

28. April 2008

Ropal Europe AG



Empfehlung Kaufen

Risiko:
Hoch

Akt. Preis: EUR 10,25

Fairer Wert: EUR 18,10

Sektor: Industrials
Internetseite: www.ropal.eu
Fiskaljahrende: Dezember

Details:

Anzahl der
offerten Aktien: **800.000**
Free Float: **13,8%**
Marktwert: **EUR 52 Mio**

Aktionärsstruktur

Pohl Beteiligungs GmbH: 9,3%
RSI Societas GmbH: 27,9%
RUPAG Grundbesitz &
Beteiligungen AG: 5,2%
FTBM Beteiligungs GmbH: 9,3%
INBAG AG: 32,8%
Klaus Mairhöfer: 1,7%
Free Float: 13,8%

Raimund Saier

+49 (0) 89 23 00 1 - 381
r.saier@vem-aktienbank.de

Attention is drawn to the
disclaimer and other information

Glänzende Geschäfte mit neuartigem Beschichtungsverfahren

Die Ropal Europe AG ist Anbieter einer neuartigen Methodik für Oberflächenbeschichtungen, dem sogenannten Chrom Optics Verfahren und befindet sich am Anfang einer starken Wachstumsphase mit dem Potential erheblicher Marktanteils Gewinne. Unser fairer Wert ist EUR 18,10, was einem Unternehmenswert von EUR 105 Mio. entspricht.

Hauptpunkte

- Die Ropal Europe AG verfügt über ein Verfahren zur Oberflächenbeschichtung, welches gegenüber der herkömmlichen Methodik deutliche Vorteile ausweist. Nicht nur überzeugen die qualitativen Eigenschaften (wie zum Beispiel eine hohe Korrosionsresistenz des Endproduktes) sondern auch das Kostensenkungspotenzial beim Einsatz des Verfahrens für den Kunden. Dies sollte eine hohe Nachfrage nach dem Verfahren zur Folge haben.
- Die erwartete Patenterteilung für das Chrom Optics Verfahren im zweiten Halbjahr 2008 sollte die Wettbewerbssituation der Ropal Europe AG deutlich stärken.
- Wir rechnen für 2008 mit mehreren Vertragsabschlüssen vor allem mit Kunden aus den Sektoren Automobil und Sanitär, welche das neuartige Chrom Optics Verfahren zur Beschichtung ihrer Produkte einsetzen werden.
- Das Lizenzgeschäftsmodell ermöglicht hohe Gewinnmargen auf Grund einer günstigeren Kostenstruktur im Unternehmen.

Finanzen

Für 2008 erwarten wir einen Gesamtumsatz von EUR 9,03 Mio. Für 2009 rechnen wir mit einem starken Umsatzwachstum von 164% auf EUR 23,8 Mio. Die EBIT Marge sollte im Geschäftsjahr 2008 52% betragen und sich in 2009 auf 63% erhöhen. Die Nettorendite sollte im Geschäftsjahr 2009 43% betragen.

Bewertung

Unser Kursziel entspricht EUR 18,10. Zur Berechnung des Unternehmenswertes verwendeten wir ein DCF Modell kombiniert mit einer Peer Gruppen Analyse. Die beiden Bewertungsmethoden haben wir gleichgewichtet. Zur Kalkulation benutzten wir als langfristige Wachstumsrate 2 %, ein Beta von 1,5, einen risikolosen Zinssatz von 4% und eine Risikoprämie von 8%. Dadurch ergibt sich ein WACC von 16%.

(in EUR tsd.)	2008E	2009E	2010E	2011E
Umsatz	9.027,05	23.813,65	30.351,98	37.278,77
Bruttomarge	79,9%	78,7%	78,2%	78,2%
EBIT Marge	51,7%	63,3%	62,8%	63,1%
Nettogewinn	3.264,14	10.550,86	13.340,16	16.472,46
Gewinn Pro Aktie	0,56	1,82	2,30	2,84
Kurs/Umsatz	5,87	2,23	1,75	1,42
Kurs/Gewinn	16,24	5,02	3,97	3,22
Kurs/Buchwert	5,20	2,56	1,56	1,05

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	2
Executive Summary	3
SWOT Analyse	4
Kurz- und mittelfristige Katalysatoren	4
Bewertung	5
<i>DCF Bewertung</i>	5
<i>Peer Gruppen Bewertung</i>	5
<i>Bewertung gesamt</i>	6
Profil: Junges innovatives Unternehmen	8
<i>Drei Geschäftsbereiche mit Fokus auf Chrom Optics</i>	8
<i>Auftragsarten und Vertrieb</i>	10
<i>Management</i>	10
<i>Wettbewerb</i>	11
Die Wachstumstreiber	12
<i>Innovatives Produkt generiert hohe Nachfrage</i>	12
<i>Das Chrom-Optics Verfahren dient der Kostenreduktion bei Unternehmen</i>	12
<i>Genereller Trend zur Umweltverträglichkeit</i>	12
Die Risiken:	13
<i>Verfahren ist noch nicht patentiert</i>	13
<i>Geringer Kundenstamm</i>	13
<i>Produktmängel</i>	13
<i>Abhängigkeit von Lieferanten</i>	14
Mittelverwendung und Aktionärsstruktur	14
Finanzen	16
<i>Substitutionseffekt führt zu hohem Umsatzwachstum</i>	16
<i>Hohe Gewinnmargen</i>	18
<i>Investitionen kalkulierbar</i>	19
Anhang – Finanzberichte	20
<i>Gewinn- und Verlustrechnung</i>	20
<i>Bilanz</i>	21
<i>Kapitalflussrechnung</i>	22
<i>Kennzahlen</i>	23
<i>Legal Disclaimer:</i>	24

Executive Summary

- Die Hamburger Ropal Europe AG wurde am 18. Februar 2008 gegründet. Zum Unternehmen gehören zwei 100%ige Beteiligungen, die Ropal AG mit Sitz in Zug, Schweiz (operativ seit 2006) und die Ropal Deutschland GmbH mit Sitz in Allendorf, Deutschland (operativ seit 2006).
- Die Ropal Europe AG und ihre beiden operativen Tochtergesellschaften („Ropal Gruppe“) fokussiert sich auf den Markt für Oberflächenbeschichtung und befindet sich am Anfang einer starken Wachstumsphase und Marktanteilsgewinnen.
- Die Ropal-Gruppe ist in drei Bereichen tätig, dem neuartigen Chrom Optics Verfahren, Spezialbeschichtung für Industriemesser und konventionelle Auftragsbeschichtung. Die Ropal Gruppe konzentriert sich künftig auf den Geschäftsbereich des Chrom Optics Verfahrens.
- Das kurz vor der endgültigen Erteilung des Patenten stehende Chrom Optics Verfahren erlaubt die Beschichtung von verschiedensten Materialien. Das Endprodukt gleicht zwar optisch einer Verchromung, hat aber gegenüber dem herkömmlichen Verfahren Vorteile. Diese sind hervorragende Produkteigenschaften wie Korrosion- und Formbeständigkeit, hohe Umweltverträglichkeit und niedrige Produktionskosten.
- Für 2008 erwarten wir mehrere Vertragsabschlüsse, was sich positiv auf die Umsatzentwicklung des Unternehmens auswirken sollte. Wir rechnen in 2008 mit einem Gesamtumsatz von EUR 9,03 Mio. Für 2009 kalkulieren wir mit einer Umsatzsteigerung von 164 % auf EUR 23,8 Mio. Auftragseingänge erwarten wir vor allem in den Bereichen Sanitär und Automobil. Auf der Margenseite rechnen wir für 2008 mit einer EBIT Marge von 52 %. Diese dürfte sich für 2009 auf 63 % erhöhen.
- Aufgrund der Neuartigkeit des Verfahrens und der erst kürzlichen Unternehmensgründung ergeben sich Risiken, die den operativen Erfolg gefährden könnten. Bisher ist das durch die Ropal-Gruppe beantragte Patent nicht erteilt; es erfolgte lediglich eine Ankündigung der Erteilung. Bei Nichterteilen des Patenten würde sich die Wettbewerbssituation deutlich abschwächen. Zudem ist der Kundenstamm zum jetzigen Zeitpunkt sehr gering. Bei Verzögerungen von Vertragsabschlüssen könnte das Wachstum deutlich abgeschwächt werden. Die nicht am Markt erprobten Produkte und die Abhängigkeit von einzelnen Lieferanten bergen ebenfalls Risiken.
- Der Unternehmenswert der Ropal Europe AG ist EUR 105 Mio, was einem Wert von EUR 18,1 pro Aktie entspricht. Zur Zielpreisbestimmung haben wir die DCF Methode sowie eine Peer Gruppen Analyse angewandt. Wir haben beide Methoden zu gleichen Teilen gewichtet, um zu unserem finalen Zielkurs zu kommen.

