0%
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals</b>	<b>%</b>	<b>5,5%</b>
<b>WACC basierend auf Marktwerten</b>	<b>%</b>	<b>10,9%</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL

**Unser Base Case-Szenario auf der Basis von aktuell rund 1,1 Mio. Aktien (Pre-money) liegt bei EUR 23,70 je Aktie**

Dabei werden 44,3% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 55,7% aus dem in der Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

**Kurszielanpassung unter der Annahme einer vollständigen Platzierung der Kapitalerhöhung (Post-money)**

Unter der Annahme einer vollständigen Platzierung senken wir unser Kursziel auf EUR 12,10 je Aktie. Nach einem Ausbau der eigenen Produktionskapazitäten sehen wir das Risiko für unsere Schätzungen deutlich reduziert. Die adjustierten WACC von 9,4% basieren weiterhin auf einer rf von 1,3%, einer impliziten ERP 5,1%, einer DRP 10,0%, einer EK/FK-Zielkapitalstruktur von 30%/70% sowie einem angepassten Fundamental-Beta von 2,3. Ferner unterstellen wir ein verbessertes langfristiges Rating von BB-, was im Terminal Value mit einer adjustierten Insolvenzwahrscheinlichkeit von etwa 2,5% verbunden ist.

Angepasstes Kursziel von EUR 12,10 auf Basis von 2,7 Mio. Aktien nach der Kapitalerhöhung

**TABELLE 4: FUNDAMENTAL BETA VOR UND NACH ERFOLGREICHER KAPITALERHÖHUNG**

	Pre-money	Post-money	Kommentar
Diversifizierungsgrad	0,20	0,15	Lohnbeschichtung auf geplanter eigener Anlage
Wettbewerbsintensität	0,20	0,10	Markteintrittsbarrieren durch technologischen Vorsprung
Reife des Geschäftsmodells	0,20	0,20	
Regulatorische Risiken	0,20	0,20	
Finanzielle Risiken	1,00	0,50	Mittelzufluss bei vollständiger Platzierung der Kapitalerhöhung
Risiken der Unternehmensprognose	0,50	0,15	Bestehende Anfragen für Aufträge auf geplanter Anlage
Markt-Beta	1,00	1,00	
<b>Beta</b>	<b>3,30</b>	<b>2,30</b>	

QUELLE: SPHENE CAPITAL

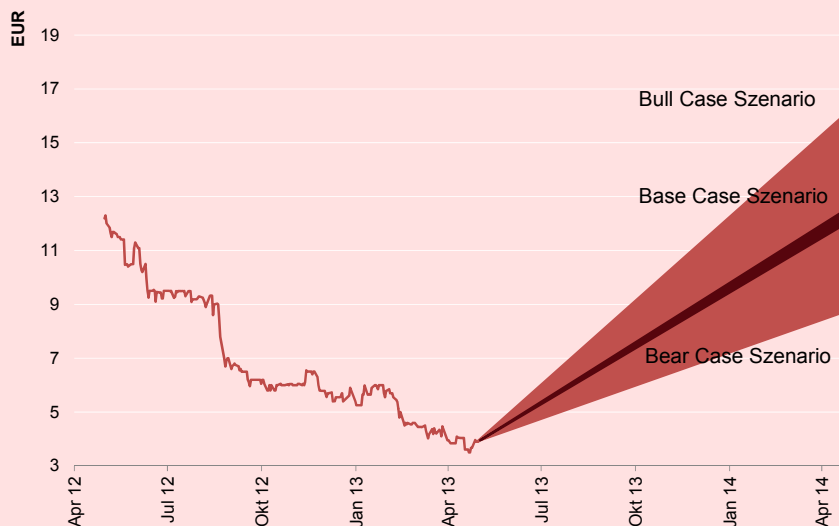
**In einem Stresstest (Post-money) betrachten wir folgende Szenarien:**

Darüber hinaus haben wir in einem Bull Case- bzw. einem Bear Case-Szenario alternative Umsatz- und Ertragsprognosen zugrunde gelegt.

