

IPO-Research Envio AG



Trust Research
GmbH

INHALTSVERZEICHNIS

ANZEIGE GEMÄß FINANV	1
ECKDATEN	2
UNTERNEHMENSPORTRAIT	3
Öffentliches Verkaufsangebot (IPO)	3
Geschäftsmodell	4
Konzernstruktur der Envio-Gruppe	5
Aktionärsstruktur vor und nach IPO	6
Geschäftsentwicklung und künftige Strategie	7
BRANCHENANALYSE	8
Historie der PCB-Produktion und Entsorgungszeitplan	8
Marktentwicklung und Wettbewerbschancen	9
Marktstellung der Envio-Gruppe und Wettbewerber	10
SWOT-ANALYSE	11
FUNDAMENTALANALYSE	12
Gewinn- und Verlustrechnung	12
Bilanz	13
BEWERTUNG	14
FAZIT	16
DISCLAIMER	17

ANZEIGE GEMÄß FINANV

[VERORDNUNG ÜBER DIE ANALYSE VON FINANZINSTRUMENTEN VOM 17.12.2004]

Interessenkonflikte:

Die TRUST RESEARCH GMBH oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen

1. hält keine Wertpapiere des untersuchten Unternehmens.
2. war nicht an der Emission von Wertpapieren des untersuchten Unternehmens beteiligt.
3. unterhält vertragliche Beziehungen mit dem untersuchten Unternehmen für die Erstellung von Analysen.

Das untersuchte Unternehmen ist nicht an der TRUST RESEARCH GMBH beteiligt.

Anlageurteile:

Kaufen: Die Aktie des untersuchten Unternehmens sollte nach unserer Einschätzung innerhalb der nächsten 6 Monate einen Wertzuwachs von mindestens 15% über den Wert zum Analysedatum verzeichnen.

Halten: Die Aktie des untersuchten Unternehmens sollte nach unserer Einschätzung innerhalb der nächsten 6 Monate einen Wertzuwachs von 0% bis 15% über den Wert zum Analysedatum verzeichnen.

Verkaufen: Die Aktie des untersuchten Unternehmens sollte nach unserer Einschätzung innerhalb der nächsten 6 Monate einen Wertverfall zum Analysedatum verzeichnen.

Angaben über Verfasser und Verantwortliche:

Verfasser vorliegender Studie: Volker van Beek, Analyst TRUST RESEARCH GMBH

Verantwortliches Unternehmen: TRUST RESEARCH GMBH, Innere Wiener Str. 11A, 81667 München

Zusätzliche Angaben:

Publikation: Erstveröffentlichung

Datum der Erstveröffentlichung: 06. September 2007

Datum der Kursdaten: k.A.

Vorgesehene Aktualisierungen: k.A.

Sonstiges: Die Studie wurde dem Unternehmen zur Durchsicht vorgelegt.

ECKDATEN

Stammdaten

Name der Gesellschaft	Envio AG
Sitz der Gesellschaft	Kanalstr. 25, 44147 Dortmund
Handelsregisternummer	HRB 20448 Amtsgericht Dortmund
Telefon	+49 231 9982 200
Fax	+49 231 9982 202
URL	www.envio-group.com
Geschäftsjahresende	31.12.
Grundkapital vor IPO	6.156.870,00 €, eingeteilt in 6.156.870 Stückaktien
Grundkapital nach IPO	7.696.088,00 €, eingeteilt in 7.696.088 Stückaktien
Gründungsjahr	Envio AG: 2007; [Envio Germany GmbH & Co. KG: 2003]

Unternehmensleitung

Vorstand	Dr.-Ing. Dirk Neupert Christoph Harks
Aufsichtsrat	Dr. Tatjana Hancke (Vorsitz) Prof. Dr. Thomas Hartkopf Marco Romswinkel

Informationen zum IPO

Zeichnungsfrist	September 2007
Erstnotiz	September 2007
Preisbildung	Bookbuilding
Emissionsvolumen (aus Kapitalerhöhung)	Bis zu 1.539.218 Stück
Green Shoe (Mehrzuteilungsoption)	Bis zu 153.922 Stück
Gesamtes Emissionsvolumen	Bis zu 1.693.140 Stück
Lock-up Altaktionäre	12 Monate
Emissionsbank / Konsortialführer	quirin bank AG

Wertpapierhandel

Wertpapierkennnummer / ISIN	A0N4P1 / DE000A0N4P19
Börsensegment	Open Market (Entry Standard) der FWB®
Börsenkürzel	EIO
Instrumentenart (Gattung)	Nennwertlose Inhaber-Stammaktien (Stückaktien)
Streubesitz (nach vollst. Emission)	22%
Designated Sponsor	Close Brothers Seydler AG

UNTERNEHMENS PORTRAIT

Die Envio-Gruppe ist ein seit 2003 tätiger Spezialist im Bereich Entsorgung von Gefahrenstoffen mit Schwerpunkt auf polychlorierte Biphenyle (PCBs). Sie ist aus einem MBO der „ABB Environmental Services“ und dessen Übernahme durch die heutige Gruppengesellschaft Envio *Germany* GmbH & Co. KG im Jahr 2004 entstanden. Im Jahr 2006 folgte die Gründung einer spanischen Gruppengesellschaft (Envio *Servicios Ambientales S.L.S.Com.*) sowie in 2007 die Gründung der Envio *Recycling* GmbH & Co. KG und der Envio *Korea* Co. Ltd. Schließlich wurde die Envio AG, die als Finanzholding der Envio-Gruppe fungiert, am 19.04.2007 gegründet und mit Wirkung vom 04.06.2007 in das Handelsregister des Amtsgerichtes Dortmund eingetragen. Aufgabe der Envio AG ist es, die Unternehmensstrategie für die gesamte Gruppe festzulegen und zu steuern. Zum Halbjahr 2007 beschäftigte die Envio-Gruppe insgesamt 17 Personen, einschließlich des Vorstandes. Für September 2007 plant die Envio AG den Börsengang im Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse und unterbreitet aus diesem Anlass ein öffentliches Verkaufsangebot (IPO).