SWOT Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Einzigartigkeit des neuartigen Chrom Optics Verfahrens garantiert eine Alleinstellung und somit ein hohes Umsatz- und Margenpotential • Gute Werkstoffeigenschaften und im Vergleich zu Konkurrenzverfahren günstigere Kosten machen das Chrom Optics Verfahren äußerst attraktiv 	<ul style="list-style-type: none"> • Geringe Kundenbasis macht kurzfristige Vertragsabschlüsse notwendig, um Erfolg zu ermöglichen • Konjunkturelle Abhängigkeit auf Grund der Zyklizität der Geschäftsmodelle der Kunden könnte Wachstum dämpfen • Das hohe Wachstumspotential erfordert die Rekrutierung von neuen Mitarbeitern
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Weltweite Zunahme von strengeren Umweltauflagen sollte ein großes Interesse für das Chrom Optics Verfahren garantieren • Lizenzvergabe ermöglicht eine schlanke Unternehmensstruktur und somit hohes Margenpotential bei wiederkehrenden Einnahmeströmen • Anwendungsgebiete sind nicht nur auf die aktuellen Zielbereiche Automobil, Sanitär, Möbel beschränkt 	<ul style="list-style-type: none"> • Wenig Markt-erprobtes Chrom Optics Verfahren erschwert die Prognosefähigkeit auf Umsatz- wie auch auf Margenebene • Zeitrahmen von neuen Vertragsabschlüssen nur sehr schwer prognostizierbar • Geplanter Aufbau eines Spezialistentams zur Weiterentwicklung des Chrom Optics Verfahrens könnte sich verzögern

Kurz- und mittelfristige Katalysatoren

- Die Ropal Gruppe hat mit der Firma Hoppe AG, einem Marktführer im Segment Beschlagsysteme für Türen und Fenster in Europa, einen Vertrag über eine Serienanlage abgeschlossen. Diese soll im Frühjahr 2008 in Betrieb gehen. Wir erwarten diesbezüglich einen positiven Newsflow und Marketingeffekt.
- Ab Sommer 2008 wird die Ropal-Gruppe für die Valeo GmbH (Automobilzulieferer) Membranen produzieren.
- Das Unternehmen ist in Verhandlungen mit mehreren potentiellen Kunden aus den Branchen Automobil, Möbel und Sanitär und wir erwarten mehrere Vertragsabschlüsse in 2008.
- Der geglückte Börsengang dürfte das für die Expansionspläne notwendige Kapital eingebracht haben und zusätzlich für einen höheren Bekanntheitsgrad des Unternehmens sorgen.

Bewertung

Um die Ropal Europe AG zu bewerten, haben wir ein Discounted Cash Flow (DCF) Model sowie die Peer Gruppen Analyse verwendet. Diese beiden Methoden haben wir dann miteinander kombiniert. Basierend auf unsere Analyse erhalten wir für die Ropal Europe AG einen Unternehmenswert von EUR 105 Mio.

DCF Bewertung

Wir verwendeten den Free Cash Flow zum Equity (FCFE), um den DCF Wert des Eigenkapitals von der Ropal Europe AG zu berechnen. Als langfristige Wachstumsrate nahmen wir einen Wert von 2,0% an, um den Restwert zu ermitteln. Für das CAPM Model und die Berechnung der Eigenkapitalkosten von 16% benutzten wir ein Beta von 1,5, einen risikolosen Zinssatz von 4,0% und eine Risikoprämie von 8,0%. Die Cashflows wurden dann mit den Eigenkapitalkosten diskontiert.

DCF Bewertung

(in € tausend)	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Nettoeinkommen	-	3.264	10.551	13.340	16.936	18.006	19.806
(+) Abschreibungen und Amortization	-	199	350	550	550	343	448
(-) Cash flow aus working capital	-	3.222	(2.302)	(1.632)	(267)	(307)	(337)
(-) Investitionsaufwand	-	(5.680)	-	(2.000)	-	(429)	(472)
(-) Net Debt repayments	-	-	-	-	-	-	-
FCFE	-	1.005	8.599	10.259	17.219	17.613	19.445
PV der FCFE	-	969	7.143	7.346	10.630	9.373	8.921
Summe der PV of FCFE - 1. Phase	26.087						
Summe der PV of FCFE - 2. Phase	41.379						
Langfristige Wachstumsrate	2,0%						
Terminal Value	173.932						
PV des Terminal Values	51.121						
PV des FCFE	118.587						
(+) Liquide Mittel	7.083						
Unternehmenswert	125.670						

Source: VEM Aktienbank AG

Die DCF Bewertungsmethode ergab einen Unternehmenswert von EUR 125,7 Mio.

Peer Gruppen Bewertung

Um die Ropal Europe AG relativ zu ihrer Peer Gruppe zu bewerten, haben wir als Kennzahlen das geschätzte Kurs/Umsatzverhältnis, das Kurs/Gewinnverhältnis (KGV) und das geschätzte P/EBITDA Verhältnis verwendet. Geeignete und vergleichbare Unternehmen zu finden, um eine Peer Gruppe für die Ropal Europe AG zu erstellen, war nicht einfach. Zwar gibt es einige Unternehmen, die in der Beschichtungsbranche tätig sind, allerdings gehören sie oft zu großen Konglomeraten. Da diese oft sehr großen Unternehmen noch in anderen Bereichen tätig sind, erachten wir deren Kennzahlen als nur wenig aussagekräftig.

Wir haben Unternehmen in die Peer Gruppe aufgenommen, welche sich von der Unternehmensgröße aber auch vom Geschäftsmodell am ehesten mit der Ropal Europe AG vergleichen lassen. Zusätzlich haben wir Unternehmen miteinbezogen, deren Geschäftsmodelle sich ebenfalls durch Lizenzinnahmen charakterisieren.