✦ **Bull Case-Szenario:** Ein Bull Case-Szenario würde unseres Erachtens beispielsweise durch den Gewinn einer Reihe von Schlüsselkunden ausgelöst werden. Damit würde zum einen die Marktdurchdringung beschleunigt werden, zum anderen dürften die Einschätzungen über das zukünftige Marktpotential des Chrom-Optics Verfahrens untermauert bzw. nach oben angepasst werden. Dies würde in unserem DCF-Modell ein deutlich schnelleres Top-Line-Wachstum zur Folge haben. Darüber hinaus haben wir unterstellt, dass Ropal in diesem Fall aus der Position eines First-Movers und mit hohen Eintrittsbarrieren für Dritte die operativen Margen auch im Terminal Value behaupten kann. Dass sich die operativen Margen deutlich besser als in unserem Modell entwickeln könnten, halten wir demgegenüber für unwahrscheinlich. Vor dem Hintergrund einer bei vollständiger Platzierung der Kapitalerhöhung erheblich gestärkten finanziellen Flexibilität halten wir dieses Szenario und damit das Bull Case-Kursziel für erreichbar. In diesem Fall steigt unser Kursziel um EUR 3,80 auf EUR 15,90 je Aktie.

Im Bull Case-Szenario unterstellen wir, dass es Ropal auf der Grundlage einer durch die Kapitalerhöhung gestärkten finanziellen Flexibilität gelingt, das Marktpotential des COV schneller und nachhaltiger zu erschließen.

**ABBILDUNG 1: KURSENTWICKLUNG UND –PROGNOSE NACH KE**



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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.

✦ **Bear Case-Szenario:** In einem Bear Case-Szenario haben wir die im Terminal Value geltende EBIT-Marge von 30,0% um 15 Prozentpunkte auf 15,0% halbiert. Dabei unterstellen wir, dass aufgrund des technischen Fortschritts höhere Investitionserfordernisse in F&E gegeben sein werden. Um sämtliche

Im Bull Case-Szenario unterstellen wir, dass es Ropal auf der Grundlage einer durch die Kapitalerhöhung gestärkten finanziellen Flexi-

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 spiegelt die Verwerfungen wider, die zusätzliche F&E-Investitionen auslösen würden. In diesem Fall sinkt der Unternehmenswert von Ropal auf EUR 8,70 je Aktie.

bilität gelingt, das Marktpotential des COV schneller und nachhaltiger zu erschließen.

### Katalysatoren für die Kursentwicklung

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 eines wichtigen Schlüsselkunden, z. B. Takata, zugunsten einer COV-Inhouse-Anlage und -Lizenz, sowie (3) Meldungen über neue Lizenzvereinbarungen in den bisherigen Zielbranchen bzw. die Gewinnung neuer Lizenzkunden aus dem Ausland und neuen Industriezweigen.

Katalysatoren

### Strengere Umweltauflagen und ein wachsendes Verbraucherbewusstsein üben einen ständigen Druck auf die Industrie aus, den Einsatz von Schwermetallen und gefährlichen Stoffen auf allen Produktionsstufen neu zu bewerten

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 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 die Industrie darüber hinaus dazu, Substitute anzustreben.

Chrom-Optics die langfristig umweltschonende Alternative

**TABELLE 5: ÜBERBLICK ÜBER DIE BISHERIGEN KAPITALMASSNAHMEN**

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

### Kurzbeschreibung des Unternehmens

Die Schätzungen für das Marktvolumen der „Oberflächenveredelungen und Wärmebehandlung“ in Deutschland liegen je nach Quelle zwischen EUR 7,1 Mrd. (Umsatzsteuerstatistik, 2010 laut Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V.) und EUR 10,0 Mrd. (DGO, Deutsche Gesellschaft für Galvano- und Oberflächentechnik); der Umsatzanteil dekorativer galvanischer Verfahren beträgt rund 30% und damit etwa EUR 2,1 Mrd. Nach einem industriellen Durchbruch könnte Ropal nach unserer Einschätzung nichts weniger gelingen als eine teilweise Substitution der dekorativen 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, zumal auch weniger giftige Verfahren unter Einsatz von Chrom(III) zum Teil erhebliche Produktnachteile aufweisen (u.a. keine konstante Farbgebung, Nachdunkeln, Fingerabdrücke und verringerter Korrosionsschutz).