Öffentliches Verkaufsangebot (IPO)

Das öffentliche Angebot erstreckt sich auf bis zu 1.693.140 Inhaber-Stammaktien ohne Nennbetrag (Stückaktien) mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von je 1,00 €. Davon stammen bis zu 1.593.218 Aktien aus einer Kapitalerhöhung gegen Bareinlage (HV-Beschluss vom 28.07.2007), während bis zu 153.922 Aktien aus der Mehrzuteilungsoption der Altaktionäre (Greenshoe) resultieren. Sämtliche Aktien sind für das Rumpfgeschäftsjahr 2007 voll gewinnanteilsberechtig. Bei vollumfänglicher Durchführung des öffentlichen Angebots erhöht sich das aktuelle Grundkapital der Gesellschaft i.H.v. 6.156.870 € auf 7.696.088 €. Die Notierungsaufnahme der Aktien der Envio AG in den Entry Standard des Open Market der FWB® ist für Mitte September vorgesehen. Für sämtliche Altaktionäre gilt eine Lock-Up-Frist von 12 Monaten nach Notierungsaufnahme. Zudem hat sich die Envio AG gegenüber der quirin bank AG für sechs Monate verpflichtet, ohne deren vorheriger Zustimmung keine Kapitalmaßnahmen anzukündigen, durchzuführen oder der Hauptversammlung vorzuschlagen.

Den Emissionserlös wird die Gesellschaft für den Aufbau der Tochtergesellschaft in Südkorea (Bau einer PCB-Behandlungsanlage), für die Erweiterung des Standortes Dortmund sowie für die strategische Weiterentwicklung der Envio-Gruppe (z.B. Aufbau neuer Geschäftsfelder) verwenden.

Zusammenfassung	
Angebote Aktien aus Kapitalerhöhung	1.593.218 Stück
Angebote Aktien aus Mehrzuteilungsoption	153.922 Stück
Angebote Aktien insgesamt	1.693.140 Stück
Rechnerischer Nennwert je Aktie am Grundkapital	1,00 €
Mindestzeichnung	100 Angebotsaktien
Freefloat nach vollständiger Platzierung	22%

Quelle: Envio AG

Geschäftsmodell

Envio ist ein Spezialist für die Entsorgung von Gefahrenstoffen mit Fokus auf PCBs und bietet umfassende Dienstleistungen im Umweltsektor an. Als Kernkompetenzen Envio-Gruppe ist die (1) Verwertung von Verteil- und Leistungstransformatoren, die (2) Dekontamination PCB-haltiger Transformatoren und Kondensatoren sowie die (3) Sanierung und der Rückbau von Industrieanlagen anzusehen. Das Unternehmen verfügt aufgrund der Abspaltung aus der ABB-Gruppe über einen mehr als 20-jährigen Erfahrungsschatz.

Für die Entsorgung und Verwertung von PCB-haltigen elektrischen Geräten hat Envio eine eigene Technologie (LTR²-Technologie¹) entwickelt, die nach Unternehmensangaben weltweit zu den sichersten und fortschrittlichsten Entsorgungsverfahren in diesem Bereich zählt. Mehr als 15.000 Transformatoren hat Envio bereits mit dieser Technologie erfolgreich dekontaminiert. Daneben wurde von der Gesellschaft etwa die gleiche Anzahl von hoch PCB-belasteten Transformatoren zerlegt, dekontaminiert und als Sekundärrohstoffe (z.B. Kupfer) zurück gewonnen. Letztere werden dem Rohstoffkreislauf wieder zu geführt, wodurch eine weitere Einnahmequelle für die Envio-Gruppe entsteht. Nachfolgend werden die Geschäftsfelder der Envio-Gruppe erläutert:

(1) Verwertung von Transformatoren

Envio bietet eine Rücknahme und fachgerechte Verwertung von Alt-Transformatoren (PCB-frei) zu vergleichsweise günstigen Konditionen an. Das Unternehmen ist nach ISO 9001:2000 und 14001:2004 zertifiziert und erfüllt somit hohe Qualitäts- und Umweltstandards, die denen der Dekontamination von PCB-haltigen Geräten nicht nachstehen. Daneben offeriert das Unternehmen auch die Rücknahme und Entsorgung anderer Altgeräte und Industrieabfälle, wie bspw. Kondensatoren. Auch für Sanierungs- und Demontearbeiten ist Envio ein kompetenter Anbieter und kann auf große Energieversorgungs- und Industrieunternehmen als Referenzen verweisen.

(2) Dekontaminierung PCB-haltiger elektrischer Geräte

In diesem Geschäftsfeld bietet Envio seinen Kunden die Dekontaminierung von Transformatoren und Kondensatoren an. Diese wurden in der Vergangenheit häufig mit PCB-haltigen Isolierflüssigkeiten befüllt und sind gemäß variierenden nationalen gesetzlichen Vorschriften aufgrund ihrer umwelt- und gesundheits-schädlichen Eigenschaften gänzlich zu entsorgen. Mit Hilfe des modernen und selbstentwickelten LTR²-Verfahrens kann Envio die Dekontamination der elektrischen Geräte derart durchführen, dass eine Weiterverwendung derselben möglich ist. Bei Transformatoren, die aufgrund eines erhöhten PCB-Gehaltes oder ihres Alters nicht für den weiteren Einsatz geeignet sind, ist Envio in der Lage eine hochwertige Rück-

¹ Low-Temperature Rinsing and Re-Use/Recovery

gewinnung der Bestandteile durchzuführen. Dabei können bis zu 95% der Feststoffe eines Transformators mit einer sehr geringen Restkontamination zurück gewonnen und wieder verwendet werden.

Daneben bietet Envio auch die Entsorgung und den Ersatz von PCB-haltigen Geräten als Komplettpaket (Ausbau vor Ort, Transport und Entsorgung) an, jeweils unter Beachtung der nationalen Bestimmungen zum Umgang mit Gefahrgütern.

(3) Sanierung und Rückbau von Industrieanlagen

Aufgrund des Know-how im Umgang mit Gefahrstoffen sowie des ganzheitlichen Problemlösungs-Ansatzes kann Envio seinen Kunden komplette Systemlösungen für die Sanierung oder den Rückbau von Industrieanlagen anbieten. Beispielsweise hat die Gesellschaft PCB-gefüllte Hydraulikanlagen zurück gebaut und entsorgt sowie die Sanierung einer Behandlungsanlage für PCB-Geräte durchgeführt.