Peer Gruppen Bewertung

in EUR Mio	2008E				2009E			
	Umsätze	EPS	EBITDA	EBIT	Umsätze	EPS	EBITDA	EBIT
Impreglon	46,10	0,98	10,91	7,51	49,79	1,18	11,95	7,97
Nanogate	14,7	0,4	1,3	0,8	21,0	0,6	1,9	1,3
ITN Nanovation	10,90	-0,07	0,00	-0,80	19,40	0,66	4,20	3,30
Software AG	751,0	4,1	202,0	181,0	837,0	4,9	235,0	207,0
Nemetschek	156	2,21	36	26,5	168	2,5	39	30
Atoss Software	26,8	0,8	4,8	4,3	29,0	0,8	5,3	4,7

	2008E						2009E					
	P/Umsatz	P/E	P/EBITDA	EV/EBITDA	P/EBIT	EV/EBIT	P/Umsatz	P/E	P/EBITDA	EV/EBITDA	P/EBIT	EV/EBIT
Impreglon	1,7	16,3	7,1	7,3	10,4	10,7	1,6	13,6	6,5	6,7	9,8	10,0
Nanogate	3,2	61,0	35,7	27,5	58,0	44,8	2,2	44,4	24,4	18,8	35,7	27,5
ITN Nanovation	4,9				-66,6	-52,1	2,7	15,0	12,7	9,9	16,2	12,6
Software AG	1,8	11,7	6,8	7,4	7,6	8,3	1,6	9,9	5,8	6,4	6,6	7,3
Nemetschek	1,1	8,3	4,9	6,2	6,7	8,4	1,1	7,4	4,5	5,7	5,9	7,4
Atoss Software	1,2	10,5	6,5	3,8	7,2	4,2	1,1	9,6	5,8	3,4	6,6	3,8
Durchschnitt	2,3	21,6	12,2	10,4	3,9	4,0	1,7	16,6	10,0	8,5	13,5	11,5
Median	1,8	11,7	6,8	7,3	7,4	8,3	1,6	11,7	6,2	6,5	8,2	8,7

FAIR VALUE in EUR MIO		
	2008E	2009E
Fairer Wert (Mittelwert)	50,2	137,2
Gewichtung	60%	40%
Fairer Wert basierend auf		
Preis/Umsatz (Mittelwert)	20,84	36,40
Preis/Umsatz (Median)	15,87	34,02
P/E (Mittelwert)	70,41	175,58
P/E (Median)	38,12	123,90
P/EBITDA (Mittelwert)	59,32	153,88
P/EBITDA (Median)	33,05	95,36

Source: Bloomberg, Reuters, VEM Aktienbank AG

Bei der Berechnung des fairen Wertes der Ropal Europe AG mittels einer Peer Gruppen Analyse haben wir das Fiskaljahr 2008 zu 60% und das Fiskaljahr 2009 zu 40% gewichtet. Basierend auf diese Kennzahlen erhalten wir für die Ropal Europe AG einen Wert von EUR 85,01 Mio.

Bewertung gesamt

Um das finale Kursziel für die Aktien der Ropal Europe AG zu berechnen, haben die beiden Bewertungsansätze – das DCF Model wie auch die Peer Gruppen Analyse kombiniert (und zwar mit der Ratio 50/50). Unser Gesamtwert für das Unternehmen ist EUR 105,3 Mio, was einem Wert von EUR 18,1 pro Aktie entspricht.

Bewertung gesamt

in Mio EUR	Unternehmenswert	Gewichtung
Wert DCF Modell	125,7	50%
Wert Peer Gruppe	85,0	50%
Fairer Unternehmenswert	105,3	

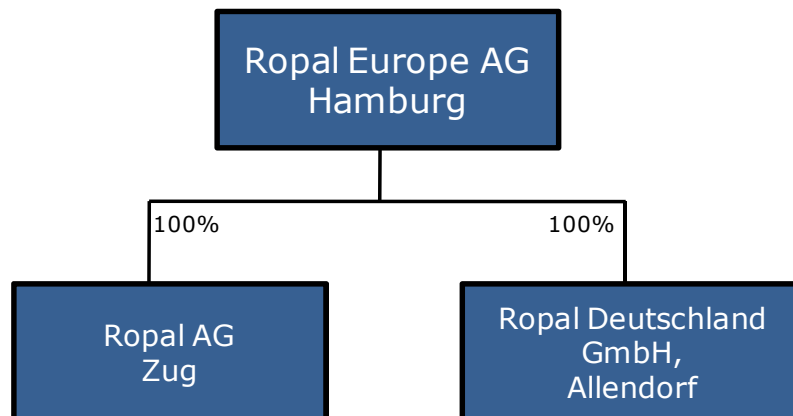
Source: VEM Aktienbank AG

Profil: Junges innovatives Unternehmen

Die Ropal Europe AG wurde am 18. Februar 2008 gegründet, hat ihren Sitz in Hamburg/Deutschland und beschäftigt aktuell 18 Mitarbeiter.

Das Unternehmen hat zwei Beteiligungen. Zum einen hält es eine 100%ige Beteiligung an der Ropal AG mit Sitz in Zug, Schweiz. Diese Gesellschaft wurde 2001 gegründet und startete ihre heutige Geschäftstätigkeit im Jahr 2006. Zum anderen hält die Ropal Europe AG eine 100%ige Beteiligung an der Ropal Deutschland GmbH mit Sitz in Allendorf, Deutschland, welche im Juli 2007 gegründet wurde. Diese Gesellschaft hat zum 1. August 2007 den Geschäftsbetrieb der WÜKO Beschichtungssysteme GbR übernommen, welche bereits seit 1998 operativ tätig ist. Nach dem Verkauf des Geschäftsbetriebes an die Ropal Deutschland GmbH verpachtet die WÜKO seit dem 1. August 2007 Sachanlagen an diese Gesellschaft.

Abbildung: Unternehmensstruktur

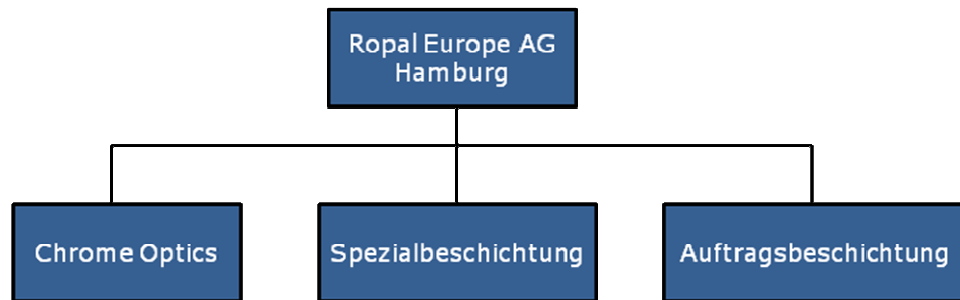


Quelle: Ropal Europe AG

Drei Geschäftsbereiche mit Fokus auf Chrom Optics

Das Unternehmen spezialisiert sich auf den Weltmarkt für Oberflächenbeschichtungen mit einem momentanen Fokus auf Europa. Die Ropal Gruppe hat 3 Haupttätigkeitsbereiche: Chrom Optics, Spezialbeschichtung für Industriemesser und konventionelle Auftragsbeschichtung.

Abbildung: Ropal Europe AG Segmente



Source: Ropal Europe AG

Chrom Optics

Das Segment Chrom Optics bildet den Schwerpunkt der angestrebten Geschäftstätigkeit der Ropal Gruppe. Zwar erzielt das Unternehmen in diesem Segment noch keinen Umsatz aus Serienherstellung und hat nur einen dünnen Kundenstamm, das Management erwartet allerdings noch 2008 Vertragsabschlüsse und ein überproportionales Wachstumspotential. Erste Lizeinnahmen hat das Unternehmen bereits erhalten.

Das neuartige und zum Patent angemeldete Verfahren erlaubt die Beschichtung von Materialien mit einer Oberfläche, welche optisch Chrom gleicht und viele Farben von Chrom (glänzend oder mattiert), über Gold bis hin zu Titan zulässt.