Ropal gliedert sich bisher in die zwei Geschäftsbereiche Lizenzen – Vermarktung des Patents und der Marke Chrom-Optics, Vergabe von Lizenzen an Lohn-

beschichtungsunternehmen – und Anlagenverkauf – Vermittlung von Anlagen für das Chrom-Optics Verfahren (herstellerunabhängig); darüber hinaus sollen zukünftig neben den bisherigen Entwicklungsaufträgen auch Lohnbeschichtungen im Hochwertsegment und von Kleinserien auf der geplanten eigenen Anlage durchgeführt werden.



## Gewinn- und Verlustrechnung

Hinweis: alle Schätzungen verstehen sich Post-money nach vollständiger Platzierung der Kapitalerhöhung

		2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>KEUR</b>	<b>58,5</b>	<b>148,8</b>	<b>404,3</b>	<b>438,0</b>	<b>2.573,3</b>	<b>3.579,0</b>
YoY	%	-14,5%	154,4%	171,8%	8,3%	487,5%	39,1%
Materialaufwand	KEUR	-10,7	-97,4	-70,6	-85,5	-452,0	-537,3
In % vom Konzernumsatz	%	-18,2%	-65,5%	-17,5%	-19,5%	-17,6%	-15,0%
<b>Rohrertrag</b>	<b>KEUR</b>	<b>47,8</b>	<b>51,3</b>	<b>333,7</b>	<b>352,5</b>	<b>2.121,3</b>	<b>3.041,7</b>
In % vom Konzernumsatz	%	81,8%	34,5%	82,5%	80,5%	82,4%	85,0%
Sonstige betriebliche Erträge	KEUR	54,7	53,4	596,7	0,0	0,0	0,0
Selbst erstellte immaterielle Vermögenswerte	KEUR	33,3	55,0	105,5	0,0	0,0	0,0
Personalaufwand	KEUR	-321,1	-338,3	-439,1	-440,8	-567,1	-649,1
In % vom Konzernumsatz	%	-549,3%	-227,4%	-108,6%	-100,6%	-22,0%	-18,1%
Zuführung für Abfindungen	KEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Löhne, Gehälter, soziale Abgaben	KEUR	-321,1	-338,3	-439,1	-440,8	-567,1	-649,1
Abschreibungen	KEUR	-383,2	-469,7	-364,6	-481,3	-607,6	-621,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	KEUR	-2.053,0	-932,9	-1.488,3	-980,2	-702,1	-582,4
In % vom Konzernumsatz	%	n/a	-627,1%	-368,1%	-223,8%	-27,3%	-16,3%
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>KEUR</b>	<b>-2.621,6</b>	<b>-1.581,1</b>	<b>-1.256,0</b>	<b>-1.549,8</b>	<b>244,5</b>	<b>1.188,4</b>
EBIT-Marge	%	n/a	n/a	-310,7%	-353,8%	9,5%	33,2%
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	KEUR	18,7	1,9	9,0	30,6	36,0	36,0
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	KEUR	-44,0	-36,3	-151,4	-100,0	0,0	0,0
Nettozinsergebnis	KEUR	-25,3	-34,4	-142,4	-69,4	36,0	36,0
<b>Ergebnis vor Ertragssteuern (EBT)</b>	<b>KEUR</b>	<b>-2.647,0</b>	<b>-1.615,5</b>	<b>-1.398,4</b>	<b>-1.619,3</b>	<b>280,5</b>	<b>1.224,4</b>
Ertragssteuern	KEUR	-57,1	-44,0	-88,3	-97,2	-42,1	-183,7
In % Steuerquote	%	2,2%	2,7%	6,3%	6,0%	-15,0%	-15,0%
Ergebnis fortgeführter Geschäftsbereiche	KEUR	-2.704,1	-1.659,5	-1.486,7	-1.716,4	238,4	1.040,7
Ergebnis nicht fortgeführter Geschäftsbereiche	KEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laufender Verlust des Geschäftsbereiches	KEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn Veräußerung des Geschäftsbereiches	KEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Konzernergebnis</b>	<b>KEUR</b>	<b>-2.704,1</b>	<b>-1.659,5</b>	<b>-1.486,7</b>	<b>-1.716,4</b>	<b>238,4</b>	<b>1.040,7</b>
Netto-Marge	%	n/a	n/a	-367,7%	-391,9%	9,3%	29,1%
Anzahl der Aktien	K	6.522,6	885,2	1.017,5	2.044,1	2.725,5	2.725,5
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,41</b>	<b>-1,87</b>	<b>-1,46</b>	<b>-0,84</b>	<b>0,09</b>	<b>0,38</b>
Ergebnis je Aktie fortgeführte Geschäftsbereiche	EUR	-0,41	-1,87	-1,46	-0,84	0,09	0,38