Obgleich die Gesellschaft in allen Geschäftsfeldern umfassende Kompetenzen aufweist, ist der Bereich der Dekontaminierung und Verwertung von PCB-haltigen Geräten als Hauptgeschäftsfeld mit dem größten Umsatzanteil und den höchsten Margen anzusehen. Aufgrund von länderspezifischen gesetzlichen Entsorgungsfristen sowie den weltweit limitierten Entsorgungskapazitäten, kann in diesem Bereich mit signifikanten Wachstumsraten für die Gesellschaft innerhalb der nächsten Jahre gerechnet werden.

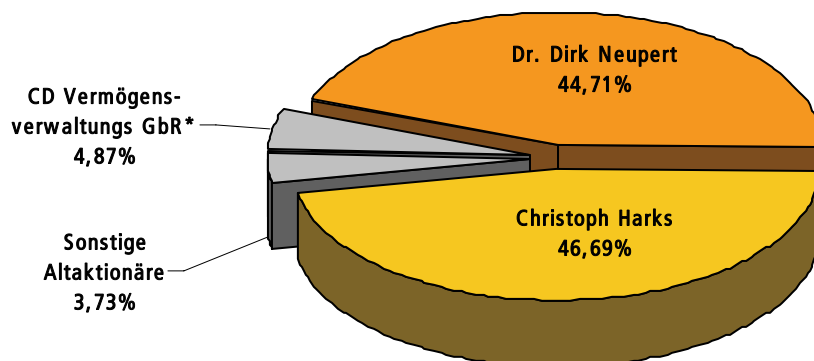
Konzernstruktur der Envio-Gruppe



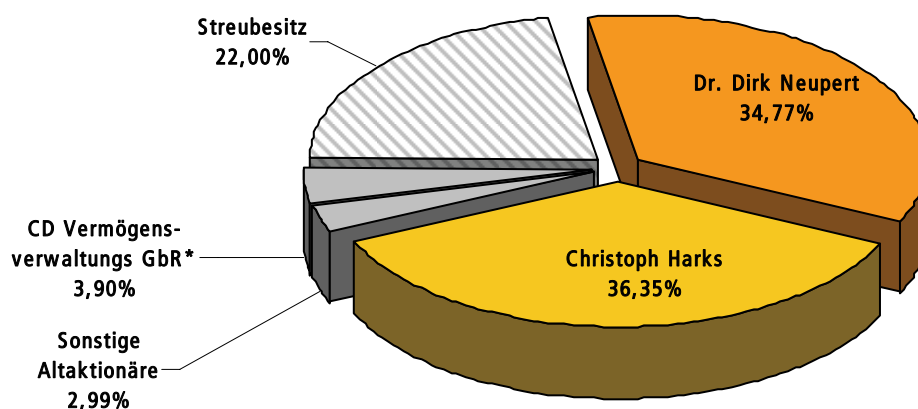
Quelle: Envio AG

Aktionärsstruktur vor und nach IPO

Aktionärsstruktur / Wertpapierbesitz von Organmitgliedern vor Kapitalerhöhung und öffentl. Angebot



Aktionärsstruktur / Wertpapierbesitz von Organmitgliedern nach Kapitalerhöhung und öffentl. Angebot (einschl. Greenshoe)



* Die Herren Dr. Neupert und Harks halten jeweils 50% der Anteile an der CD Vermögensverwaltungs GbR

	<u>Vor</u> Kapitalerhöhung und öffentlichem Verkaufsangebot		<u>Nach</u> Kapitalerhöhung und öffentlichem Verkaufsangebot		<u>Nach</u> Kapitalerhöhung und öffentl. Verkaufsangebot (Greenshoe)	
Aktionär	Anz. Aktien	Anteil	Anz. Aktien	Anteil	Anz. Aktien	Anteil
Dr. Dirk Neupert	2.752.562	44,71%	2.752.562	35,77%	2.675.601	34,77%
Christoph Harks	2.874.562	46,69%	2.874.562	37,35%	2.797.601	36,35%
Sonstige Altaktionäre	229.746	3,73%	229.746	2,99%	229.746	2,99%
CD Vermögensverwaltungs GbR*	300.000	4,87%	300.000	3,90%	300.000	3,90%
Streubesitz	0	0,00%	1.539.218	20,00%	1.693.140	22,00%
Summe	6.156.870	100%	7.696.088	100%	7.696.088	100%

Quelle: Envio AG

Geschäftsentwicklung und künftige Strategie

Die Envio-Gruppe hat ihre Geschäftsaktivitäten in den vergangenen Jahren kontinuierlich ausgeweitet. Die Entsorgungsmenge hat sich von 2.200 Tonnen in 2004 auf 6.000 Tonnen in 2006 (+176%) annähernd verdreifacht. Der Umsatz stieg im gleichen Zeitraum von 2,5 Mio. € auf 7,3 Mio. € (+185%), was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von ca. 69% entspricht. Das im Vergleich zur Entsorgungsmenge leicht überproportionale Umsatzwachstum ist auch auf den gestiegenen Kupferpreis (Sekundärrohstoffhandel) zurück zu führen. Die EBIT-Marge konnte in den vergangenen 3 Jahren von 12,5% auf 25% gesteigert werden. Der Jahresüberschuss wuchs von 0,23 Mio. € in 2004 auf 1,39 Mio. € in 2006 (+516%), woraus eine Umsatzrenditensteigerung von 8,8% auf ca. 19% resultierte.

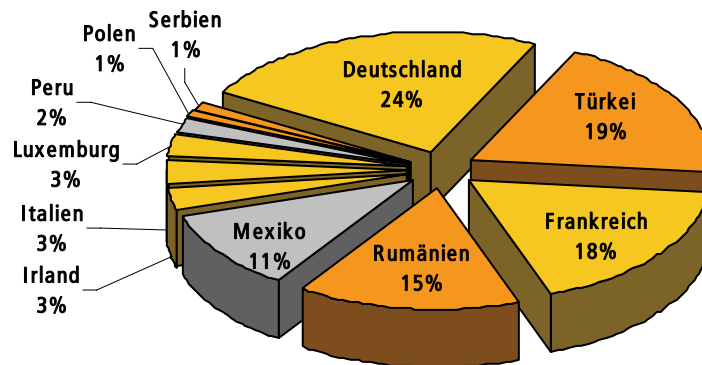
Im ersten Halbjahr 2007 konnte Envio die positive Geschäftsentwicklung fortschreiben. So generierte das Unternehmen Umsatzerlöse von mehr als 5 Mio. € und ein EBIT von 1,3 Mio. € (EBIT-Marge 26%). Der bereinigte Periodenüberschuss betrug dabei 0,92 Mio. €.