Gegenüber anderen herkömmlichen Verfahren hat diese Beschichtungsmethodik deutliche Vorteile. Chrom Optics ist kostengünstiger als vergleichbare Verfahren und die Beschichtung ist korrosionsbeständig, kann auf Metallen, Kunststoffteilen und anderen Materialien auch mit komplexer Oberflächengeometrie aufgetragen werden. Entwickelt wurde das Verfahren von M. Koch und G. Wübbeling. Von den Erfindern wurde das Beschichtungsverfahren an die Ropal AG übertragen. Im Gegenzug erhält Herr Wübbeling jährlich einen Betrag von 50% der Nettolizeinnahmen, d.h. der Einnahmen, die sich ausschließlich aus diesem Patent generieren, abzüglich Umsatzsteuer und aller Kosten, die im Zusammenhang mit der Verwertung des Patents entstehen. Dies sind ca. 10% der Gesamteinnahmen, die sich bei einer Lizenzerteilung aus Lizenzertag, Know-how-Überlassung, Kosten für das Anlagenlayout/Engineering zusammensetzen. Ebenfalls ausgeschlossen sind Zahlungen für die von der Ropal Gruppe angebotenen Lieferungen einer Anlage zur Nutzung des Chrom Optics Verfahrens. Diese Lizenzvereinbarung läuft bis zum Erlöschen des Patentschutzes.

Spezialbeschichtung durch Industriemesser

Das zweite Geschäftsfeld beinhaltet die Beschichtung von Industriemessern. Die Besonderheit dieser Beschichtung liegt in ihrer Antihafteigenschaft. Es ist möglich, Messer für die industrielle Verarbeitung von Waren zu beschichten, die das Schneiden fettarmer Waren wie z.B. Brot oder Käse

zulassen. Das Know-how in diesem Bereich ist nicht geschützt. Zwar soll dieses Geschäftsfeld auch künftig weitergeführt werden, allerdings ohne das Ziel, den Bereich im Besonderen auszubauen.

In diesem Bereich wird ein eigenständiger Vertrieb mit Vertriebsleiter betrieben.

Traditionelle Auftragsbeschichtung

Das dritte Geschäftsfeld ist die traditionell betriebene Auftragsbeschichtung und umfasst konventionelle Auftragsarbeiten für die verschiedensten Auftragsgeber zur Beschichtung von Fenstern, Felgen, Treppen und anderem. In diesem Geschäftsbereich wird kein aktiver Vertrieb mehr betrieben. Bestehende Kundenbeziehungen werden allerdings aufrechterhalten.

Auftragsarten und Vertrieb

Die Ropal Gruppe plant, das Chrom Optics Verfahren auf zwei Arten anzubieten: als reine Lizenzvergabe oder durch Übernahme von Dienstleistungen.

Bei der Lizenzvergabe wird die Ropal Gruppe die Produktion nicht selbst übernehmen sondern eine Lizenz an die Kunden vergeben, die es erlaubt, das Chrom Optics Verfahren anzuwenden. Dies hat Lizenzentnahmen zur Folge. Zudem geht das Unternehmen davon aus, dass zusätzlich zur Lizenzvereinbarung Produktionsanlagen nach dem Chrom Optics Verfahren an den Kunden geliefert werden. Die Anlagen werden von der Ropal Gruppe konzipiert aber nicht selbst gebaut. Vielmehr erteilt die Ropal Gruppe Aufträge an Subunternehmer, welche die Anlagen dann erstellen. Als Subunternehmen wurde bisher das deutsche Maschinenbau-Unternehmen Rippert mit Sitz in Herzebrock verpflichtet.

Im Dienstleistungsbereich übernimmt die Ropal Gruppe für ihre Kunden die Produktion als Auftragsbeschichter. Diese Aufträge sollen künftig hauptsächlich an Subunternehmer vergeben werden.

Aktuell betreibt die Ropal Gruppe in diesem Bereich keinen aktiven Vertrieb. Ein eigenes Vertriebsnetz muss also noch aufgebaut werden. Aufgrund der Neuartigkeit des Verfahrens wird das Unternehmen selbst von potentiellen Kunden angesprochen.

Management

Die Ropal Gruppe verfügt über ein erfahrenes Managementteam in ihren jeweiligen Fachbereichen.

Herr Otto Mathias Koch, welcher über jahrelange Expertise in dem Bereich Beschichtungen verfügt, ist seit Gründung Vorstand der Ropal Europe AG. Er ist Fahrzeug-Lackier Meister und Gründer der WÜKO. Er ist bis zum 18. Februar 2013 zum Vorstand bestellt. Innerhalb des Unternehmens ist Herr Koch für die Bereiche Technik und Entwicklung verantwortlich.

Herr Klaus Mairhöfer ist ebenfalls seit der Gründung Vorstand der Ropal Europe AG und verantwortlich für die kaufmännische Leitung und den Vertrieb. Er wurde bis zum 18. Februar 2013 in dieses Amt bestellt. Herr Mairhöfer ist Diplom Betriebswirt und hat jahrelange Führungs- wie auch M&A Erfahrung hauptsächlich in der Dienstleistungs- und Rohstoffindustrie.

Wettbewerb

Der weltweite Beschichtungsmarkt ist äußerst fragmentiert. Wettbewerber für die Ropal Gruppe sind Unternehmen, welche die klassische Verchromung von Materialien im Wege konventioneller insbesondere galvanischer Beschichtung durchführen. Hier gibt es kein Unternehmen, welches den Markt dominiert. Aufgrund der Einzigartigkeit des Geschäftsmodelles erwarten wir, dass das Unternehmen in der Lage sein sollte, schnell Marktanteile zu gewinnen.

Die Wachstumstreiber

Innovatives Produkt generiert hohe Nachfrage

Die positiven und neuartigen Eigenschaften des Chrom Optics Verfahrens sollten eine hohe Nachfrage garantieren.

Die innovative Beschichtungweise des Chrom Optics Verfahrens führt zur Korrosionsresistenz. Die Beschichtungen, welche mit herkömmlichen Verfahren (insbesondere durch Galvanisierung) produziert wurden, sind anfänglich zwar auch korrosionsresistent, verlieren diese Eigenschaft aber nach Beschädigung. Das Chrom Optics Verfahren vermeidet demgegenüber Rostbildung dadurch, dass sich zwischen Grundmaterial und Glanzschicht keine Elektrolytketten bilden können. Das Endprodukt ist somit länger haltbar. Dieses ist ein deutlicher Vorteil gegenüber Produkten, welche im herkömmlichen Verfahren beschichtet wurden.

Zudem erlaubt das Chrom-Optics Verfahren eine Anpassung der Dehnungseigenschaften der Beschichtung an das beschichtete Material. Dies hat eine hohe Formstabilität zur Folge. Beim herkömmlichen Verfahren ergeben sich diesbezüglich oft Probleme, da die Beschichtung einen anderen Dehnungsfaktor ausweist als das beschichtete Material.

Das Chrom-Optics Verfahren dient der Kostenreduktion bei Unternehmen

Unternehmen sind sehr danach bestrebt, kosteneffizient zu arbeiten und zu produzieren. Bei Beschichtungsprozessen stellen Energiekosten einen hohen Kostenfaktor dar. Das Chrom-Optics Verfahren ist im Vergleich zu einer galvanischen Verchromung weitaus energieeffizienter.

Zusätzlich kann der Kunde seine Prozesskosten reduzieren. Bei der Verwendung des Chrom-Optics Verfahrens kann die mechanische Vorbehandlung stark verringert werden. Es kann auf das Polieren von Metallteilen verzichtet werden, Oberflächen von Kunststoffteilen müssen nicht mehr nachgearbeitet werden und die Ausschussrate, insbesondere bei Kunststoffteilen, sinkt stark.

Im Vergleich zum galvanischen Beschichtungsverfahren können somit Kostenersparnisse von circa 20% erzielt werden.

Weitere Kostenersparnisse sind durch den Einsatz von günstigeren Materialien bei der Herstellung der zu beschichteten Produkte (z.B. Ersatz von Messing durch Aluminium) möglich.