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz

Hinweis: Schätzungen verstehen sich Post-money nach vollständiger Platzierung der Kapitalerhöhung

		2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>kEUR</b>	<b>3.170,4</b>	<b>2.727,8</b>	<b>2.398,8</b>	<b>5.634,4</b>	<b>5.244,7</b>	<b>4.741,2</b>
Immaterielle Vermögenswerte	kEUR	1.173,8	1.092,2	1.159,4	1.116,5	1.067,5	1.018,5
Sachanlagen	kEUR	1.149,2	815,6	491,1	3.752,3	3.393,7	2.920,8
Langfristige finanzielle Vermögenswerte	kEUR	170,0	170,0	170,0	170,0	170,0	170,0
Latente Ertragssteuerforderungen	kEUR	677,4	649,9	578,2	595,6	613,4	631,9
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>kEUR</b>	<b>1.702,0</b>	<b>877,6</b>	<b>524,7</b>	<b>1.286,0</b>	<b>1.933,7</b>	<b>3.498,4</b>
Vorräte	kEUR	21,5	14,4	19,8	20,3	117,1	159,6
Forderungen Lieferungen & Leist.	kEUR	646,0	644,5	150,0	153,0	156,0	159,2
Laufende Ertragssteuerforderungen	kEUR	0,4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	kEUR	196,4	189,5	169,0	177,4	186,3	195,6
Liquide Mittel	kEUR	837,7	28,9	186,0	935,3	1.474,3	2.984,1
<b>Gesamt Aktiva</b>	<b>kEUR</b>	<b>4.872,3</b>	<b>3.605,4</b>	<b>2.923,5</b>	<b>6.920,4</b>	<b>7.178,4</b>	<b>8.239,6</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>kEUR</b>	<b>1.387,0</b>	<b>329,3</b>	<b>339,4</b>	<b>5.981,9</b>	<b>6.220,3</b>	<b>7.261,0</b>
Gezeichnetes Kapital	kEUR	6.890,4	913,5	1.090,2	2.725,5	2.725,5	2.725,5
Kapitalrücklage	kEUR	-5.158,1	-4.705,2	-3.384,9	2.338,6	2.338,6	2.338,6
Noch nicht verwendete Ergebnisse	kEUR	-6.925,7	-8.584,8	-10.071,6	-11.788,0	-11.549,6	-10.508,9
Sonstiges Eigenkapital	kEUR	6.580,4	12.705,7	12.705,7	12.705,7	12.705,7	12.705,7
<b>Langfristige Schulden</b>	<b>kEUR</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Ertragssteuerschulden	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristige Schulden</b>	<b>kEUR</b>	<b>3.485,3</b>	<b>3.276,1</b>	<b>2.584,1</b>	<b>938,5</b>	<b>958,1</b>	<b>978,6</b>
Rückstellungen	kEUR	1.044,0	944,0	317,2	317,2	317,2	317,2
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	kEUR	672,9	459,4	408,8	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten Lieferungen & Leist.	kEUR	1.114,1	492,7	372,7	391,3	410,9	431,4
Laufende Ertragssteuerschulden	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	kEUR	654,3	1.380,0	1.485,4	230,0	230,0	230,0
<b>Gesamt Passiva</b>	<b>kEUR</b>	<b>4.872,3</b>	<b>3.605,4</b>	<b>2.923,5</b>	<b>6.920,4</b>	<b>7.178,4</b>	<b>8.239,6</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz (Normalisierte Fassung)

Hinweis: alle Schätzungen verstehen sich Post-money nach vollständiger Platzierung der Kapitalerhöhung