Envio erzielt das Gros seiner Umsätze zum Einen mit der eigentlichen Entsorgung PCB-haltiger elektrischer Geräte (Dekontaminierungsgebühren), zum Anderen durch den Weiterverkauf der zurück gewonnenen Rohstoffe wie bspw. Kupfer. Nach Unternehmensangaben machte der Sekundärrohstoffhandel in der Vergangenheit ca. 62% der Gesamtumsätze aus. Diese Tatsache lässt zunächst eine starke Abhängigkeit von den Rohstoffpreisen am Weltmarkt vermuten. Dabei ist allerdings zwischen der Entsorgung von PCB-haltigen und PCB-freien Geräten zu unterscheiden. Eine Umsatz- und Deckungsbeitragsanalyse hat gezeigt, dass das Spezialgeschäft mit PCB-haltigen Transformatoren um ein Vielfaches höhere Deckungsbeiträge generiert, als die Entsorgung von nicht kontaminierten Geräten. Im Jahr 2006 teilte sich der Gesamtumsatz von 7,3 Mio. € in ca. 34% „PCB-frei“ und 66% in „PCB-haltig“ auf.

Darüber hinaus ergab die Simulation des Weltmarkt-Rohstoffpreises für Kupfer, dass die Deckungsbeiträge für PCB-freie Geräte weitaus sensibler auf Preisänderungen reagieren, als dies für PCB-haltige Geräte der Fall ist. Bei Letzteren kann durch die zusätzlich anfallenden Dekontaminierungsgebühren ein Großteil von Rohstoffpreisschwankungen kompensiert werden.

Für die nahe Zukunft strebt die Envio AG eine Internationalisierung der Geschäftsaktivitäten an. Zwar generiert das Unternehmen bereits rund 75% der Umsätze mit ausländischen Kunden, die Entsorgung erfolgte bis dato jedoch ausschließlich in Deutschland. Für die Verfolgung einer internationalen Wachstumsstrategie stellte dies insofern ein Hemmnis dar, als einer lokalen Entsorgung per Gesetz generell der Vorrang gegeben wird. Die Umsatzverteilung nach Ländern der Envio AG stellt sich im Jahr 2006 wie folgt dar:

Umsatzverteilung nach Ländern in 2006



Quelle: Envio AG

Ein Kapazitätsaufbau in ausländischen Wachstumsmärkten ist somit für Envio erforderlich. Mit der Gründung der Envio Korea Co. Ltd. in 2007 wurde ein erster Schritt zur Umsetzung der Strategie unternommen. Ab 2008 wird in Südkorea mit einem PCB-Entsorgungsvolumen von ca. 200.000 Tonnen gerechnet, wobei Envio eine Entsorgungskapazität von 10.000 Tonnen p.a. aufbauen möchte. Weitere Wachstumsmärkte sieht Envio in Osteuropa und der Türkei, wo mit einer nachhaltigen PCB-Entsorgung ab 2009 zu rechnen ist.

Neben der Internationalisierung des Geschäftsmodells sind bei der Envio-Gruppe folgende weitere strategische Ansatzpunkte im Hinblick auf das angestrebte Unternehmenswachstum zu erkennen:

- Ausbau bestehender Kapazitäten zur Marktanteilssteigerung bei PCB-Entsorgung und Sekundärrohstoffen
- Ausbau des Vertriebsnetzes, der strategischen Kooperationen und der Joint Ventures
- Erschließung neuer Geschäftsfelder, die langfristig das PCB-Geschäft substituieren werden

BRANCHENANALYSE

Historie der PCB-Produktion und Entsorgungszeitplan

Bis zum Jahre 1989 wurden nach Schätzungen weltweit ca. 1,5 Mio. Tonnen PCB-Flüssigkeit produziert. Das entspricht einer Menge von rund 10 Mio. Tonnen PCB-Transformatoren und 1 Mio. Tonnen Kondensatoren.² Nach 1989 wurde die Produktion von PCB weltweit untersagt. Von der Weltproduktion sind seitdem ca. 4% dekontaminiert bzw. zerstört, 31% in die Umwelt gelangt und 65% noch in Gebrauch bzw. in der Speicherung. Der größte Anteil der global produzierten PCB-Menge ist also noch im Umlauf und muss aufgrund der

² UNEP Report „Inventory of World-wide PCB Destruction Capacity“, (Dez. 1998); Produktion zwischen 1929-1989

umwelt- und gesundheitsschädlichen Eigenschaften von PCB der Dekontaminierung und Entsorgung zugeführt werden. Hierzu wurden unterschiedliche Entsorgungsfristen für die jeweiligen Länder festgeschrieben. Während bspw. in Deutschland und in den USA die PCB-Entsorgung sehr weit fortgeschritten ist, stehen zahlreiche andere Länder (z.B. Südkorea, Osteuropa, mittlerer Osten) noch am Anfang bzw. haben damit noch nicht begonnen. In diesem Zusammenhang ist die Stockholmer Konvention³ aus dem Jahr 2001 zu nennen, die von 122 Staaten unterzeichnet wurde und im Jahr 2004 in Kraft trat, nach der PCBs bis 2025 völlig aus dem Verkehr zu ziehen und zu entsorgen sind.

Der Zeitplan für die Entsorgung von PCBs für verschiedene Ländergruppen kann wie folgt skizziert werden:

Zeitraum	Geplante PCB-Entsorgung
1999:	Endtermin für Deutschland sowie übrige Nordseeanrainer-Staaten (de facto noch nicht abgeschlossen)
2009:	Verstärkte Entsorgung in Türkei, Kroatien, Osteuropa, etc. erwartet
2010:	Geplanter Endtermin in den EU-25 Staaten (ohne Bulgarien und Rumänien)
2015:	Geplanter Endtermin für Bulgarien und Rumänien; erwarteter Endtermin für Südkorea
2015 - 2025:	Erwartete Ausweitung in weiteren Unterzeichnerländern der Stockholmer Konvention
2025-2030:	Geplanter globaler Endtermin gemäß Stockholmer Konvention in 2025; erwartete Verzögerung von mind. 5 Jahren, aufgrund weltweit limitierter Entsorgungskapazitäten