Genereller Trend zur Umweltverträglichkeit

Staatliche Behörden wie auch Unternehmen achten in zunehmenden Maße auf die Umweltverträglichkeit von Produkten. Die Verchromung nach herkömmlichen Verfahren (insbesondere Galvanisierung) erfordert den Einsatz giftiger Produkte, insbesondere Schwermetalle. Dies führt beim Hersteller zu erheblichen Umweltrisiken, welche zu hohen Auflagen bei der Produktion führen. Die Folge sind erhöhte Kosten und ein möglicher

Imageschaden des Unternehmens. Das Chrom Optics Verfahren entlastet die Umwelt, da bei dieser neuartigen Methodik vollständig auf Schwermetalle und das giftige Perfluoroktansulfonat verzichtet wird. Somit findet bei Anwendung des Chrome Optics Verfahrens keine Umwelt- bzw. Gesundheitsbelastung statt. Geringe Entsorgungskosten sind die Folge. Zudem müssen auf Grund der außerordentlichen Umweltverträglichkeit des Verfahrens keine spezifischen gesetzlichen Auflagen erfüllt werden, was ebenfalls zur Kostenreduktion beim Kunden beitragen dürfte.

Die Risiken:

Auf Grund des neuartigen und bis anhin nicht erprobten Chrom Optics Verfahrens erachten wir die Risiken eines operativen Misserfolges als nicht unerheblich. Hinzu kommen andere unternehmensspezifische Faktoren, die ebenfalls das Unternehmensrisiko erhöhen.

Verfahren ist noch nicht patentiert

Bisher verfügt die Ropal Gruppe nicht über Patente, da diese noch nicht offiziell erteilt wurden. Die Ropal Gruppe hat mehrere Patente angemeldet und das europäische Patentamt hat bereits am 17. Dezember 2007 angekündigt, ein Patent für das Verfahren zu erteilen. Bisher ist es allerdings nicht absehbar, für welche Länder die Patentanmeldung tatsächlich in Kraft tritt. Dies wird frühestens im dritten Quartal 2008 publiziert werden.

Somit besteht das Risiko, dass die Ropal Gruppe an ihren Erfindungen keine Monopolstellung erhalten könnte, wenn nicht alle angemeldeten Patente erteilt werden sollten. Die Wettbewerbssituation der Ropal Gruppe wäre somit deutlich geschwächt.

Geringer Kundenstamm

Die Ropal Gruppe verfügt zum jetzigen Zeitpunkt über nur wenige Kunden. Zwar ist das Unternehmen in Verhandlungen mit mehreren Interessenten und das Management geht davon aus, dass diese zum Erfolg führen. Konkrete Verträge mit diesen neuen Kunden sind aber noch nicht abgeschlossen.

Zwar glauben wir an den Verhandlungserfolg, können aber nicht ausschließen, dass es zu Verzögerungen bei den Abschlüssen kommt. Dies könnte das Wachstumspotential des Unternehmens negativ beeinflussen.

Produktmängel

Das neuartige Verfahren hat bis jetzt eine Vielzahl von gängigen und erprobten Testverfahren deutscher und europäischer Konzernunternehmen positiv und ohne Ausfälle durchlaufen, ist allerdings noch nicht am Markt erprobt. Somit kann nicht gänzlich ausgeschlossen werden, dass es bei der Serienproduktion, die voraussichtlich im April 2008 beginnt, zu Fehlern oder Mängeln kommen kann. Dies könnte dazu führen, dass Kunden Haftungsansprüche anmelden. Zusätzlich könnten Produktmängel dazu

führen, dass keine Marktakzeptanz aufgebaut werden kann. Dies könnte die Folge haben, dass der Auftragseingang auf geringem Niveau bleibt.

Abhängigkeit von Lieferanten

Die Ropal Europe AG hat mit der Rippert Anlagentechnik GmbH & Co KG einen Vertrag abgeschlossen und diesen als Generalunternehmer für den Anlagenbau eingesetzt. Sollten die Geschäftsbeziehungen aus diversen Gründen beendet werden, so besteht das Risiko einer kurzfristigen Beeinträchtigung der Lieferfähigkeit von der Ropal-Gruppe an ihre Kunden.

Mittelverwendung und Aktionärsstruktur

Die Mittel aus dem erfolgreichen IPO sollen hauptsächlich für neue Produktions- und Entwicklungsanlagen verwendet werden, um die erhöhte Nachfrage nach dem Chrom Optics Verfahrens mittelfristig befriedigen zu können.

Konkret sollen die Mittel in den Produktionsstandort Deutschland fließen. Hier sollen eine neue Produktionsanlage, eine Halle sowie ein Betriebsgebäude entstehen. Zusätzlich sollen eine Nachverbrennungs- sowie eine Phospatierungsanlage gebaut werden. Die für 2008 geplanten Investitionen sollten ausreichen, um das Ropals Wachstum mittelfristig zu finanzieren und zu sichern.

Die geplanten Investitionen für das Geschäftsjahr 2008 setzen sich im Detail wie folgt zusammen:

Abbildung: Post IPO Mittelverwendung

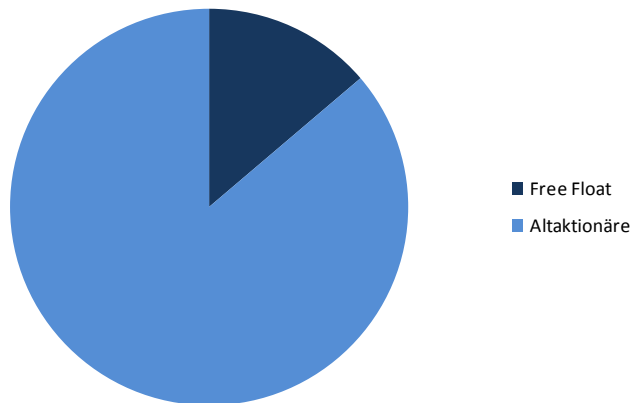
	2008 in TEUR
Neue Produktionsanlage	3000
Neubau Halle und Betriebsgebäude	1750
Renovierung bestehender Gebäude	350
Nachverbrennungsanlage	300
Phospatierungsanlage	200
Technische Laborausüstung	80
Gesamt	5680

Source: VEM Aktienbank AG

Die Aktionärsstruktur bis zum IPO ist wie folgt:

	Anzahl Aktien	in %
Pohl Beteiligungs GmbH	540000	11%
RSI Societas	1620000	32%
RUPAG Grundbesitz	300000	6%
FTBM Beteiligungs GmbH	540000	11%
INBAG AG	1900000	38%
Klaus Mairhöfer	100000	2%
Total	5000000	

Abbildung: Post IPO Aktionärsstruktur



Source: VEM Aktienbank AG

Finanzen

Substitutionseffekt führt zu hohem Umsatzwachstum

Das Chrom Optics Verfahren kann generell in Märkten angewendet werden, in denen Werkstoffe beschichtet werden. Die Ropal Gruppe plant, sich kurz- bis mittelfristig auf die Bereiche Automobil, Sanitär und Möbel in Europa zu konzentrieren. Längerfristig erwarten wir zuerst eine horizontale Ausbreitung des Geschäftsmodells in außereuropäische Märkte. Eine vertikale Ausweitung auf andere Branchen wird später folgen.

Die Gesamtgröße des Absatzmarktes ist schwer abzuschätzen. Unabhängige Schätzungen sprechen von einer relevanten Marktgröße von EUR 2 Mrd im Bereich der Galvanisierung allein in Deutschland mit einem jährlichen Marktwachstum von 5%.

Wir erwarten, dass die Ropal Gruppe in den nächsten Jahren ein Umsatzwachstum verzeichnet, das weit höher als das Marktwachstum ist. Dies vor allem auf Grund von überproportional hohen Marktanteilsgewinnen wegen der bereits erwähnten Vorteile des Chrom Optics Verfahrens.