		2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	%	<b>65,1%</b>	<b>75,7%</b>	<b>82,1%</b>	<b>81,4%</b>	<b>73,1%</b>	<b>57,5%</b>
Immaterielle Vermögenswerte	%	24,1%	30,3%	39,7%	16,1%	14,9%	12,4%
Sachanlagen	%	23,6%	22,6%	16,8%	54,2%	47,3%	35,4%
Langfristige finanzielle Vermögenswerte	%	3,5%	4,7%	5,8%	2,5%	2,4%	2,1%
Latente Ertragssteuerforderungen	%	13,9%	18,0%	19,8%	8,6%	8,5%	7,7%
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	%	<b>34,9%</b>	<b>24,3%</b>	<b>17,9%</b>	<b>18,6%</b>	<b>26,9%</b>	<b>42,5%</b>
Vorräte	%	0,4%	0,4%	0,7%	0,3%	1,6%	1,9%
Forderungen Lieferungen & Leist.	%	13,3%	17,9%	5,1%	2,2%	2,2%	1,9%
Laufende Ertragssteuerforderungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	%	4,0%	5,3%	5,8%	2,6%	2,6%	2,4%
Liquide Mittel	%	17,2%	0,8%	6,4%	13,5%	20,5%	36,2%
<b>Gesamt Aktiva</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>28,5%</b>	<b>9,1%</b>	<b>11,6%</b>	<b>86,4%</b>	<b>86,7%</b>	<b>88,1%</b>
Gezeichnetes Kapital	%	141,4%	25,3%	37,3%	39,4%	38,0%	33,1%
Kapitalrücklage	%	-105,9%	-130,5%	-115,8%	33,8%	32,6%	28,4%
Noch nicht verwendete Ergebnisse	%	-142,1%	-238,1%	-344,5%	-170,3%	-160,9%	-127,5%
Sonstiges Eigenkapital	%	135,1%	352,4%	434,6%	183,6%	177,0%	154,2%
<b>Langfristige Schulden</b>	%	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Latente Ertragssteuerschulden	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Kurzfristige Schulden</b>	%	<b>71,5%</b>	<b>90,9%</b>	<b>88,4%</b>	<b>13,6%</b>	<b>13,3%</b>	<b>11,9%</b>
Rückstellungen	%	21,4%	26,2%	10,8%	4,6%	4,4%	3,8%
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	%	13,8%	12,7%	14,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten Lieferungen & Leist.	%	22,9%	13,7%	12,7%	5,7%	5,7%	5,2%
Laufende Ertragssteuerschulden	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	13,4%	38,3%	50,8%	3,3%	3,2%	2,8%
<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

Hinweis: alle Schätzungen verstehen sich Post-money nach vollständiger Platzierung der Kapitalerhöhung

		2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Konzernergebnis	kEUR	-2.704,1	-1.659,5	-1.486,7	-1.716,4	238,4	1.040,7
Planmäßige Abschreibungen	kEUR	383,2	469,7	364,6	481,3	607,6	621,9
Gewinn Verkauf nicht fortgeführter Geschäftsbereich	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wertminderungen auf Forderungen	kEUR	570,0	9,2	42,7	0,0	0,0	0,0
Veränderung der Rückstellungen	kEUR	100,0	-100,0	-626,8	0,0	0,0	0,0
Veränderung der latenten Steuern	kEUR	49,9	27,4	71,7	-17,3	-17,9	-18,4
Veränderung der Vorräte, Forderungen u. a. Aktiva	kEUR	-294,2	6,4	467,3	-12,0	-108,7	-54,9
Veränderung der Verbindlichkeiten u. a. Passiva	kEUR	332,9	104,3	-14,6	-1.236,8	19,6	20,5
Bereinigungen	kEUR	554,4	-37,3	-34,8	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>kEUR</b>	<b>-1.008,0</b>	<b>-1.176,9</b>	<b>-1.216,7</b>	<b>-2.501,3</b>	<b>739,0</b>	<b>1.609,8</b>
Investitionen in immaterielles Vermögen	kEUR	-33,0	-55,0	-105,5	42,9	49,0	49,0
Investitionen in Sachanlagen	kEUR	-12,0	0,0	-2,0	-3.742,5	-249,0	-149,0
Investitionen in Finanzanlagen	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in kurzfristige Darlehen	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einzahlungen aus Rückzahlung kurzfristiger Darlehen	kEUR	-272,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bereinigungen	kEUR	0,2	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>kEUR</b>	<b>-317,7</b>	<b>-54,5</b>	<b>-107,3</b>	<b>-3.699,6</b>	<b>-200,0</b>	<b>-100,0</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>kEUR</b>	<b>-1.325,7</b>	<b>-1.231,4</b>	<b>-1.324,0</b>	<b>-6.200,8</b>	<b>539,0</b>	<b>1.509,8</b>
Einzahlungen aus Barkapitalerhöhungen	kEUR	1.005,0	501,1	1.531,8	7.358,9	0,0	0,0
Einzahlungen Aufnahme Finanzverbindlichkeiten	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen aus Tilgung von Finanzverbindlichkeiten	kEUR	407,9	-213,4	-50,7	-408,8	0,0	0,0
Bereinigungen	kEUR	15,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>kEUR</b>	<b>1.428,7</b>	<b>425,2</b>	<b>1.481,1</b>	<b>6.950,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Zahlungswirksame Veränderung liquide Mittel	kEUR	103,0	-809,1	157,1	749,3	539,0	1.509,8
Liquide Mittel am Anfang der Periode	kEUR	734,7	838,1	28,9	186,0	935,3	1.474,3
<b>Liquide Mittel am Ende der Periode</b>	<b>kEUR</b>	<b>837,7</b>	<b>28,9</b>	<b>186,0</b>	<b>935,3</b>	<b>1.474,3</b>	<b>2.984,1</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