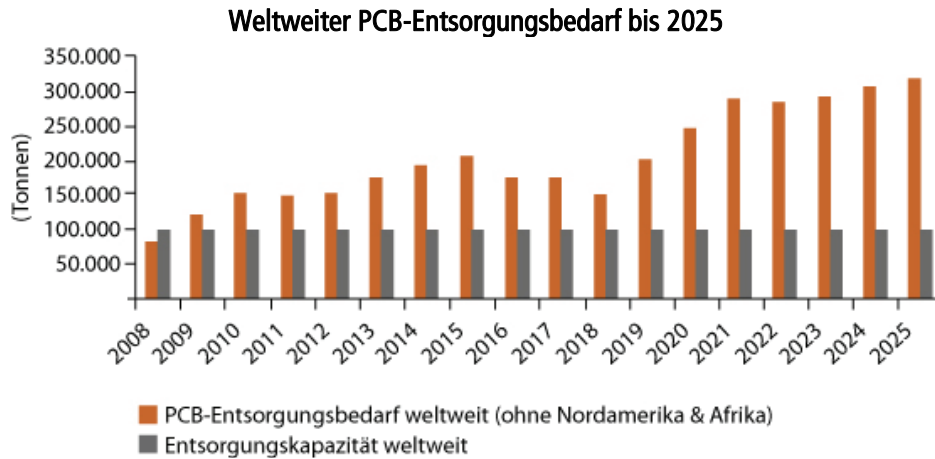
Quelle: Envio AG; <http://www.bmu.de/chemikalien>

Marktentwicklung und Wettbewerbschancen

Generell hat der PCB-Entsorgungsmarkt einen endlichen Charakter. Als Folge der Verpflichtung aus der Stockholmer Konvention kann jedoch für die kommenden 20 bis 25 Jahre von einem bedeutenden Marktwachstum ausgegangen werden. Schätzungen zufolge verbleiben weltweit nach wie vor ca. 6 Mio. Tonnen an PCB-haltigen Transformatoren zur Entsorgung. Führt man sich die aktuell limitierten PCB-Entsorgungskapazitäten vor Augen, so ist von tendenziell steigenden Entsorgungspreisen sowie einer zeitlichen Verzögerung bis zur vollständigen Entsorgung der sich weltweit im Umlauf befindlichen PCB-Flüssigkeiten auszugehen. Dieser Effekt wird durch oligopolistische Marktstrukturen auf internationaler Ebene sowie durch hohe Markteintrittsbarrieren (z.B. gesetzliche Auflagen, Know-how, Kapitalbedarf) für neue Wettbewerber verstärkt. Nach Unternehmensangaben ist innerhalb der letzten 15 Jahre kein neuer international tätiger PCB-Entsorger dem Markt hinzu getreten, so dass der Markteintritt neuer Wettbewerber in der Zu

³ Die Stockholmer Konvention ist eine Übereinkunft über völkerrechtlich bindende Verbots- und Beschränkungsmaßnahmen für bestimmte langlebige organische Schadstoffe (engl. persistent organic pollutants, POPs). Die Konvention trat am 17. Mai 2004 mit Hinterlegung der fünfzigsten Ratifizierungsurkunde eines Unterzeichnerstaates, der von Frankreich, in Kraft.

kunft ebenfalls nicht angenommen wird. Nachfolgend wird die erwartete Diskrepanz zwischen PCB-Entsorgungsbedarf und verfügbaren Entsorgungskapazitäten nochmals grafisch dargestellt. Dabei wurde eine Konstanz der aktuell verfügbaren Kapazitäten unterstellt.



Quelle: ABB, NIP, Envio AG

Auch wenn bedeutende neue Wettbewerber relativ unwahrscheinlich erscheinen, ist diese Annahme insofern unrealistisch, als auch existierende Anbieter - wie auch die Envio-Gruppe selbst - ihre Kapazitäten im Zeitverlauf ausweiten werden.

Marktstellung der Envio-Gruppe und Wettbewerber

Für die Entsorgung PCB-haltiger Transformatoren erachtet sich Envio als Marktführer in Deutschland und zählt auch international zu den führenden Anbietern. Wesentliche Wettbewerber sind Séché Environnement S.A. (Frankreich), SITA Decontamination N.V. (Belgien), Groupe CHIMIREC (Frankreich) sowie Orion B.V. (Niederlande). Zwar liegen Envio diesbezüglich keine exakten Daten vor, man geht jedoch davon aus, dass die genannten Mitbewerber in etwa über die gleiche Entsorgungskapazität wie das eigene Werk in Dortmund verfügen. Envios starke Marktposition resultiert u.a. durch das langjährige Know-how sowie der besonders umweltfreundlichen und sicheren LTR²-Entsorgungstechnologie, wodurch sich das Unternehmen eine hohe Reputation aufgebaut hat. Daneben verfügt Envio aufgrund der ABB-Historie über ein ausgezeichnetes Netzwerk und gute Kundenkontakte in der Energiebranche.

Im Geschäftsfeld der Entsorgung PCB-freier Transformatoren zählt Envio ebenfalls zu den marktführenden Entsorgungsunternehmen. Dabei fokussiert man sich mehr auf den deutschen Markt und konkurriert mit Unternehmen wie KMR und NEMETA sowie mit vielen kleineren Anbietern. Auch hier kann Envio höchste Qualitätsstandards und einen hohen Bekanntheitsgrad vorweisen. Allerdings ist dieser Markt wesentlich fragmentierter mit niedrigeren Markteintrittsbarrieren, so dass Envios Positionierung hier nicht so exponiert ist, wie im Nischenmarkt der PCB-Entsorgung.