Drei vielversprechende Lizenzverträge existieren bereits:

- Mit der Firma Hoppe, einem europäischen Marktführer in der Entwicklung und Vermarktung von Beschlagsystemen für Türen und Fenster, ist ein Lizenzvertrag über Beschlagsysteme für Türen und Fenster abgeschlossen worden. Die Serienanlage soll im ersten Halbjahr 2008 in Betrieb genommen werden. Wir rechnen mit Lizenzeinnahmen von EUR 1 Mio in 2008.
- Mit der Rettig ICC existiert seit 2007 ein Vertrag über die Entwicklung eines Chrom Optics Verfahrens für dekorative Heizkörper. Wir erwarten, dass 2008 ein Umsatz von EUR 750 000 erzielt werden kann.
- Der dritte Kunde ist die Valeo GmbH, ein führendes Unternehmen im Bereich Automobilzulieferung. Hier hat die Ropal Gruppe einen Rahmenliefervertrag über die Lieferung von Alumembranen, die mit dem Chrom Optics Verfahren beschichtet werden, geschlossen. Erfolgreiche Testserien unter anderem im VW Zentrallabor sind bereits abgeschlossen und ab Sommer 2008 sollen mehr als 100.000 Membranen pro Monat beschichtet werden. Der Umsatz sollte im Geschäftsjahr 2008 EUR 500 000 betragen.

Zudem ist das Unternehmen in finalen Gesprächen mit mehreren namhaften Interessenten aus verschiedensten Branchen. Potentielle neue Anwender sind unter anderen die führenden Anbieter im hochpreisigen Segment der Sanitärarmaturenindustrie und die führenden deutschen Automobilhersteller bzw. ihre Zulieferer. Wir rechnen damit, dass mehrere Lizenzverträge noch im Geschäftsjahr 2008 abgeschlossen werden.

Für das Geschäftsjahr 2008 erwarten wir einen Umsatz von EUR 6,8 Mio. Außer den bereits bestehenden Verträgen rechnen wir mit zusätzlichen Umsätzen aus den Segmenten Sanitär und „Weiße Ware“ (Waschmaschinen etc.).

Ein rasantes Umsatzwachstum erwarten wir für das Geschäftsjahr 2009. Hier kalkulieren wir mit Lizenzeinnahmen von EUR 21,24 Mio, was einem Umsatzwachstum von 211,2 % entspricht. Auf Unternehmensbasis rechnen wir mit einem Umsatzwachstum von 164% (EUR 23,84 Mio). Haupttreiber dürfte der Automobilbereich sein, wo mehrere Vertragsabschlüsse in diesem Jahr erfolgen dürften und im Geschäftsjahr 2009 für überproportionale Umsatzsteigerungen sorgen sollten. Die Segmente „Weiße Ware“ und Sanitär sollten ebenfalls überproportional anwachsen.

Zwar rechnen wir für 2010 und die folgenden Jahre mit einer Wachstumsverlangsamung im Umsatz, die überproportionalen Wachstumsraten relativ zum Gesamtmarkt sollten aber beibehalten werden.

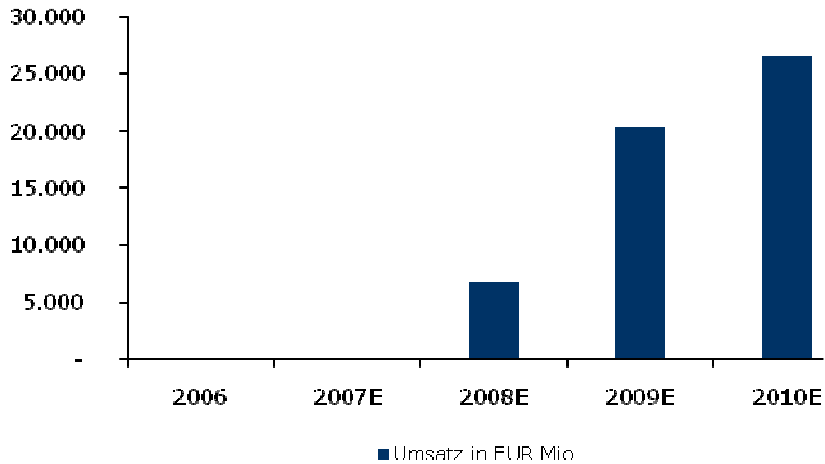
Für 2010 erwarten wir, dass die Ropal Gruppe einen Marktanteil (Beschichtungen Deutschland) von ca. 1,5% erreicht. Zwar erachten wir dies einerseits als sehr positiv, andererseits demonstriert es deutlich, welches Wachstumspotential das Unternehmen auch längerfristig hat.

Umsatzentwicklung Lizenzvertrieb

Lizenzvertrieb (in tsd. EUR)	2008E	2009E	2010E	2011E
Sanitär	1.750	2.650	3.445	4.306
Wachstum in %		51,4%	30%	25%
Möbel	0	500	650	845
Wachstum in %			30%	30%
Weisse Ware	1.269	4.000	4.400	4.840
Wachstum in %		215,3%	10%	10%
Automotive	2.366	11.688	16.363	21.271
Wachstum in %		394,0%	40%	30%
Sonstiges	1.439	2.400	2.640	2.904
Wachstum in %		66,7%	10%	10%
Total	6.824	21.238	27.498	34.167
Wachstum		211,2%	29,5%	24,3%

Source: VEM Aktienbank AG

Abbildung: Umsatzentwicklung gesamt



Source: VEM Aktienbank AG

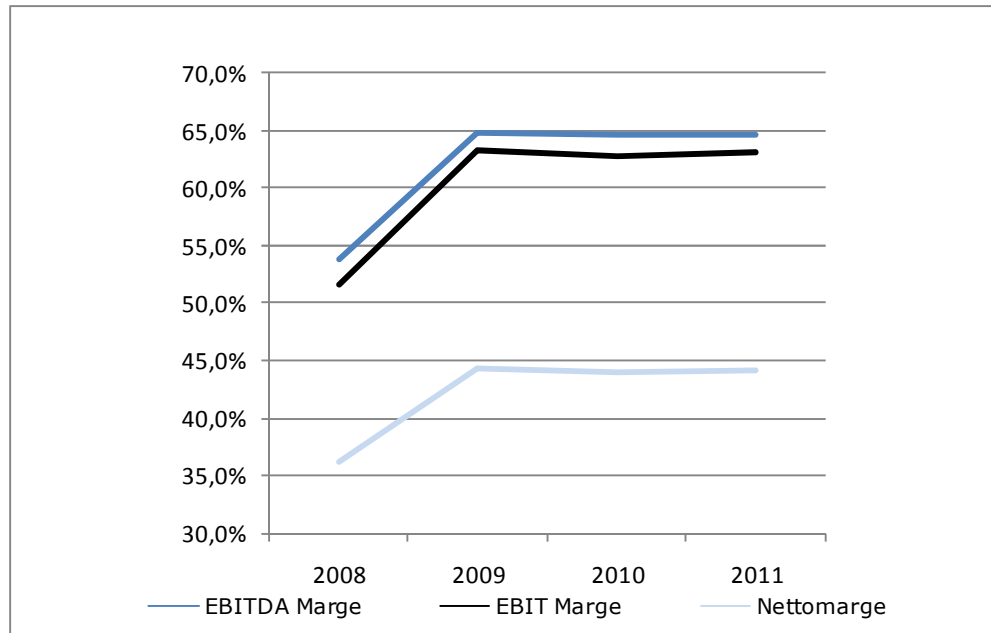
Hohe Gewinnmargen

Die Umsätze der Ropal-Gruppe sollten in den nächsten Jahren nicht nur stark ansteigen, wir sehen auch die Margenentwicklung des Unternehmens als sehr positiv.