## DCF-Modell

Hinweis: alle Schätzungen verstehen sich Post-money nach vollständiger Platzierung der Kapitalerhöhung

		2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TV
<b>Nettoerlöse</b>	<b>KEUR</b>	<b>438</b>	<b>2.573</b>	<b>3.579</b>	<b>5.175</b>	<b>7.022</b>	<b>9.027</b>	<b>11.088</b>	<b>13.114</b>	<b>15.031</b>	<b>16.788</b>	<b>18.359</b>	<b>19.733</b>	<b>20.914</b>	<b>21.916</b>	<b>22.201</b>
YoY	%	8%	488%	39%	45%	36%	29%	23%	18%	15%	12%	9%	7%	6%	5%	1%
<b>EBIT</b>	<b>KEUR</b>	<b>-1.550</b>	<b>245</b>	<b>1.188</b>	<b>2.632</b>	<b>3.578</b>	<b>4.609</b>	<b>5.673</b>	<b>6.722</b>	<b>7.720</b>	<b>8.639</b>	<b>9.466</b>	<b>10.194</b>	<b>10.825</b>	<b>11.365</b>	<b>6.660</b>
in % der Umsätze	%	-354%	10%	33%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	52%	52%	52%	52%	30%
Steuerquote (τ)	%	6%	-15%	-15%	-15%	-30%	-30%	-30%	-30%	-30%	-30%	-30%	-30%	-30%	-30%	-30%
<b>EBIT(1-τ)</b>	<b>KEUR</b>	<b>-1.643</b>	<b>208</b>	<b>1.010</b>	<b>2.237</b>	<b>2.491</b>	<b>3.208</b>	<b>3.948</b>	<b>4.679</b>	<b>5.373</b>	<b>6.013</b>	<b>6.588</b>	<b>7.095</b>	<b>7.534</b>	<b>7.910</b>	<b>4.635</b>
Investitionen	KEUR	-3.700	-200	-100	-100	-369	-561	-835	-1.168	-1.458	-1.580	-1.522	-1.364	-1.180	-1.002	-201
FCFF	KEUR	-5.342	8	910	2.137	2.121	2.647	3.113	3.511	3.915	4.433	5.067	5.730	6.354	6.909	4.435
Investiertes Kapital	KEUR	5.047	4.746	4.846	4.946	5.315	5.877	6.711	7.879	9.337	10.917	12.438	0	0	0	0
ROCE	%	-33%	4%	21%	45%	47%	55%	59%	59%	58%	55%	53%	0%	0%	0%	30%
WACC	%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,2%	9,1%	9,0%	8,9%	8,8%	8,6%	8,5%	8,4%	8,3%	8,2%	7,3%
PV (FCFF)	KEUR	-4.379	6	624	1.339	1.217	1.391	1.501	1.555	1.594	1.661	1.750	1.826	1.870	1.880	
Terminal Cashflow	KEUR	4.435														
Terminal Cost of Capital	%	7,3%														
Insolvenzwahrscheinlichkeit im TV	%	2,5%														
Terminal Value	KEUR	50.868														
PV(Terminal Value)	KEUR	17.569														
PV(CF der Grobplanung)	KEUR	13.834														
<b>Summe der Barwerte</b>	<b>KEUR</b>	<b>31.403</b>														
Zinstragende Verbindlichkeiten	KEUR	0														
Cash	KEUR	1.474														
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>KEUR</b>	<b>32.878</b>														
Anzahl ausstehender Aktien	mn	2.726														
<b>Wert je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>12,10</b>														