SWOT-ANALYSE

Stärken	Schwächen
▪ Spezialisierter Nischenmarktanbieter mit guter Reputation / Referenzen und guter Marktposition ▪ Hohes Umsatzwachstum und profitable Geschäftstätigkeit in der Vergangenheit ▪ Umfassendes Know-how und langjährige Erfahrung mit PCB-Dekontaminierung ▪ Ganzheitlicher Problemlösungs- bzw. Recycling-Ansatz ▪ Umfassendes Dienstleistungsportfolio und Angebot von Systemlösungen ▪ Organisationale Aufbaustruktur für die Erschließung von Auslandsmärkten teilweise vorhanden	▪ Weiteres Unternehmenswachstum erfordert signifikanten Kapitalbedarf ▪ Bisher Umsatzerlöse ausschließlich im Werk Deutschland generiert ▪ Noch geringe Erfahrung mit internationalen Standorten ▪ Detaillierte „New Business Development“-Planung zur systematischen Erschließung neuer Geschäftsfelder liegt nicht vor
Chancen	Risiken
▪ Hohe Markteintrittsbarrieren im PCB-Markt für neue Wettbewerber (Know-how, Anlageinvestitionen, Reputation) ▪ Oligopolistische internationale Marktstruktur erschwert zusätzlich Markteintritt für neue Wettbewerber ▪ Zunehmendes Umweltbewusstsein auf internationaler Ebene führt zu strengeren Bestimmungen für PCB-Entsorgung ▪ Anhaltend hohe Rohstoffpreise erlauben profitable Verwertung von Transformatoren und Zuführung zu Sekundärmarkt ▪ Internationale Expansion (z.B. Südkorea, Osteuropa, Türkei) generiert Unternehmenswachstum	▪ PCB-Entsorgung ist ein zeitlich befristetes Geschäftsmodell (bis ca. 2025 gem. Stockholmer Konvention) ▪ Aufbau neuer Geschäftsfelder kann zu Verzögerungen führen ▪ Potenzielle Markteintrittsrisiken in noch zu erschließenden Ländermärkten ▪ Geschäftserfolg in gewissem Maß von Weltmarktpreisentwicklung für Sekundärrohstoffe (insb. Metalle) abhängig

FUNDAMENTALANALYSE

Gewinn- und Verlustrechnung

T€	2004	2005	2006	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Gesamtleistung	3.236	4.401	7.504	9.305	13.957	16.818	20.064	22.472	24.719
Materialaufwand	-1.209	-1.457	-3.543	-5.211	-7.258	-8.577	-10.032	-11.011	-11.865
Bruttoergebnis	2.027	2.945	3.960	4.094	6.699	8.241	10.032	11.461	12.854
Personalaufwand	-459	-898	-634	-716	-1.117	-1.345	-1.404	-1.461	-1.483
Abschreibungen	-79	-18	-46	-263	-655	-789	-780	-770	-760
Sonstige betriebl. Aufwend.	-1.172	-1.376	-1.435	-792	-1.272	-1.210	-1.356	-1.461	-1.574
EBITDA	396	671	1.892	2.585	4.310	5.685	7.272	8.539	9.797
EBIT	317	653	1.846	2.323	3.655	4.896	6.492	7.769	9.037
Zinsen und ähnliche Erträge	7	2	19	79	77	49	204	404	652
Zinsen und ähnliche Aufwend.	-27	-53	-109	0	0	0	0	0	0
Neutrales Ergebnis	-20	-51	-90	79	77	49	204	404	652
Außerordentliche Erträge	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Außerordentliche Aufwend.	0	0	0	-400	0	0	0	0	0
Außerordentliches Ergebnis	0	0	0	-400	0	0	0	0	0
EBT	297	602	1.756	2.002	3.732	4.945	6.696	8.173	9.689
Ertragssteuern	-73	-241	-370	-801	-1.082	-1.434	-1.942	-2.370	-2.810
Sonstige Steuern	0,0	0,0	-0,3	0	0	0	0	0	0
Jahresergebnis	225	361	1.385	1.201	2.650	3.511	4.754	5.803	6.879

Kennzahlen der Gewinn- und Verlustrechnung	2004	2005	2006	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Umsatzrendite	7%	8%	18%	13%	19%	21%	24%	26%	28%
Umsatzwachstumsrate	k.A.	36%	70%	24%	50%	21%	19%	12%	10%
EBIT-Marge	10%	15%	25%	25%	26%	29%	32%	35%	37%
Quote Materialaufwand	37%	33%	47%	56%	52%	51%	50%	49%	48%
Quote Personalaufwand	14%	20%	8%	8%	8%	8%	7%	7%	6%
Quote sonstiger betrieblicher Aufwände	36%	31%	19%	9%	9%	7%	7%	7%	6%
Gesamtkapitalrendite	17%	17%	22%	7%	14%	15%	16%	16%	16%
Anzahl Aktien in Tsd.	0	0	0	7.696	7.696	7.696	7.696	7.696	7.696
Kurs post-IPO gemäß DCF-Modell	0	0	0	5,51	5,51	5,51	5,51	5,51	5,51
Ergebnis je Aktie (€)	n.a.	n.a.	n.a.	0,16	0,34	0,46	0,62	0,75	0,89
Marktkapitalisierung (T€)	n.a.	n.a.	n.a.	42.405	42.405	42.405	42.405	42.405	42.405
KUV	n.a.	n.a.	n.a.	4,6	3,0	2,5	2,1	1,9	1,7
KGV	n.a.	n.a.	n.a.	35,3	16,0	12,1	8,9	7,3	6,2

Quelle: Trust Research; Envio AG

Bilanz

T€	2004	2005	2006	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
I. Anlagevermögen Summe	93	150	252	7.690	11.083	10.495	9.915	9.345	8.785
1. Immatr. Vermögensgegenstände	1	1	1	1	40	30	20	10	1
2. Sachanlagen	92	150	251	7.689	11.044	10.465	9.895	9.335	8.785
3. Finanzanlagevermögen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
II. Umlaufvermögen Summe	1.204	2.006	6.133	8.565	8.505	13.375	19.544	26.604	34.781
1. Vorräte	0	0	279	695	1.008	1.144	1.310	1.438	1.549
2. Forderungen aus L&L	146	218	579	3.877	4.265	5.139	6.131	6.866	7.210
3. Forderungen geg. Gesellschafter	362	1.283	1.337	0	0	0	0	0	0
4. Sonstige Vermögensgegenstände	59	32	1.054	1.176	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100
5. Wertpapiere	7	0	901	901	901	901	901	901	901
6. Liquide Mittel	631	473	1.983	1.916	1.231	5.092	10.102	16.299	24.021
Summe Aktiva	1.297	2.156	6.385	16.254	19.588	23.870	29.459	35.949	43.566
I. Eigenkapital Summe	120	120	120	12.360	15.010	18.521	23.275	29.078	35.957
1. Grundkapital	120	120	120	7.696	7.696	7.696	7.696	7.696	7.696
2. Kapitalrücklage	0	0	0	3.463	3.463	3.463	3.463	3.463	3.463
3. Gewinnrücklage	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4. Ergebnisvortrag	0	0	0	0	1.201	3.851	7.362	12.116	17.919
5. Jahresüberschuss	0	0	0	1.201	2.650	3.511	4.754	5.803	6.879
II. Rückstellungen	404	840	839	841	1.136	1.506	2.039	2.489	2.950
1. langfristig	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. kurzfristig	404	840	839	841	1.136	1.506	2.039	2.489	2.950
III. Fremdkapital	774	1.196	5.426	3.053	3.442	3.843	4.145	4.383	4.659
1. Fremdkapital langfristig	0	0	0	0	0	0	0	0	0
a) Gegenüber Kreditinstituten	0	0	0	0	0	0	0	0	0
b) Anleihen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
c) Sonstige langfr. Verbindlichkeiten	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Fremdkapital kurzfristig	774	1.196	5.426	3.053	3.442	3.843	4.145	4.383	4.659
a) Gegenüber Kreditinstituten	0	230	0	0	0	0	0	0	0
b) Erhaltene Anzahlungen	342	342	3.652	365	402	450	508	585	667
c) Verbindlichkeiten aus L&L	373	408	1.135	2.468	2.671	2.907	3.071	3.166	3.296
d) Verbindl. ggü. Gesellschafter	0	114	178	220	347	378	431	477	521
d) Sonstige kurzfr. Verbindl.	59	103	461	0	22	108	134	155	175
Summe Passiva	1.297	2.156	6.385	16.254	19.588	23.870	29.459	35.949	43.566