Wie bei den meisten Lizenzunternehmen sind die Gewinnmargen auch für die Ropal-Gruppe überproportional hoch. Auf kostenintensive Produktion wird weitgehend verzichtet und ein Großteil des operativen Geschäftes kann ausgelagert werden.

Für 2008 rechnen wir mit einer EBIT Marge von 52 % und einer Nettomarge von 47,8 %. Im Geschäftsjahr 2009 erwarten wir einen Margenausbau. Dies auf Grund der Tatsache, dass die Umsätze weit mehr steigen sollten als die Kosten. Zwar sollte der Personalbestand 2009 nochmals erhöht werden, ebenso wie die Ausgaben für den Vertrieb, nichtsdestotrotz sollte die Kostensteigerungen moderat ausfallen und das Unternehmen sollte in der Lage sein, mit geringen Investitionen, ein hohes Umsatzwachstum zu erreichen. Dementsprechend rechnen wir für das Geschäftsjahr 2009 mit einer EBIT Marge von 63 % und einer Nettorendite von 44 %.

Margenentwicklung



Source: VEM Aktienbank AG

Investitionen kalkulierbar

Mit den geplanten Mitteleinahmen von EUR 6 Mio aus dem Börsengang sollte es dem Unternehmen gelingen, das Umsatzwachstum für die nächsten Jahre zu finanzieren. Wir rechnen erst 2010 wieder mit neuen Kapitalausgaben. Wir rechnen mit einem positiven Cashflow von EUR 7,0 Mio in 2008 und EUR 7,864 Mio in 2009.

Anhang – Finanzberichte

Gewinn- und Verlustrechnung

(in tsd. EUR)	2008E	2009E	2010E	2011E
Lizenzvertrieb	6.824	21.238	27.498	34.167
Wachstum in %		211,2%	29,5%	24,3%
Lohnbeschichtung	806	1.128	1.354	1.557
Wachstum in %		40%	20%	15%
Lohnbeschichtung Klassik	960	989	1.018	1.049
Wachstum in %		3%	3%	3%
Messerbeschichtung	437	459	482	506
Wachstum in %		5%	5%	5%
Umsatzerlöse	9.027	23.814	30.352	37.279
Wachstum in %		164%	27%	23%
Materialaufwand	-1.817	-5.068	-6.617	-8.127
in % des Umsatzes	20,1%	21,3%	21,8%	21,8%
Rohergebnis	7.210	18.746	23.735	29.152
Bruttomarge	79,9%	78,7%	78,2%	78,2%
Personalaufwand	-1.084	-2.196	-2.732	-3.355
in % des Umsatzes	12,0%	9,2%	9,0%	9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-1.264	-1.127	-1.396	-1.715
in % des Umsatzes	14,0%	4,7%	4,6%	4,6%
EBITDA	4.862	15.423	19.607	24.082
EBITDA Marge	54%	65%	65%	65%
Abschreibungen	-199	-350	-550	-550
EBIT	4.663	15.073	19.057	23.532
EBIT Marge	52%	63%	63%	63%
Zinsergebnis	0	0	0	0
Ergebnis vor Ertragsteuern	4.663	15.073	19.057	23.532
Steuern vom Ertrag	-1.399	-4.522	-5.717	-7.060
Steuersatz	30%	30%	30%	30%
Konzernjahresergebnis	3.264	10.551	13.340	16.472
	36%	44%	44%	44%
Gewinn pro Aktie	0,56	1,82	2,30	2,84
Gewinn- bzw. Verlustvortrag	922	4.186	14.737	28.077
Konzernbilanzgewinn/-verlust	4.186	14.737	28.077	44.550

Source: VEM Aktienbank AG

Bilanz

(In tausend Euro)	2008E	2009E	2010E	2011E
AKTIVA				
Anlagevermögen				
Immaterielle Vermögenswerte				
Konzessionen und Lizenzen	0	0	0	0
Sachanlagen				
Grundstücke und Gebäude	2.290	2.153	2.719	2.505
Technische Anlagen	3.462	3.256	4.111	3.786
Andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattungen	117	110	139	128
Materielle u. immaterielle Vermögenswerte	5869	5519	6969	6419
Umlaufvermögen				
Vorräte	300	791	1.009	1.239
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände				
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2.000	5.276	6.725	8.259
Sonstige Vermögensgegenstände	540	1.425	1.816	2.230
Rechnungsabgrenzungsposten	29	77	98	120
Liquide Mittel	7.083	15.682	25.940	42.696
TOTAL	15.821	28.769	42.556	60.963
PASSIVA				
Eigenkapital				
Gezeichnetes Kapital	6.000	6.000	6.000	6.000
Konzernbilanzgewinn	4.186	14.737	28.077	44.550
Rückstellungen				
Steuerrückstellungen	1.385	3.654	4.657	5.720
Sonstige Rückstellungen	200	528	672	826
Verbindlichkeiten				
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	0	0	0	0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	550	1.451	1.849	2.271
Sonstige Verbindlichkeiten	3.500	2.400	1.300	1.597
TOTAL	15.821	28.769	42.556	60.963

Source: VEM Aktienbank AG

Kapitalflussrechnung

(in tausend EURO)	2008E	2009E	2010E	2011E
Konzernergebnis	3.264	10.551	13.340	16.472
Abschreibungen aus immaterielles Vermögen und Sachanlagen	199	350	550	550
Veränderung der Rückstellungen	1.357	2.596	1.148	1.216
Veränderung der Forderungen und anderer Aktiva	-1.222	-4.700	-2.078	-2.201
Veränderung der Verbindlichkeiten und anderer Passiva	3.087	-199	-702	719
Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit	6.685	8.599	12.259	16.756
Auszahlungen für Investitionen in immaterielles Vermögen und Sachanlagen	-5.680	0	-2.000	0
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-5.680	0	-2.000	0
Einzahlungen von Gesellschaftern (Kapitalerhöhung)	6.000	0	0	0
Ausschüttungen an Gesellschafter (Dividenden)	0	0	0	0
Veränderung der Bankverbindlichkeiten	0	0	0	0
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	6.000	0	0	0
Zahlungswirksame Veränderungen der liquiden Mittel	7.005	8.599	10.259	16.756
Liquide Mittel am Anfang der Periode	78	7.083	15.682	25.940
Liquide Mittel am Ende der Periode	7.083	15.682	25.940	42.696

Source: VEM Aktienbank AG

Kennzahlen

	2008E	2009E	2010E	2011E
Wachstum				
Umsatz		163,8%	27,5%	22,8%
EBITDA		217,2%	27,1%	22,8%
EBIT		223,2%	26,4%	23,5%
EBT		223,2%	26,4%	23,5%
Nettoeinkommen		223,2%	26,4%	23,5%
Margen				
Bruttomarge	79,9%	78,7%	78,2%	78,2%
EBITDA Marge	53,9%	64,8%	64,6%	64,6%
EBIT Marge	51,7%	63,3%	62,8%	63,1%
EBT Marge	51,7%	63,3%	62,8%	63,1%
Nettomarge	36,2%	44,3%	44,0%	44,2%
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzkennzahlen				
ROE	32,0%	50,9%	39,1%	32,6%
ROIC	34,0%	52,6%	40,8%	33,7%
ROCE	32,0%	50,9%	39,1%	32,6%
Verschuldungsgrad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigenkapitalquote	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Kapitalumschlag	1,75	1,21	1,40	1,64
Pro Aktie				
EPS	0,56	1,82	2,30	2,84
EPS Wachstum		223,2%	26,4%	23,5%
DPS	-	-	-	-
DPS Wachstum		-	-	-
Buchwert	1,76	3,58	5,88	8,72
Kennzahlen				
P/Umsatz	5,87	2,23	1,75	1,42
P/Gewinn	16,24	5,02	3,97	3,22
P/Buchwert	5,20	2,56	1,56	1,05
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Quelle: VEM Aktienbank AG

Legal Disclaimer:

This financial analysis must be treated as a marketing communication for the purposes of Directive 2004/39/EC as it has not been prepared in accordance with legal requirements designed to promote the independence of investment research and it is not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research.

This financial analysis is provided for informational purposes only. The analysis bases on available information and data ("the Data") believed to be reliable and complete, but no representations or guarantees are made neither by VEM Aktienbank AG ("VEM") nor by its employees with regard to the reliability or completeness of the Data.

Neither VEM nor its employees accept any liability or responsibility whatsoever for any expense, loss or damages arising out of or in any way connected with the use of this analysis or any part of it.

This analysis does not constitute or form part of, and should not be construed as, any offer for sale or subscription of, or any invitation to offer to buy or subscribe for any securities. An investment decision ought to be based on a properly approved prospectus or information memorandum and under no circumstances on this document. In any cases, investors must make their own independent decision as to whether the securities are appropriated on their own judgment and upon the advice of any relevant advisors they have consulted.

Opinions, estimates and projections in this analysis constitute the current judgment of its author as of the date of this analysis. They do not necessarily reflect the opinions of VEM and are subject to change without notice. Past performance is not necessarily a guide to future performance.

This financial analysis is not being issued in the United States of America and must not be distributed to U.S. persons (as defined in Regulations S of the U.S. Securities Act of 1933, as amended ("Securities Act") or publications with a general circulation in the United States. This financial analysis does not constitute an offer or invitation to purchase any securities in the United States. The securities of the company described in this financial analysis have not been registered under the Securities Act and may not be offered, sold or delivered within the United States or to U.S. persons absent from registration under or an applicable exemption from the registration requirements of the United States Securities Law.

This financial analysis is directed only at persons (I) who are outside the United Kingdom or (II) who have professional experience in matters relating to investments and fall within Article 19 (5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 ("the Order"), or (III) are persons falling within Article 49 (2) (A) to (D) (High Net Worth Entities) of the Order (all such persons being referred to as "Relevant Persons"). This document is directed only at Relevant Persons and other persons should not act or rely on this report or any of its contents.

Neither this analysis nor any copy of it may be taken or transmitted into Canada or Japan or distributed or redistributed in Canada or Japan or to any resident thereof. The distribution of this analysis in other jurisdictions may be restricted by law and recipients should inform themselves about and observe any such restrictions. Any failure to comply with these restrictions may constitute a violation of the laws of any other such jurisdiction.

This analysis may not be reproduced, redistributed, passed on to any other person or published in whole or in part without the prior written notice of VEM. In particular VEM does not allow the redistribution of this analysis to nonprofessional investors and cannot be held responsible in any way for any third parties who effect such redistribution.

By accepting this analysis you agree to be bound by the foregoing restrictions.

Disclosure of potential conflicts of interests according to Section 34b of the German Securities Trading Act (WpHG) in combination with the German Ordinance on the Analysis of Financial Instruments (FinAnV) at the date of publication of the analysis:

Section 34b of the WpHG in combination with the FinAnV requires credit institutions preparing and publishing financial analyses to point out possible conflicts of interest with respect to the companies that are the subjects of the analyses.

A conflict of interest is presumed to exist, in particular, if a credit institution preparing and publishing financial analyses or its affiliates:

- 1) hold a more than 5% interest in the capital stock of the company that is the subject of the analysis,
- 2) regularly hold shares of the company that is the subject of the analysis in its trading portfolio,
- 3) manage the financial instruments that are, or whose issuers are, the subject of the financial analysis on a market by placing buy or sell orders,
- 4) have, within the past twelve months, participated in leading a consortium for the issue via public offer of the financial instruments that are, or whose issuers are, the subject of the financial analysis,
- 5) have, within the past twelve months, been party to an agreement on the provision of investment banking services with the issuers that are, or whose financial instruments are, the subject of the financial analysis, or have received services or a promise to perform under the terms of such an agreement during the same period,
- 6) have entered into an agreement on the preparation of the financial analysis with the issuers that are, or whose financial instruments are, the subject of the financial analysis,
- 7) have received or acquired shares in an issuer that is, or whose financial instruments are, the subject of the financial analysis prior to their issue,
- 8) have any other significant economic interests relating to the issuers that are, or whose financial instruments are, the subject of the financial analysis, for example the remuneration of the credit

- institutions preparing and publishing a financial analysis is dependent on investment banking transactions,
- 9) or a director or employee of the credit institution preparing and publishing financial analyses is a member of a board of the issuer that is, or whose financial instruments are, the subject of the financial analysis.

Specific notes of potential conflicts of interests (No. 1) - 9)) with respect to the company that is the subject of this analysis:

- 2) VEM or its affiliates regularly hold shares of the company that is the subject of this analysis,
- 3) VEM or its affiliates manage the financial instruments that are, or whose issuer is, the subject of this financial analysis on a market by placing buy or sell orders (market maker),
- 4) VEM or its affiliates have within the past twelve months, participated in leading a consortium for the issue via public offer of the financial instruments that are, or whose issuer is, the subject of this financial analysis,
- 5) VEM or its affiliates have been providing investment banking services for the company that is the subject of this analysis during the last 12 months for which compensation has been paid.
- 6) VEM or its affiliates have entered into an agreement on the preparation of the financial analysis with the company that is, or whose financial instruments are, the subject of this financial analysis,

VEM has made internal organisational arrangements so as to prevent as far as possible any conflicts of interest in preparing and publishing analyses. Information barriers prevent giving analysts access to information that may cause conflicts of interest for VEM with regard to the company or the securities discussed. Information barriers also apply to any non-public information of which VEM or its employees are aware from a business relationship with the company discussed.

Authors of this financial analysis:

Raimund Saier, Diplom Volkswirt, CEFA, M.A.

Company responsible for the preparation and communication of this financial analysis:

VEM Aktienbank AG, Munich („VEM“)

VEM is registered as Credit Institution at the German Federal Financial Supervisory Authority (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - „BaFin“), Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt, Germany and is subject to supervision by the BaFin.

Details of material sources of information:

This financial analysis is based on public available information (Company presentations, Annual Reports, Press Informations etc.). Moreover, management interviews for more detailed information about the current business development were held with the company.

The analysis was not made available for the company before publishing it.

Summary of the valuation methods and principles applied in the preparation of the financial analysis:

The valuations underlying the ratings of the securities analysed by VEM are based on generally accepted and widely used methods of fundamental valuation, such as DCF model, Peer group comparison, NAV valuation and - where applicable - a Sum-of-the-parts model.

VEM applies an absolute equity rating system with 3 grades. Each grade complies with following expectations (Ratings refer to time period of 6 months):

BUY: The expected return (composed of the projected change of the share price and the anticipated dividend yield) is at least + 10 %.

HOLD: The expected return (composed of the projected change of the share price and the anticipated dividend yield) ranges from - 10 % and + 10 %.

SELL: The expected return (composed of the projected change of the share price and the anticipated dividend yield) is worse than - 10 %.

For further important details concerning the valuations methods applied in the preparation of this analysis, the meaning of the specific investment recommendation (including the recommended investment period, the risks associated with the investment and the sensitivity of the valuation parameters) please see the Section „Valuation“ in this analysis.

Additional important information:

Date of first publication of this analysis by VEM: 28 April, 2008

Date and Time of relevant Share Price (see first page): 08 April, 2008

A schedule for an update of this Analysis is not appointed yet. VEM reserves to update any individual analysis without prior notice.