		CAGR Umsatz							
		EUR	0,7%	0,9%	1,1%	1,3%	1,5%	1,7%	1,9%
<b>TV</b>	<b>EBIT-</b>	<b>15,0%</b>	8,70	8,70	8,80	8,80	8,90	9,00	9,00
	<b>Marge</b>	<b>20,0%</b>	9,70	9,80	9,80	9,90	10,00	10,10	10,20
		<b>25,0%</b>	10,70	10,80	10,90	11,00	11,10	11,20	11,30
		<b>30,0%</b>	11,70	11,80	11,90	<b>12,10</b>	12,20	12,30	12,40
		<b>35,0%</b>	12,70	12,90	13,00	13,10	13,30	13,40	13,60
		<b>40,0%</b>	13,80	13,90	14,10	14,20	14,40	14,50	14,70
		<b>45,0%</b>	14,80	14,90	15,10	15,30	15,50	15,70	15,90

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Auf einen Blick I (Alle Schätzungen nach vollständiger Platzierung der Kapitalerhöhung)

Key Data		2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	kEUR	68,4	58,5	148,8	404,3	438,0	2.573,3	3.579,0
Rohrertrag	kEUR	-371,3	47,8	51,3	333,7	352,5	2.121,3	3.041,7
EBITDA	kEUR	-8.215,8	-2.238,4	-1.111,4	-891,4	-1.068,5	852,1	1.810,2
EBIT	kEUR	-8.733,0	-2.621,6	-1.581,1	-1.256,0	-1.549,8	244,5	1.188,4
EBT	kEUR	-8.742,4	-2.647,0	-1.615,5	-1.398,4	-1.619,3	280,5	1.224,4
Nettoergebnis	kEUR	-7.207,0	-2.704,1	-1.659,5	-1.486,7	-1.716,4	238,4	1.040,7
Anzahl Mitarbeiter		4	6	7	8	8	10	11
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	9,54	3,79	20,80	15,50			
Kurs Tief	EUR	1,95	1,50	7,67	5,40			
Kurs Durchschnitt	EUR	5,17	2,55	12,26	9,61			
Schlusskurs	EUR	3,09	2,79	10,90	5,90	n/a	n/a	n/a
EPS	EUR	-1,33	-0,41	-1,87	-1,46	-0,84	0,09	0,38
BVPS	EUR	0,53	0,21	0,37	0,33	2,93	2,28	2,66
CFPS	EUR	-0,70	-0,15	-1,33	-1,20	-1,22	0,27	0,59
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>								
EBITDA-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	33,1%	50,6%
EBIT-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	9,5%	33,2%
EBT-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	10,9%	34,2%
Netto-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	9,3%	29,1%
FCF-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	20,9%	42,2%
ROE	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3,8%	14,3%
NWC/Umsatz	%	-12,5%	-934,4%	323,8%	-60,8%	-61,8%	-6,5%	-3,7%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	17,1	9,7	21,3	50,5	54,8	257,3	325,4
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	-2.183,3	-436,9	-225,9	-157,0	-193,7	24,5	108,0
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	-99,2%	-14,5%	154,4%	171,8%	8,3%	487,5%	39,1%
Rohrertrag	%	-106,2%	-112,9%	7,4%	550,1%	5,6%	501,8%	43,4%
EBITDA	%	n/a	-72,8%	-50,3%	-19,8%	19,9%	n/a	112,4%
EBIT	%	n/a	-70,0%	-39,7%	-20,6%	23,4%	n/a	386,0%
EBT	%	n/a	-69,7%	-39,0%	-13,4%	15,8%	n/a	336,5%
Nettoergebnis	%	n/a	-62,5%	-38,6%	-10,4%	15,5%	n/a	336,5%
EPS	%	n/a	-68,8%	352,2%	-22,1%	-42,5%	n/a	336,5%
CFPS	%	n/a	-77,9%	760,3%	-10,1%	2,3%	n/a	117,8%
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	kEUR	1.477,0	1.149,2	815,6	491,1	3.752,3	3.393,7	2.920,8
Umlaufvermögen	kEUR	1.874,8	1.702,0	877,6	524,7	1.286,0	1.933,7	3.498,4
Eigenkapital	kEUR	3.086,1	1.387,0	329,3	339,4	5.981,9	6.220,3	7.261,0
Verbindlichkeiten	kEUR	2.644,6	3.485,3	3.276,1	2.584,1	938,5	958,1	978,6
EK-Quote	%	53,9%	28,5%	9,1%	11,6%	86,4%	86,7%	88,1%
Gearing	%	85,7%	251,3%	994,9%	761,3%	15,7%	15,4%	13,5%
Working Capital	kEUR	46,3	-446,7	166,2	-202,9	-218,0	-137,7	-112,7
Capital Employed	kEUR	2.707,7	1.876,3	2.074,1	1.447,6	4.650,8	4.323,5	3.826,7
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Auf einen Blick II (Alle Schätzungen nach vollständiger Platzierung der Kapitalerhöhung)