Kennzahlen der Bilanz	2004	2005	2006	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Anlagenintensität	7%	7%	4%	47%	57%	44%	34%	26%	20%
Eigenkapitalquote	9%	6%	2%	76%	77%	78%	79%	81%	83%
Anlagendeckungsgrad 1	129%	80%	48%	161%	135%	176%	235%	311%	409%
Anlagendeckungsgrad 2	129%	80%	48%	161%	135%	176%	235%	311%	409%
Liquidität 1. Grades	82%	40%	37%	63%	36%	132%	244%	372%	516%
Liquidität 3. Grades	156%	168%	113%	281%	247%	348%	472%	607%	747%
Working Capital (EUR)	430	810	707	5.512	5.063	9.533	15.399	22.222	30.122
KBVe	32,7	19,7	6,6	2,6	2,2	1,8	1,4	1,2	1,0

Quelle: Trust Research; Envio AG

BEWERTUNG

DCF Modell

T€	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	CV
Gesamterträge	9.305	13.957	16.818	20.064	22.472	24.719	
Wachstum Gesamterträge	24%	50%	21%	19%	12%	10%	
EBIT Marge	25%	26%	29%	32%	35%	37%	
EBIT	2.323	3.655	4.896	6.492	7.769	9.037	
Ertragssteuern auf EBIT (ab 2008: 29%)	-929	-1.060	-1.420	-1.883	-2.253	-2.621	
Abschreibungen	263	655	789	780	770	760	
Veränderungen Rückstellungen	2	296	370	533	450	462	
Sonstiges	0	0	0	0	0	0	
Operativer Brutto Cash Flow	1.658	3.546	4.635	5.922	6.736	7.638	
Investitionen Nettoumlaufvermögen	-4.872	-236	-609	-856	-625	-179	
Investitionen Anlagevermögen	-7.700	-4.049	-200	-200	-200	-200	
Free Cash Flow	-10.914	-739	3.826	4.866	5.910	7.259	7.259
Barwerte	-10.914	-667	3.116	3.576	3.920	4.345	4.345
Summe Barwerte	3.375						
Terminalwert	40.184						
Wert des operativen Geschäfts	43.558						
Liquide Mittel	1.916						
Finanzverbindlichkeiten	-3.053						
Marktwert Eigenkapital	42.421						
Anzahl Aktien in Tausend	7.696						
Fairer Wert je Aktie (€)	5,51						

Grundlagen DCF Modell
WACC 10,8%
EK Quote 75%
β 1,50
FCF Wachstumsrate 0%
Zins Eigenkapital 10%
risikoloser Zins 5%
Tax Shield 29%

Die Grundlagen für die Berechnung der Kapitalkosten sind innerhalb des Modells abgebildet. Der faire Wert je Aktie wurde in Höhe von 5,51 € ermittelt. Im Rahmen der nachstehenden Sensitivitätsanalyse ergeben sich aus der Variation der Parameter „Ewiges Wachstum“ (FCF-Wachstumsrate) und „Zinssatz“ (WACC) ein Mittelwert von 7,45 € und ein Median von 6,78 €. Dem ermittelten Fair Value von 5,51 € liegt somit eine konservative Betrachtung zu Grunde.

Sensitivitätsanalyse

		Zinssatz							Fair Value
		7,8%	8,8%	9,8%	10,8%	11,8%	12,8%	13,8%	5,51
Ewiges Wachstum	0,0%	8,78	7,44	6,38	5,51	4,80	4,20	3,69	
	0,5%	9,56	8,04	6,85	5,89	5,11	4,46	3,91	
	1,0%	10,45	8,71	7,37	6,31	5,45	4,74	4,14	Mittelwert 7,45
	1,5%	11,50	9,49	7,97	6,78	5,83	5,05	4,40	
	2,0%	12,73	10,38	8,64	7,31	6,25	5,39	4,68	Median 6,78
	2,5%	14,20	11,43	9,42	7,90	6,72	5,77	4,99	
	3,0%	15,99	12,66	10,31	8,58	7,25	6,19	5,34	

Quelle: Trust Research

BEWERTUNG

Peergroup

Multiplikatoranalyse (Mio. €)	Séché Environnement S.A.	ZongDhe Waste Technology AG	American Ecology Corporation	Multiples Peer Group (Median)
Kurs 03.09.2007	116,16 €	30,00 €	14,69 €	
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	8,63	13,00	18,23	
Marktkapitalisierung	1.003	390	268	
Kennzahlen 2008e				
KGV	20,4	24,4	16,7	20,4
EV / EBIT	14,5	13,6	10,7	13,6
EV / Umsatz	2,7	7,1	2,1	2,7
Envio AG				
Kurs gem. DCF-Modell	5,51			
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	7,70			
Marktkapitalisierung	42,4			
		Equity Value	Enterprise Value	
		KGV	EV/EBIT	EV/Umsatz
Jahresüberschuss 2008e	2,6	54,14		
EBIT 2008e	3,7		49,87	
Umsatz 2008e	14,0			38,37
Nettofinanzverbindlichkeiten 2008e	1,82			
Marktwert des Eigenkapitals	44,2	54,14	51,69	40,19
Fairer Wert je Aktie in € (ungewichtet)		7,03 €	6,72 €	5,22 €
Gewichtung		1/3	1/3	1/3
Fairer Wert je Aktie in Euro			6,32 €	

Quelle: Trust Research

Für die Peergroup-Analyse wurden prognostizierte Multiplikatoren des Jahres 2008 zu Grunde gelegt. Wendet man den Median der Multiples der Vergleichsgruppe auf die Envio AG an, so ergibt sich eine Bewertungsbandbreite zwischen 5,22 € und 7,03 €. Bildet man daraus den Mittelwert, so ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 6,32 € für Envio.

FAZIT

Die Envio-Gruppe positioniert sich im wachstumsträchtigen Nischenmarkt der PCB-Entsorgung als eines der international führenden Unternehmen. Dieser Markt ist zwar durch einen endlichen Charakter infolge gesetzlicher Entsorgungsfristen geprägt, gleichzeitig induzieren diese jedoch eine steigende Nachfrage für die kommenden 20-25 Jahre. Andere Branchencharakteristika sind begrenzte Entsorgungskapazitäten, oligopolistische internationale Marktstrukturen sowie weitere bedeutende Markteintrittsbarrieren für neue Wettbewerber (z.B. Kapital, Know-how), was die Marktstellung für bereits etablierte Unternehmen wie Envio begünstigt.

Envio verfolgt einen ganzheitlichen Problemlösungs- bzw. Recycling-Ansatz und bietet seinen Kunden neben kompletten Systemlösungen auch eine umfassende Beratung im Umgang mit Gefahrstoffen an. Im Geschäftsfeld der Dekontamination, Entsorgung und Verwertung PCB-haltiger elektrischer Geräte verfügt die Envio-Gruppe über eine selbstentwickelte Technologie, die zu den modernsten und sichersten der Branche zählt. Weitere Geschäftsfelder sind die Verwertung von PCB-freien Transformatoren sowie die Sanierung und der Rückbau von Industrieanlagen.

Die Geschäftsentwicklung der Envio-Gruppe ist seit 2004 durch ein bedeutendes Wachstum geprägt. Mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von ca. 69% p.a. konnten im Jahr 2006 die Umsatzerlöse auf 7,3 Mio. € gesteigert werden. Dabei erwirtschaftete Envio einen Jahresüberschuss von 1,39 Mio. € Die Umsatzrendite betrug damit ca. 19%, die EBIT-Marge erreichte ca. 25%. Im ersten Halbjahr 2007 konnte dieser Trend fortgesetzt werden, sodass für das Gesamtjahr 2007 auch nach Abzug der IPO-Kosten (ca. 400 T€) von einer signifikanten Steigerung auszugehen ist.

Für die Zukunft strebt die Envio-Gruppe die Internationalisierung der Geschäftsaktivitäten an, um an wachstumsstarken Ländermärkten wie Südkorea, Osteuropa und der Türkei stärker zu partizipieren. Hierzu wird auch der aus dem Börsengang resultierende Emissionserlös dienen. Dieser wird dem Aufbau der Tochtergesellschaft in Südkorea (Bau einer PCB-Behandlungsanlage), der Erweiterung des Standortes Dortmund sowie der strategischen Weiterentwicklung der Envio-Gruppe (z.B. Aufbau neuer Geschäftsfelder) zufließen.

Abschließend betrachtet, sehen wir die Envio AG für die kommenden Jahre sehr gut aufgestellt. Wir erwarten fundamental eine nachhaltige Entwicklung der Gesellschaft, was sich auch im künftigen Börsenkurs widerspiegeln sollte.

Das Discounted Cash Flow Modell ergibt einen **Fair Value** von **5,51 €**. Die **Peergroup-Analyse** ergab eine Bewertungsbandbreite von **5,22 € bis 7,03 €**.

Trust Research erwartet auf Sicht von 12 Monaten daher ein deutliches Kurspotenzial.

Das Anlageurteil lautet „KAUFEN“.

DISCLAIMER

Die TRUST RESEARCH GMBH erstellt ihre Studien unabhängig und frei von Meinungseinflüssen des untersuchten Unternehmens. Die enthaltenen Auffassungen und Prognosen stellen die freie Meinung des verfassenden Analysten der TRUST RESEARCH GMBH dar und können sich aufgrund externer und Unternehmens interner Ereignisse sowie zum Zeitpunkt der Verfassung der Studie nicht bekannt gewordener Tatsachen jederzeit ändern.

Von der TRUST RESEARCH GMBH erstellte Studien dienen ausschließlich der Information und beinhalten keine Basis für eine vertragliche oder andersartige Verpflichtung, gleich in welcher Form.

Die Studien der TRUST RESEARCH GMBH werden aufgrund von frei zugänglichen und gemeinhin als zuverlässig geltenden Quellen erstellt. Eine Prüfung der Quellen erfolgt nicht. Direkt vom untersuchten Unternehmen erhaltene Informationen werden nach Prüfung auf Plausibilität aufgrund der Verkehrsauffassung in gutem Treu und Glauben verwendet. Eine Gewährleistung für die in den Studien enthaltenen Informationen und Daten wird ausdrücklich nicht übernommen. Für einen Schaden, der aus der Verwendung der Studien und deren Inhalte der TRUST RESEARCH GMBH resultiert, übernimmt die Gesellschaft keine Verantwortung oder Haftung. Investitionsentscheidungen sind nicht aufgrund der Studien der TRUST RESEARCH GMBH zu treffen. Die Gesellschaft empfiehlt Investitionsentscheidungen durch andere Quellen, wie ordnungsgemäß genehmigte Prospekte, zu treffen.

Die Dokumente sind im Vereinigten Königreich nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnigte Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Order 1996 (in derzeit geltender Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden.

Weder die Dokumente noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

Die Compliance Regelungen der TRUST RESEARCH GMBH entsprechen den Vorschriften der Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 WpHG.



Trust Research
GmbH

Trust Research GmbH
Innere Wiener Str. 11a
81667 München
Tel. +49 89 480 58 06-15
Fax: +49 89 480 58 06-20
info@trust-research.com
www.trust-research.com