Enterprise Value		2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Anzahl Aktien	Mio.	5,9	6,5	1,0	1,0	2,0	2,7	2,7
MK Hoch	kEUR	56.029,3	24.720,8	21.164,4	15.771,5	n/a	n/a	n/a
MK Tief	kEUR	11.452,5	9.783,9	7.804,4	5.494,6	n/a	n/a	n/a
MK Durchschnitt	kEUR	30.363,9	16.632,7	12.474,8	9.778,3	n/a	n/a	n/a
MK Schlusskurs	kEUR	18.147,9	18.198,1	11.090,9	6.003,4	n/a	n/a	n/a
Nettoverschuldung	kEUR	-469,7	-164,8	430,5	222,7	-935,3	-1.474,3	-2.984,1
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	467,3	170,0	170,0	170,0	170,0	170,0	170,0
EV Hoch	kEUR	56.026,9	24.725,9	21.764,9	16.164,3	n/a	n/a	n/a
EV Tief	kEUR	11.450,1	9.789,1	8.404,9	5.887,3	n/a	n/a	n/a
EV Durchschnitt	kEUR	30.361,4	16.637,9	13.075,3	10.171,1	n/a	n/a	n/a
EV Schlusskurs	kEUR	18.145,4	18.203,3	11.691,5	6.396,1	n/a	n/a	n/a
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	819,20	422,93	146,31	39,98	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	167,42	167,44	56,50	14,56	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	443,93	284,59	87,90	25,16	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	265,31	311,36	78,59	15,82	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KBV	x	5,9	13,1	29,3	17,7	n/a	n/a	n/a
KCF	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
FCF-Yield	%	-16,1%	-7,3%	-11,1%	-22,1%	n/a	n/a	n/a
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	n/a	n/a	n/a
<b>Cashflow</b>								
Operativer Cashflow	kEUR	-4.100,5	-1.008,0	-1.176,9	-1.216,7	-2.501,3	739,0	1.609,8
Investiver Cashflow	kEUR	1.172,2	-317,7	-54,5	-107,3	-3.699,6	-200,0	-100,0
Free Cashflow	kEUR	-2.928,4	-1.325,7	-1.231,4	-1.324,0	-6.200,8	539,0	1.509,8
Finanz-Cashflow	kEUR	1.734,5	1.428,7	425,2	1.481,1	6.950,1	0,0	0,0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.



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. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.

**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:

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
03.05.2013	EUR 23,70 (adjustiert um Kapitalerhöhung EUR 12,10)	Buy	1, 2, 8
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

Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen entsprechen den Ansichten des Erstellers dieser Studie. Die Vergütung des Erstellers einer Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen.