



Researchstudie (Anno)



Stand 22.07.2008

KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 23

Sunline AG*⁵

KAUFEN

Kursziel: 6,40 Euro

Kurs: 3,50 Euro
15. Juli 2008
Frankfurt, 10:00 Uhr

Letztes Rating
(Kursziel):

KAUFEN (6,98 €)

Marktsegment:
Open Market
(Freiverkehr)

Rechnungslegung:
IFRS

Analysten:

Felix Gode
gode@
gbc-ag.de

Manuel Hölzle
hoelzle@
gbc-ag.de

IR-Kontakt:

Sunline AG
Investor Relations
Hans-Vogel-Str. 22
D-90765 Fürth

Tel.: 0911-791019-28
Fax.: 0911-791019-17

Info@sunline.de

www.sunline.de

Unternehmensprofil:

Branche: Solartechnik

Fokus: Systemanbieter Photovoltaik, Solarparks, Netzanlagen, Consumerprodukte

Mitarbeiter: 100 (31.12.2007)

Firmensitz: Fürth, D

Gründung: 1986

Vorstand: Wolfgang Wismeth,
Michael Schatz

WKN: A0BMP0

ISIN: DE000A0BMP00

Börsenkürzel: SU3

Anzahl Aktien: 6,225 Mio.

Marktkap.: 21,78 Mio. Euro

Streubesitz: 30 %

52 W Hoch: 6,49 Euro

52 W Tief: 3,40 Euro

Durchs. Tagesvolumen : 41.563 €*
* Quelle Deutsche Börse (Frankfurt Parkett und Xetra, 12 Monate)

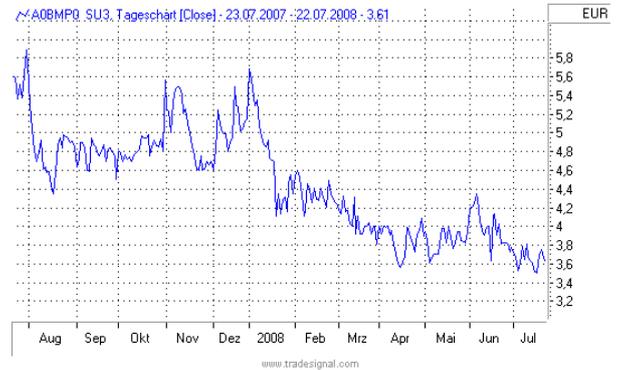


Chart B.I.S

In Mio. €	2006	2007	2008e	2009e
Umsatz	49,79	49,81	80,00	110,00
EBITDA	-1,20	1,89	3,30	5,40
EBIT	-1,57	1,47	2,88	4,95
Jahresüberschuss	-1,97	0,94	1,86	3,08
In Euro				
Gewinn je Aktie	-0,32 €	0,15 €	0,30 €	0,49 €
Dividende je Aktie	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
In %				
EBITDA-Marge	-2,41 %	3,77 %	4,13 %	4,91 %
EBIT-Marge	-3,15 %	2,93 %	3,59 %	4,50 %
Dividendenrendite	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Kennzahlen				
EV/Sales	0,56	0,50	0,32	0,23
EV/EBITDA	neg.	13,26	7,84	4,64
KGV	neg.	23,30	11,73	7,07
KBV (auf Basis EK zum 31.12.2007)		1,77		

Highlights:

- Turnaround in 2007 erreicht
- Ergebniskennzahlen in 2007 durchweg positiv
- Großauftrag in Spanien von Finanzinvestor über 80 Mio. € erhalten
- Neuer Wartungs- und Servicebereich trägt zu Margensteigerungen bei
- Günstige Bewertung der Aktie im Solarumfeld
- Hohes Kurspotenzial bei Zielerreichung

Inhaltsangabe

Unternehmen

Profil	5
Aktionärsstruktur.....	5
Die nächsten Unternehmenstermine.....	5
Geschäftstätigkeit.....	6

Markt und Marktumfeld

Markt und Marktumfeld.....	7
SWOT-Analyse Sunline AG.....	11

Unternehmensentwicklung und Prognose

Zahlen im Überblick	12
Geschäftsentwicklung 2007.....	13
Umsatzentwicklung.....	13
Ergebnisentwicklung.....	14
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	15
Prognose und Modellannahmen.....	16

Bewertung/ Fazit

DCF Bewertung	19
Bestimmung der Kapitalkosten	19
Discounted Cashflow-Modell.....	20
Fazit	21

Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	22
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	24

Unternehmen

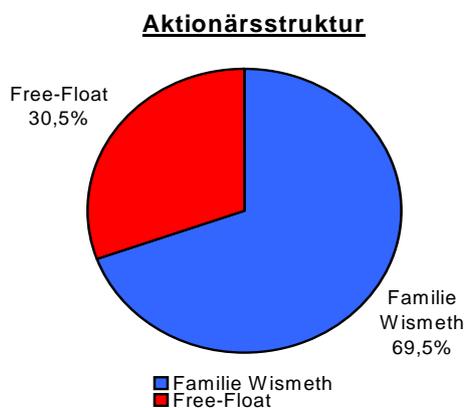
Profil

Die Sunline AG ist ein Systemanbieter für Solartechnik, der alle für Solaranlagen notwendigen Komponenten vertreibt. Zudem berät das Unternehmen seine Kunden bei der Planung von Photovoltaik- und Solarthermie-Anlagen und betreut bestehende Anlagen. Das Unternehmen unterscheidet zwischen vier Geschäftsbereichen. So bietet die Sunline AG im Bereich **SolarStrom-Kraftwerke** alle Leistungen aus einer Hand für den Bau großer Sonnenkraftwerke. Im Bereich **SolarStrom-Investments** werden verschiedene Photovoltaikanlagen für Investoren in einem Portfolio gebündelt. Die Wartung der Anlagen wird aus dem Bereich **SolarStrom-Service** heraus erbracht. Der Bereich **SolarStrom-Lösungen** umfasst, neben dem Handelsgeschäft für Module und Komponenten, auch Consumerprodukte und Inselanlagen, beispielsweise Solarlampen oder Solarpumpen, die vor allem an den Camping-Großhandel, Baumärkte und den Versandhandel geliefert werden.

Als Nachfolger der GWU Solar und der GWU Solar GmbH besitzt das Unternehmen bereits über 20 Jahre Erfahrung mit Solaranlagen. Derzeit beschäftigt die Sunline AG rund 100 Mitarbeiter in Deutschland. Jüngst wurde die Expansion auf ausländische Märkte vorangetrieben. Besonders in Spanien ist das Potenzial derzeit sehr hoch. Erste Photovoltaik-Kraftwerke hat Sunline in Spanien bereits errichtet. Aber auch in Tschechien, Italien und Griechenland sollen die Aktivitäten ausgebaut werden.

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Familie Wismeth	69,50 %
Freefloat	30,50 %
Gesamt	100 %



Quelle: Sunline AG, GBC

Die nächsten Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Hauptversammlung 2008	25.07.2008
Halbjahreszahlen 2008	15.09.2008
Investorenkonferenz M:access	November 2008

Geschäftstätigkeit

Die Sunline AG versteht sich als Full-Service Provider, von der Planung über die Erstellung bis zur Wartung von Photovoltaikanlagen. Dabei unterscheidet das Unternehmen vier verschiedene Geschäftsbereiche: SolarStrom-Lösungen, SolarStrom-Kraftwerke, SolarStrom-Investments sowie SolarStrom-Service. Das Geschäftsfeld Solarthermie wird derzeit zu Gunsten des Bereiches Photovoltaik nicht weiter ausgebaut und hat für Sunline nur noch eine untergeordnete Bedeutung.

SolarStrom-Kraftwerke

In der Photovoltaik wird Sonnenenergie in elektrische Energie umgewandelt. Der gewonnene Strom kann dann in das öffentliche Stromnetz eingespeist werden.

Die Sunline AG ist selbst kein Modulhersteller, sondern tritt als Systemanbieter auf und bietet ganzheitliche Lösungen für die Planung, Installation und Wartung sowie den Vertrieb von Photovoltaikanlagen für die Netzeinspeisung.

Auf Basis des Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG) wird in Deutschland für aus Photovoltaik gewonnener und in das öffentliche Stromnetz eingespeister Energie eine Einspeisevergütung gezahlt. Das Gesetz verpflichtet Stromnetzbetreiber derzeit eine über 20 Jahre gleich bleibende Einspeisevergütung zu vergüten. Auch in vielen anderen europäischen Staaten wie Spanien oder Italien, wurden mittlerweile solche, die erneuerbaren Energien fördernden, Gesetze erlassen.

Während Photovoltaik-Netzanlagen für Privathäuser über bestehende Vertriebspartner verkauft werden, verfügt die Sunline AG auch selbst über das notwendige Know-How, um Photovoltaik-Großprojekte umzusetzen. Solche werden entweder auf großen Gebäuden oder als Freiflächenanlagen installiert. Im Geschäftsjahr 2007 steuerte das Projektgeschäft den größten Umsatzanteil von rund 60 % bei.

Dieser Anteil soll sich in den nächsten Jahren sogar noch weiter erhöhen. Hierfür hat das Unternehmen bereits die Weichen gestellt und hat die Expansion in andere europäische Länder vorangetrieben. So wurden in Spanien und Tschechien bereits Tochtergesellschaften gegründet, um zukünftig Projekte auf diesen Märkten realisieren zu können, die entsprechend große Umsatzvolumina beisteuern sollten. In Spanien wurden indes bereits die ersten Aufträge generiert und abgewickelt. Die Projektpipeline auf der Iberischen Halbinsel ist aktuell ebenfalls gut gefüllt und verspricht steigende Umsatzerlöse. Aber auch auf weiteren attraktiven Auslandsmärkten wie Italien oder Griechenland ist der Eintritt geplant.

SolarStrom-Lösungen

Dem Bereich SolarStrom-Lösungen ist das Handelsgeschäft untergliedert. Hierbei liefert Sunline Module und Komponenten wie z.B Wechselrichter an den Fach- bzw. Großhandel. Auf Wunsch können auch individuelle Paketlösungen angeboten werden. Der Bezug der Module erfolgt dabei von internationalen Top-Herstellern wie Sharp, Trina Solar oder SMA Solar und soll auch mit deutschen Zulieferern wie Solarwatt, Ersol

zunehmend ausgebaut werden. Dabei werden jährliche Rahmenlieferverträge geschlossen, die einen festen Bezugspreis garantieren.

Der Bereich SolarStrom-Lösungen umfasst aber auch Inselanlagen und Consumerprodukte. Solare Inselssysteme werden überall dort verwendet, wo der gewonnene Solarstrom direkt verbraucht wird sowie zur Elektrifizierung netzferner Einrichtungen. Zusätzlich verfügen die meisten Inselssysteme über Akkus oder Batterien, in denen der erzeugte Strom gespeichert wird und bei Bedarf abgerufen werden kann. Die bekanntesten Anwendungen von Inselanlagen sind solarbetriebene Parkuhren u.ä.

Immer mehr Inselanlagen werden für den Bereich der Consumerprodukte verwendet. Immer größerer Beliebtheit erfreuen sich in diesem Bereich solarbetriebene Pumpen oder Leuchten für den Gartenbereich, wobei tagsüber durch Sonnenlicht ein Akku aufgeladen wird, der dann nachts für den Betrieb der Lampe sorgt.

In diesem Bereich tritt die Sunline AG ebenfalls lediglich als Händler auf. Aus der eigenen Produktion stammen nur die solarbetriebenen Pumpen, die vornehmlich in Gärten für kleine Springbrunnen eingesetzt werden. Vertrieben werden die Consumerprodukte im Fachhandel, Baumärkten oder Campinggeschäften sowie dem eigenbetriebenen Online-shop www.solartechnik.de.

SolarStrom-Investments

Um der steigenden Nachfrage nach Solarstrominvestments gerecht zu werden, hat Sunline mit SolarStrom-Investments ein neues Geschäftsfeld errichtet. Nachdem Sunline erfolgreich erste Photovoltaik-Großprojekte in Spanien umgesetzt hat, sollen nun in Zusammenarbeit mit institutionellen Investoren mehrere Photovoltaik-Kraftwerke zu einem Portfolio gebündelt und über einen Publikumsfonds finanziert werden. Sunline ist dabei für die Planung, Bauleistung und Betriebsführung der Anlagen verantwortlich, während der Investor die Vermarktung und Finanzierung der Projekte übernimmt. Durch die hohe und stabile Kapitalverzinsung eignen sich Photovoltaik-Publikumsfonds gut für die weitere Vermarktung.

Ein erstes Projekt in diesem Zusammenhang soll noch im zweiten Halbjahr 2008 in Spanien beginnen. Hierfür wurde jüngst ein Rahmenvertrag in einem Gesamtvolumen von 80 Mio. € mit einem institutionellen Investor abgeschlossen. Bis Ende 2009 soll das Projekt abgeschlossen werden.

SolarStrom-Service

Mit der steigenden Zahl der installierten Systeme nimmt auch das Volumen der Servicearbeiten zu. Um den Kunden auch nach Fertigstellung ein ordnungsgemäßes Funktionieren der Solaranlagen zu garantieren, bietet Sunline im Nachgang, während des regulären Betriebs der Anlagen, ein ganzheitliches Servicekonzept für ihre Kunden an. Dieser Service beinhaltet, dass die Anlagen nicht nur ständig auf deren Funktionstüchtigkeit hin überprüft werden, sondern auch regelmäßig gewartet und instand gehalten werden. Zudem bietet Sunline einen 24-Stunden-Ersatzteilservice an. Inzwischen überwacht und wartet Sunline bereits fast 200 Solaranlagen.

Markt und Marktumfeld

Vor dem Hintergrund der immer heftiger geführten Klimadebatte, der Erhöhung des weltweiten Energieverbrauchs durch die sprunghafte wirtschaftliche Entwicklung in Schwellenländern und gleichzeitig immer größeren Bestrebungen CO₂ einzusparen, werden weltweit immer größere Kraftwerkskapazitäten im Bereich der erneuerbaren Energien errichtet. Bei der Einsparung von klimaschädlichem CO₂ kommt Solarenergie eine bedeutende Rolle zu. Laut einer Studie der Sarasin Bank aus dem Jahr 2006 könnten im Jahr 2030 von zusätzlich prognostizierten 14 Gigatonnen CO₂ durch Solarenergie 3 Gigatonnen eingespart werden.

Die höchsten Wachstumsraten innerhalb der erneuerbaren Energien hat der Bereich der Photovoltaik. Nachdem im Jahr 2007 weltweit Module für 3,9 Gigawatt hergestellt wurden, wird dieser Wert im Jahr 2010 laut Schätzungen bereits 23,3 Gigawatt betragen und sich der Photovoltaikmarkt damit innerhalb von 3 Jahren versechsfachen, womit sich das dynamische Wachstum der vergangenen Jahre weiter fortsetzt.

Situation in Deutschland

Der Anteil der erneuerbaren Energien am Stromverbrauch in Deutschland betrug im Jahr 2007 14,2 %, wobei das Ziel für 2010 einen Anteil von 20 % vorsieht. Damit tragen die erneuerbaren Energien einen wesentlichen Teil dazu bei, dass Deutschland seine im Rahmen des Kyoto-Protokolls eingegangenen Verpflichtungen erfüllen kann.

Der Solarmarkt in Deutschland wird vor allem durch das Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG) bestimmt. Dieses sieht eine Einspeisevergütung für Solarstrom in das allgemeine Stromnetz vor. Auch die im Juni 2008 beschlossene Novellierung des EEG mindert die Attraktivität von Solaranlagen in Deutschland nur minimal. Nachfolgende Übersicht zeigt die aktuellen Einspeisevergütungen gemäß dem novellierten EEG:

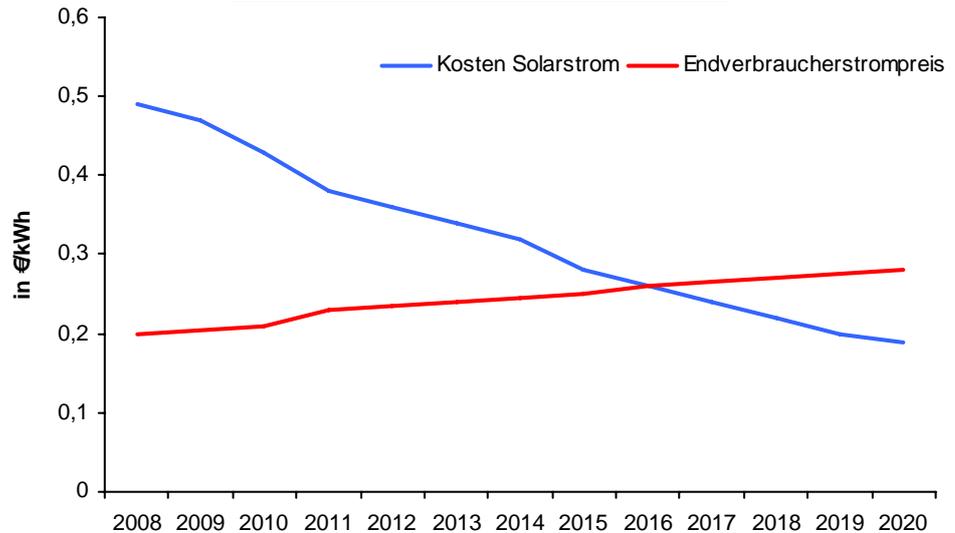
Jahr	2008	2009	2010
Gebäudeanlagen	46,75 Cent/kWh	43,01 Cent/kWh	39,57 Cent/kWh
ab 30 kW	44,48 Cent/kWh	40,91 Cent/kWh	37,64 Cent/kWh
ab 100 kW	43,99 Cent/kWh	39,58 Cent/kWh	35,62 Cent/kWh
Fassadenbonus	5,00 Cent/kWh	-	-
Freilandanlagen	35,49 Cent/kWh	31,94 Cent/kWh	28,75 Cent/kWh

Quelle: www.solarserver.de, GBC

Die Novellierung des EEG im Juni 2008 hat auf Grund des technologischen Fortschritts der Photovoltaik-Technologie eine stärkere Degression der Einspeisevergütung für neu errichtete Photovoltaikanlagen beschlossen. Demnach wird bei Anlagen bis zu 100 kW eine Absenkung der Vergütung für die Jahre 2009 und 2010 von 8 % vorgenommen. Ab 2010 ist dann eine Absenkung von 9 % vorgesehen. Bei Anlagen größer 100 kW gilt bereits ab 2009 eine Absenkung von 10 % jährlich. Zudem entfällt ab 2009 der Fassadenbonus von 5 Cent/kWh

Für Freilandanlagen gilt bereits ab 2009 die verstärkte Absenkung von 10 % pro Jahr. Bisher lag die Rate hier bei lediglich 6,5 %.

Wettbewerbsfähigkeit der Photovoltaik



Quelle: Bundesverband Solarwirtschaft e.V., April 2008, GBC

Zudem wird Solarstrom auf Grund des technischen Fortschritts und der kontinuierlichen Weiterentwicklungen immer rentabler wird. So konnten die Kosten für Solarstromanlagen in den letzten 10 Jahren um rund 50 % gesenkt werden und der Wirkungsgrad weiter auf 18-20 % erhöht werden. Der Bundesverband für Solarwirtschaft geht davon aus, dass bereits ab 2016 Photovoltaik-Strom günstiger sein wird als herkömmlich produzierter Strom.

Der Solarmarkt der Mittelmeeranrainer Spanien und Italien

Im Gegensatz zu den jährlichen Wachstumsraten der Solarenergie in Deutschland von „nur“ 19 % nehmen die Mittelmeeranrainer Spanien und Italien eine besondere Rolle im europäischen Photovoltaikmarkt ein. Die jährlichen Zuwachsraten von jeweils über 100 % begründen sich auf mehreren Ursachen. Eine Ursache ist die bessere Eignung auf Grund der südlicheren Lage, die eine doppelt so hohe Einstrahlung wie in Deutschland zur Folge hat.

Eine andere Ursache ist die gerade in Spanien sehr stark wachsende Industrie und der damit verbundene verstärkte Ausstoß von klimaschädlichen Gasen. Obwohl Spanien als Unterzeichner des Kyoto-Protokolls auf Grund der geringen industriellen Entwicklung im Vergleich zu anderen Industrienationen von 1990 bis 2012 eine CO₂-Zuwachsrate von 15 % eingeräumt wurde, ist diese bereits 1996 überschritten worden. Daher ist die spanische Regierung im Zugzwang um nicht seitens der EU sanktioniert zu werden.

Einspeisevergütungen für Solarstrom in Spanien:

Photovoltaikanlagen	Frist	Vergütung 2007	Vergütung ab 01.01.2008
bis 100 kW	Erste 25 Jahre	44,04 Cent/kWh	45,51 Cent/kWh
	Folgejahre	-	36,41 Cent/kWh
100 kW bis 10 MW	Erste 25 Jahre	41,75 Cent/kWh	43,15 Cent/kWh
	Folgejahre		34,52 Cent/kWh

Quelle: „Markt für Solarenergie in Spanien“, MPC Capital

Seit 2005 bestehen im Rahmen des „Plan de Energías Renovables en España“, dem Äquivalent zum deutschen EEG, feste Sätze für die Einspeisevergütung, die derzeit noch über den deutschen Sätzen liegen. Im März 2008 kündigte der zuständige Regierungsvertreter eine Fortsetzung des Einspeisegesetzes über den 28. September 2008 hinaus an, womit ein weiter kontinuierliches Wachstum gewährleistet werden wird, auch wenn die Einspeisevergütung, wie in Deutschland, jährlich abnehmen wird. Denn aktuell wird in Spanien darüber debattiert, die Vergütungsregelung zu novellieren und die Einspeisevergütung zu senken. Daraus ergibt sich ein gewisses Risiko, dass sich die Installationsdynamik der vergangenen Jahre abschwächen könnte. Angesichts der starken Divergenz des CO₂-Ausstoßen zum Kyoto-Protokoll halten wir eine wesentliche Absenkung der Einspeisevergütung in Spanien jedoch für unwahrscheinlich und rechnen damit, dass, ähnlich wie in Deutschland, nur eine moderate Absenkung vorgenommen wird. Hinzu kommt, dass Photovoltaik durch Effizienzsteigerungen, etwa auf Grund der Dünnschichttechnologie, auch bei niedrigeren Vergütungssätzen interessant bleibt.

Derzeit ist die Dynamik auf dem spanischen Markt jedoch ungebrochen und die installierte Photovoltaikleistung verdoppelte sich von 428 MW in 2007 auf 856 MW in 2008.

Auch in Italien wird mit weiter hohen Steigerungsraten gerechnet. Die italienische Regierung hat im Februar 2007 das „Conto Energia II“ novelliert und die Einspeisevergütung für Solarstrom für 20 Jahre auf bis zu 0,49 €/kWh erhöht, was zur Folge hat, dass sich Anlagen bereits nach 8-12 Jahren amortisieren und somit zu steigenden Investitionen in Photovoltaikanlagen führt.

Sunline im Marktumfeld

Auf Grund der Rolle Deutschlands als Technologiestandort und seiner Vorreiterrolle im Bereich erneuerbarer Energien wird der Exportanteil der deutschen Photovoltaikbranche von 43 % im Jahr 2007 auf rund 50 % in 2010 ansteigen. Im Jahr 2007 betragen die Aufwendungen für Forschung & Entwicklung in Deutschland 175,8 Mio. €, nach 103,6 Mio. € im Vorjahr. Die Netto-Investitionen in den Auf- und Ausbau der Produktion betragen in 2007 1,9 Mrd. €, nach 1,3 Mrd. € in 2006. Damit wird die weltweit führende Rolle Deutschlands deutlich unterstrichen.

Die Sunline AG hat erkannt, dass die hohen Steigerungsraten in den Mittelmeerländern ein großes Marktpotenzial für das Geschäftsmodell darstellen und engagiert sich stark in den europäischen Boommärkten. So wurden in Spanien inzwischen bereits mehrere Solarkraftwerke realisiert und weitere sind bereits vertraglich festgelegt. Zusätzlich wird derzeit vom Unternehmen angedacht, in weiteren südeuropäischen Ländern wie Italien oder Griechenland erste Pilotprojekte zu realisieren. Da in diesen Ländern ein noch geringes Know-how im Bereich der Photovoltaikanlagen vorhanden ist, stellen sie ein ideales Engagement für Anbieter von renditestarken Solargroßprojekten wie Sunline dar.

SWOT - ANALYSE Sunline AG

Stärken

- 20 Jahre Erfahrung im Bereich Solarenergie
- Starkes Kontaktnetzwerk auf dem spanischen Markt
- Hohes technologisches Know-how und Expertise im Photovoltaikbereich
- Qualitativ hochwertige Zulieferer von Komponenten
- Internationalisierung wird vorangetrieben

Schwächen

- hoher Vorfinanzierungsbedarf beim Einkauf der Module
- Planungsunsicherheit auf Grund stark schwankenden Projektgeschäfts
- Abhängigkeit von Lieferanten für Module und Systeme

Chancen

- Spanischer und sonstiger europäischer Solarmarkt steht vor Aufschwung
- Immer mehr Einspeisevergütungsgesetze werden weltweit erlassen
- Weltweiter Trend zu erneuerbaren Energien spürbar
- Deutsche Anbieter auf Grund von Technologieführerschaft gefragt
- Zusammenarbeit mit institutionellen Investoren bringt hohe Auftragsvolumina und höhere Planungssicherheit

Risiken

- Hohe bürokratische Hürden in Spanien und im übrigen Ausland
- Spanischer Markt ist inzwischen durch günstige Rahmenbedingungen hart umkämpft
- Anhaltende Knappheit von Rohsilizium führt zu hohen Einkaufspreisen und damit geringeren Handelsmargen
- Senkung der Einspeisevergütungen könnte die Nachfrage nach Photovoltaikprodukten mindern

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2005	GJ 2006	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e
Umsatzerlöse	39,776	49,791	49,808	80,000	110,000
Bestandsveränderungen	0,052	-0,003	0,351	0,000	0,000
aktivierte Eigenleistungen	0,000	0,065	0,055	0,000	0,000
sonstige betriebliche Erträge	0,096	0,472	0,495	0,000	0,000
Materialaufwand	-35,148	-45,858	-42,598	-68,200	-93,500
Rohhertrag	4,776	4,466	8,111	11,800	16,500
Personalaufwand	-1,549	-2,901	-3,113	-3,500	-4,500
Abschreibungen	-0,184	-0,368	-0,419	-0,425	-0,450
sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,724	-2,765	-3,106	-5,000	-6,600
Sonstige Zinsen und Erträge	0,011	0,005	0,022	0,030	0,050
Abschreibungen auf Finanzanlagen	-0,013	0,000	0,000	0,000	0,000
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-0,333	-0,448	-0,487	-0,550	-0,600
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	0,985	-2,010	1,008	2,355	4,400
außerordentliche Aufwendungen	-0,968	0,000	0,000	0,000	0,000
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,084	0,048	-0,066	-0,497	-1,320
sonstige Steuern	-0,004	-0,005	-0,007	0,000	0,000
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-0,071	-1,967	0,934	1,858	3,080
EBITDA	1,504	-1,200	1,892	3,300	5,400
in %	3,78 %	-2,41 %	3,77 %	4,13 %	4,91 %
EBIT	1,320	-1,568	1,473	2,875	4,950
in %	3,31 %	-3,15 %	2,93 %	3,59 %	4,50 %
Ergebnis je Aktie in €	-0,01	-0,32	0,15	0,30	0,49

Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. € IFRS)	Bilanzstichtag: 31.12.2005	Bilanzstichtag: 31.12.2006	Bilanzstichtag: 31.12.2007
Operatives Anlagevermögen *	1,583	2,258	3,419
Working Capital*	10,039	11,716	8,825
Zinsbare Verbindlichkeiten*	3,121	6,388	3,672
Finanzvermögen *	0,950	0,163	0,378
Nettoverschuldung*	2,170	6,225	3,294
Eigenkapitalquote in %	59,88 %	37,52 %	47,40 %
Gezeichnetes Kapital	6,225	6,225	6,225
Aktienanzahl	6,225	6,225	6,225
Bilanzsumme	22,291	30,324	25,976

* gemäß GBC-Berechnungen

Geschäftsentwicklung 2007

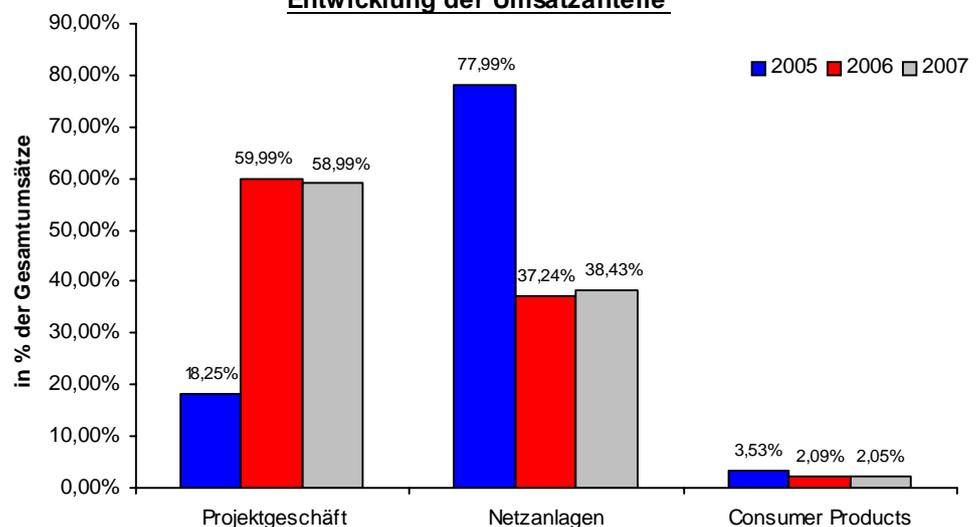
Umsatzentwicklung

Die Umsatzerlöse der Sunline AG bewegten sich im Geschäftsjahr 2007 mit 49,81 Mio. € auf einem leicht höheren Niveau als im Vorjahr, als 49,79 Mio. € erzielt wurden. Allerdings kam es Ende 2007 zu einer Verschiebung der Fertigstellung eines Projektes, so dass Umsatzerlöse von 5,10 Mio. € nicht mehr im Geschäftsjahr 2007 verbucht werden konnten. Inklusiv dieses Umsatzvolumens wäre eine Steigerung von 10,03 % erreicht worden. Das ursprüngliche Ziel, Umsatzerlöse in Höhe von 70 Mio. € zu erwirtschaften wurde dennoch verfehlt. Der Grund dafür liegt in dem schwierigen Beschaffungsmarkt für Solarmodule. Bei uneingeschränkter Verfügbarkeit von Modulen hätten zusätzliche Projekte begonnen bzw. abgeschlossen werden können.

Erfolgreich gelang Sunline in 2007 der Schritt auf den spanischen Auslandsmarkt. Dort konnte der erste Großauftrag über 1,90 Megawatt generiert und erfolgreich abgeschlossen werden. Durch den ersten erfolgreich beendeten Großauftrag in Spanien erhöhte sich der Auslandsanteil der Sunline auf 32,20 %, nach 0,70 % im Vorjahr. Weitere Projekte sind in der Zwischenzeit in Arbeit bzw. bereits vertraglich vereinbart (siehe *Prognose- und Modellannahmen* ab Seite 15).

Bei den einzelnen Segmenten gab es dagegen keine großen Verschiebungen hinsichtlich der Umsatzbeiträge. Die Verzögerungen der Projekte zum Jahresende führten dazu, dass im Segment *Projektgeschäft* Umsatzerlöse von 29,38 Mio. € erzielt wurden. Das Segment lag damit leicht unter den Erlösen in 2006, als 29,87 Mio. € erwirtschaftet wurden. Der Umsatzanteil dieses Bereichs ist mit 58,99 % auch weiterhin der Größte. Bei den Netzanlagen, die einen Umsatzanteil von 38,43 % repräsentieren, konnte gegenüber dem Vorjahr eine Steigerung um 3,24 % auf 19,14 Mio. € erreicht werden. Dieser Umsatzzuwachs wurde trotz der gegenüber dem Vorjahr um 3,20 % gesunkenen Einspeisevergütung erreicht werden. Die beiden Bereiche Consumer-Produkte und Solarthermie waren auch im Geschäftsjahr 2007 vergleichsweise klein und lieferten zusammen lediglich Umsatzerlöse in Höhe von 1,28 Mio. € bzw. einen Umsatzanteil von 2,57 %. Damit sind diese Geschäftsbereiche derzeit von einer untergeordneten Bedeutung.

Entwicklung der Umsatzanteile



Quelle: Sunline AG, GBC

Ergebnisentwicklung

Trotz einer stagnierenden Umsatzentwicklung im vergangenen Geschäftsjahr 2007, konnte die Sunline AG ergebnisseitig maßgebliche Verbesserungen herbeiführen. So konnte der Rohertrag um 81,61 % auf 8,11 Mio. € gesteigert werden. Dieser starke Anstieg ist zum einen darauf zurückzuführen, dass Einkaufsmaßnahmen effizienter gestaltet werden konnten und sich Wechselkurseffekte begünstigend auswirkten. Zum anderen ist dabei zu berücksichtigen, dass im Rahmen von Teilgewinnrealisierungen für Projekte in Spanien Aufwendungen für Ingenieur-Leistungen abgerechnet werden konnten.

Der Personalaufwand kletterte von 2,90 Mio. € in 2006 um 0,21 Mio. € auf nunmehr 3,11 Mio. € an, da die Projekt- und Montageabteilung planmäßig weiter ausgebaut wurde. Auch im Vertrieb wurden neue Mitarbeiter eingestellt, um eine intensivere Kundenbetreuung zu sichern. Insgesamt wurde der Mitarbeiterbestand zum 31.12.2007 gegenüber dem Vorjahr um 11 Personen auf 99 ausgebaut.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen stiegen zum Vorjahr um 12,34 % auf 3,11 Mio. € an. Hierfür verantwortlich waren vor allem die verstärkten Vertriebsaktivitäten im Ausland, die zu erhöhten Reisekosten, Telefonkosten und Rechtsberatungskosten geführt haben.

Das EBITDA fiel mit 1,89 Mio. € deutlich positiv aus, nachdem im Vorjahr noch ein negativer Wert von -1,20 Mio. € ausgewiesen werden musste. Die Abschreibungen erhöhten sich zum Vorjahr um 13,86 % auf 0,42 Mio. € 0,27 Mio. € der Abschreibungen entfallen dabei auf die planmäßige Amortisation des Geschäfts- und Firmenwertes. Maßgeblich beigetragen zum Anstieg der Abschreibungen haben Investitionen in den Ausbau der Lagerhalle sowie die Installation einer Solaranlage und eines Biomasseheizkraftwerkes. Das EBIT konnte im Geschäftsjahr 2007 entsprechend von -1,57 Mio. € auf nunmehr 1,47 Mio. € deutlich in den positiven Bereich drehen. Damit wurde die Unternehmensprognose von 2,10 Mio. € zwar nicht erreicht, was aber auf die Projektverschiebungen zurückzuführen ist.

Bei den Zinsaufwendungen ergab sich zum Vorjahr keine wesentliche Veränderung. Der leichte Anstieg um 0,04 Mio. € ist auf vermehrte Nutzung von Kontokorrentlinien im Rahmen von Projektabwicklungen zurückzuführen, so dass trotz eines deutlich niedrigeren Kreditbestandes Zinsaufwendungen in Höhe von 0,49 Mio. € anfielen.

Auf Grund von noch vorhandenen steuerlichen Verlustvorträgen in Höhe von 2,04 Mio. € war der Steueraufwand mit -0,07 Mio. € trotz des profitablen Geschäftsverlaufs, sehr gering. Bereits im kommenden Geschäftsjahr wird sich dieser Steuervorteil allerdings minimieren, da die Verlustvorträge dann vollständig aufgebraucht sein sollten.

Unterm Strich erzielte die Sunline AG einen Jahresüberschuss von 0,94 Mio. € nach -1,97 Mio. € im Vorjahr. Pro Aktie entspricht dies einem Ergebnis von 0,15 €

Dem Unternehmen ist es damit gelungen, den Turnaround auf allen Ergebnisstufen zu erreichen. Nach dem schwierigen Geschäftsjahr 2006 konnte das Unternehmen nun beweisen, dass großvolumige Projekte auch im Ausland erfolgreich abgewickelt werden können.

Bilanzielle und finanzielle Situation

Das bilanzielle Bild der Sunline AG hat sich zum 31.12.07 gegenüber dem Vorjahr weiter verbessert. Die Eigenkapitalquote erhöhte sich zum Vorjahr deutlich um fast 10,00 % von 37,52 % auf 47,40 %.

Durch den deutlich positiven Cash-Flow aus dem operativen Geschäft in Höhe von 4,26 Mio. € ist es dem Unternehmen gelungen, einen Free-Cash-Flow von 2,89 Mio. € zu erwirtschaften. Die Mittel wurden in einem Umfang von 2,74 Mio. € dazu genutzt, um die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten abzubauen. Diese reduzierten sich damit von 6,18 Mio. € im Vorjahr auf nun 3,44 Mio. €. 2,21 Mio. € der verbleibenden Bankverbindlichkeiten haben eine Laufzeit von bis zu einem Jahr. Auch die Lieferantenverbindlichkeiten wurden im Geschäftsjahr 2007 von 10,51 Mio. € auf 5,79 Mio. € deutlich reduziert.

Die Rückstellungen erhöhten sich von 1,12 Mio. € auf 2,76 Mio. €, was vor allem auf höhere Rückstellungen für ausstehende Rechnungen für Großprojekte in Spanien in Höhe von 1,82 Mio. € zurückzuführen ist. Diese sind im Zusammenhang mit den sich in Spanien im Bau befindlichen Solaranlagen zu sehen.

Auf der Aktivseite stieg das Sachanlagevermögen um 1,16 Mio. € an. Dafür waren vor allem Investitionen in Höhe von 1,29 Mio. € für Grundstückskäufe in Spanien, der Ausbau der Lagerhalle, eine Solaranlage sowie ein Biomasseheizwerk für die Lagerhalle verantwortlich.

Der Geschäfts- und Firmenwert, der im Jahr 2005 durch die Verschmelzung der GWU Solar GmbH auf die Sunline AG entstand, reduzierte sich planmäßig um die jährliche Abschreibungsrate von 0,27 Mio. € auf 3,36 Mio. €. Anhaltspunkte dafür, dass eine Werthaltigkeit des Geschäfts- und Firmenwertes nicht gegeben sein könnte gab es nicht.

Positiv auf den Cash-Flow aus der laufenden Geschäftstätigkeit ausgewirkt hat sich die starke Verringerung des Vorratsvermögens. Die Bestände reduzierten sich von 16,95 Mio. € auf 7,19 Mio. €. In den verminderten Beständen sind jedoch auch erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen in Höhe von 5,13 Mio. € enthalten. Diese Anzahlungen sind Vorauszahlungen von Kunden für Solarprojekte, die sich aktuell in der Umsetzungsphase befinden. Vorräte im Wert von 1,56 Mio. € befanden sich zum Bilanzstichtag auf dem Seetransport nach Europa.

Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen erhöhten sich auf Grund von ausstehenden Projektrechnungen zum Jahreswechsel von 6,83 Mio. € auf 10,95 Mio. €.

Der Bestand an liquiden Mitteln erhöhte sich gegenüber dem Vorjahreszeitpunkt um 0,15 Mio. € auf 0,19 Mio. €.

Insgesamt hat sich die bilanzielle Lage der Sunline AG gegenüber dem Vorjahr deutlich verbessert. Die Kontokorrentverbindlichkeiten wurden erheblich zurückgeführt und das Working Capital optimiert. In Verbindung mit dem positiven Jahresüberschuss führte dies auch zu einem positiven Cash-Flow aus der betrieblichen Tätigkeit.

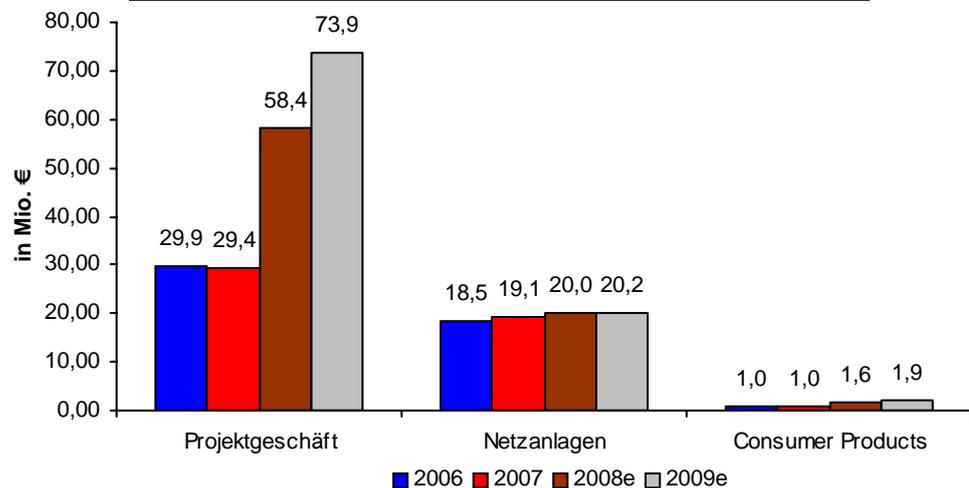
Prognose und Modellannahmen

Umsatzprognosen

Unsere Schätzungen sowie die veröffentlichten unternehmenseigenen Prognosen für das Geschäftsjahr 2007 wurden, auf Grund von Projektverzögerungen und damit verbundenen Verschiebungen von Umsatzerlösen und Erträgen, im vergangenen Jahr verfehlt. Das Ziel, bis zum Jahr 2010, Umsatzerlöse größer als 100 Mio. € zu generieren, wurde aber nicht revidiert und ist vielmehr bereits für das Geschäftsjahr 2009 vorgesehen.

Der aktuelle Auftragsbestand der Sunline AG beläuft sich auf 140 Mio. €. Erst jüngst wurde ein Rahmenvertrag mit einem Finanzinvestor für die gemeinsame Errichtung von Solarstromkraftwerken über ein Gesamtvolumen in Höhe von 80 Mio. € geschlossen. Die Finanzierung des sich über eineinhalb Jahre erstreckenden Projektes soll über einen Publikumsfonds erfolgen.

Erwartete Umsatzentwicklung in den Geschäftsbereichen



Quelle: GBC

Zudem sollte die inzwischen fast europaweite Verbreitung von Einspeisevergütungsgesetzen die Nachfrage nach Solarprodukten weiter hoch halten. Vor allem für das Projektgeschäft der Sunline AG wird sich dies erwartungsgemäß weiter positiv auswirken. In 2008 erwarten wir knapp 58,40 Mio. € Umsatzerlöse in diesem Bereich. Anteilig an den erwarteten Umsatzerlösen in Höhe von 80,00 Mio. € sind dies 73 %, also nochmals mehr als in den Geschäftsjahren 2006 und 2007. Der Bereich Netzanlagen wird sich in 2008 anteilig am Gesamtumsatz auf rund ein Viertel verringern. Absolut gesehen gehen wir jedoch von einem in etwa gleichbleibenden Umsatz mit Netzanlagen in Höhe von rund 20,0 Mio. € aus. Die Prognose für den Bereich Netzanlagen haben wir auf Grund der Erneuerbaren-Energien-Gesetz (EEG)-Novelle in Deutschland und der damit sinkenden Einspeisevergütung bewusst konservativ gestaltet und kaum Wachstum angenommen.

Die Voraussetzungen für das laufende und das kommende Geschäftsjahr sind damit gut und die Projektpipeline ist gefüllt. Auf Grund der oben beschriebenen Unsicherheiten hinsichtlich der terminlichen Komponente bei Großprojekten im europäischen Ausland, senken wir unsere Umsatzprognose für 2008 von zuvor 91 Mio. € auf nun 80 Mio. € aber zunächst ab. Ein Übertreffen dieser konservativen Prognosen halten wir damit jedoch für nicht

ausgeschlossen.

In 2009 sollte sich der Großauftrag über 80 Mio. € in den Umsatzerlösen bemerkbar machen. Wir rechnen damit, dass die 100 Mio. €-Umsatzschwelle somit bereits in 2009 überschritten und ein Wert von 110 Mio. € erreicht wird. Auch diese Umsatzerwartung halten wir für konservativ und gut erreichbar.

Ergebnisprognosen

Für die kommenden beiden Geschäftsjahre gehen wir von einer weiteren leichten Steigerung der Ergebnismargen aus. Zwar erwarten wir für 2008 und 2009, dass sich die Materialaufwandsquote in etwa auf dem Niveau von 2007 halten wird, da wesentliche Effizienzsteigerungen im Einkauf bereits umgesetzt wurden und auch in Zukunft im Rahmen von Teilgewinnrealisierungen Leistungen abgerechnet werden können. Eine weitere Abwertung des US-Dollar und sich damit weiter verbessernde Einkaufsbedingungen sind hier aber nicht berücksichtigt.

Wesentlich zur Ergebnisverbesserung beitragen sollte aber die Personalkostenentwicklung, die erwartungsgemäß deutlich unterproportional ansteigt. In 2008 erwarten wir ein Absinken der Kostenquote von 6,20 % auf 4,38 %. Durch den steigenden Anteil der Wartungserlöse und der vermehrten Großprojekte ist die Entwicklung der Mitarbeiterzahl unterproportional steigend zu erwarten. Auch in 2009 sollte sich dieser Effekt bemerkbar machen und zu einem weiteren Absinken der Kostenquote auf 4,09 % beitragen. Absolut erwarten wir in 2009 einen Personalaufwand von 4,50 Mio. €.

Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen prognostizieren wir eine Steigerung auf 5,00 Mio. €, was einer Kostenquote von 6,25 % entspricht. Diese sollte damit in etwa auf dem Vorjahresniveau liegen. Auch in 2009 erwarten wir einen weiteren Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 32 % auf 6,60 Mio. € und damit leicht unterproportional zu den Umsatzerlösen.

Die EBITDA-Entwicklung sollte damit in den kommenden beiden Jahren positiv ausfallen, sowohl absolut gesehen, als auch bei den Margen. Für 2008 erwarten wir ein EBITDA von 3,30 Mio. € bzw. eine Marge von 4,13 %. Damit sollte die Marge 0,36 % über dem Vorjahreswert liegen. Die mittelfristige Zielmarge von 5 % wird dann gemäß unseren Erwartungen in 2009 mit 4,91 % bereits fast erreicht. Für die Folgejahre ab 2010 kalkulieren wir mit einer konstanten EBITDA-Marge in Höhe von 5,00 %.

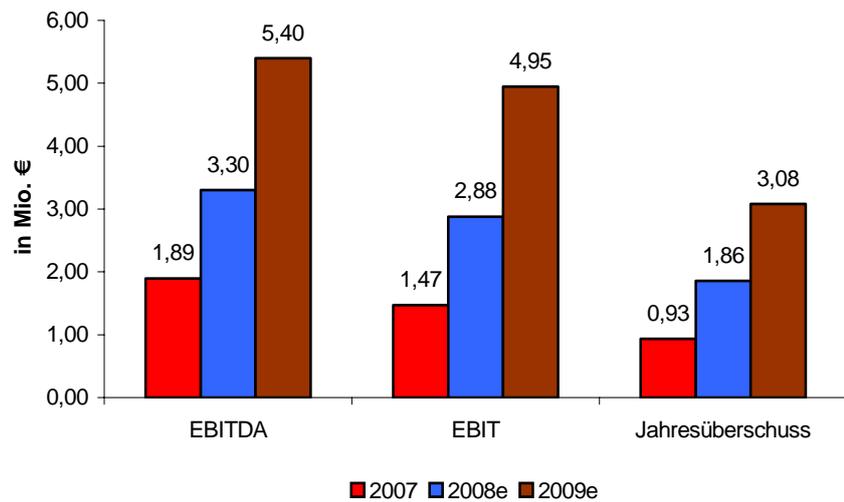
Bei den Abschreibungen gehen wir von einer weiterhin flachen Entwicklung aus. Nach 0,42 Mio. € in 2007 erwarten wir für 2008 und 2009 0,43 Mio. € bzw. 0,45 Mio. €. Das Investitionsvolumen in das Anlagevermögen ist bei der Sunline AG bedingt durch das Geschäftsmodell sehr gering, woraus sich die niedrigen Abschreibungen ergeben.

Folglich wird das EBIT gemäß unseren Schätzungen ebenfalls deutlich besser ausfallen als im Geschäftsjahr 2007. Wir rechnen mit einem Ergebnis von 2,88 Mio. €, was einer Steigerung um 95,20 % entspricht. Beim Zinsergebnis erwarten wir keine wesentliche Veränderung zu 2007. Vielmehr sollte durch das erhöhte Geschäftsvolumen eine nochmals verstärkte Inanspruchnahme von Kontokorrentlinien erfolgen, was nach unserer Erwartung zu einer leicht erhöhten Zinsbelastung führen sollte.

Der Steueraufwand wird auf Grund von knapp 1,0 Mio. € verbleibenden steuerlich nutzbaren Verlustvorträgen aus dem Jahr 2006 niedriger ausfallen. Der Steuersatz für die Sunline AG sollte in 2008 daher bei knapp 21 %

liegen, womit sich die Steuerbelastung auf knapp 0,50 Mio. € belaufen sollte. In 2009 wird der Verlustvortrag dann aller Voraussicht nach vollständig aufgebraucht sein und wieder der volle Körperschaftsteuersatz fällig werden. Der Jahresüberschuss wird sich in 2008 nach unseren Berechnungen auf 1,86 Mio. € belaufen, was einem Ergebnis pro Aktie von 0,30 € gleichkommt. In 2009 gehen wir trotz des erhöhten Steuersatzes von einer weiteren deutlichen Steigerung des Gewinns auf 3,08 Mio. € aus.

Erwartete Ergebnisentwicklung



Quelle: GBC

Bewertung

DCF Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Sunline AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 4,5 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,26.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,4 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,9 %.

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	11,4 %
Gewicht in %	90,0 %
Fremdkapitalkosten	8,0 %
Gewicht in %	10,0 %
Taxshield in %	22,5 %
WACC	10,9 %

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2008 - Phase 2	
Umsatzwachstum	5,0 %
EBITDA-Marge	5,0 %
Steuerquote	30,0 %
Working Capital in % vom Umsatz	10,0 %
Umsatz zu OAV	27,5
Abschreibungen vom OAV	11,3 %
Werttreiber - DCF Bewertung Endwert - Phase 3	
Umsatzwachstum	2,0 %
Kapitalrendite	24,8 %

Discounted Cashflow-Modell

Die Sunline AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2008 bis 2009 in Phase Eins (siehe auch Seiten 15-17), erfolgt in den Jahren 2010 bis 2014 eine Verstetigung der Annahmen.

In der dritten Phase wird schließlich nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,9 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2009 entspricht als **Kursziel 6,40 Euro**.

DISCOUNTED CASHFLOW Modellszenario Sunline AG

in Mio. EUR	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	Endwert
Umsatz	80,00	110,00	115,50	121,28	127,34	133,71	140,39	
Umsatzveränderung	59,3%	37,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
EBITDA-Marge	4,1%	4,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Abschreibungen (auf IK)	-0,43	-0,45	-0,45	-0,47	-0,50	-0,52	-0,55	
Abschreibungen vom OAV	11,2%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	
EBITA	2,88	4,95	5,32	5,59	5,87	6,16	6,47	
EBITA-Marge	3,6%	4,5%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	21,1%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
EBI (NOPLAT)	2,27	3,47	3,73	3,91	4,11	4,31	4,53	4,75
Working Capital	10,07	11,00	11,55	12,13	12,73	13,37	14,04	
Working Capital zu Umsatz	12,6%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Operatives Anlagevermögen	3,79	4,00	4,20	4,41	4,63	4,86	5,11	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen	21,09	27,50	27,50	27,50	27,50	27,50	27,50	
Investiertes Kapital (IK)	13,87	15,00	15,75	16,54	17,36	18,23	19,14	
Kapitalrendite	18,5%	25,0%	24,8%	24,8%	24,8%	24,8%	24,8%	24,8%
Free Cashflows:								
EBITDA	3,30	5,40	5,78	6,06	6,37	6,69	7,02	
Steuern auf EBITA	-0,61	-1,49	-1,60	-1,68	-1,76	-1,85	-1,94	
Investitionen in OAV	-0,80	-0,66	-0,65	-0,68	-0,72	-0,75	-0,79	
Veränderung des Working Capital	-124,7%	-92,8%	-55,0%	-57,8%	-60,6%	-63,7%	-66,9%	
Investitionen in Goodwill	-	-	-	-	-	-	-	
Freier Cashflow	0,65	2,33	2,98	3,12	3,28	3,45	3,62	49,08

VALUATION in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Barwert expliziter FCFs	12,29	12,98	12,07	10,40
Barwert des Continuing Value	23,80	26,39	29,27	32,46
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	36,09	39,38	41,34	42,86
Nettoschulden (Net debt)	3,29	3,20	1,47	-0,96
Barwert aller Optionsrechte	-	-	-	-
Wert des Eigenkapitals	32,80	36,18	39,87	43,82
Fremde Gewinnanteile	-	-	-	-
Wert des Aktienkapitals	32,80	36,18	39,87	43,82
Ausstehende Aktien in Mio.	6,23	6,23	6,23	6,23
Fairer Wert der Aktie in EUR	5,27	5,81	6,40	7,04

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Dividendenzahlung	-	-	-	-
Aktienrückkäufe	-	-	-	-
Zinsaufwand/ertrag	-0,520	-0,550	-0,600	-0,600

Sensitivitätsanalyse Fairer Wert je Aktie in Euro

	WACC				
	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%	11,9%
20,8%	6,27	5,90	5,58	5,29	5,03
22,8%	6,76	6,35	5,99	5,67	5,39
24,8%	7,25	6,80	6,40	6,06	5,74
26,8%	7,73	7,25	6,82	6,44	6,10
28,8%	8,22	7,69	7,23	6,82	6,45

Fazit

Nach dem für die Sunline AG schwierigen Jahr 2006 konnte das Unternehmen im Geschäftsjahr 2007 eindrucksvoll den Turnaround schaffen. Obwohl die Umsatzerlöse auf dem Vorjahresniveau lag, wurde die Ergebnissituation deutlich verbessert. Während in 2006 noch kräftige Verluste von beinahe 2 Mio. € ausgewiesen wurden, erreichte das Unternehmen in 2007 einen Jahresüberschuss von rund 1 Mio. € und damit die Kehrtwende.

Ein Grund für die positive Entwicklung in 2007 ist die erfolgreiche Umsetzung von ersten Megawatt-Projekten in Spanien. Sunline konnte sich auf dem spanischen Photovoltaikmarkt gegen einen starken Wettbewerb behaupten und die Projekte überzeugend realisieren.

Aber vor allem auch für eine zukünftig erfolgreiche Entwicklung wurde der Grundstein mit den ersten Großprojekten in Spanien gelegt. Ende des Geschäftsjahres 2007 hatte das Unternehmen einen Auftragsbestand von 60 Mio. € in den Büchern. Hinzu kam im Frühjahr 2008 ein Großauftrag eines Finanzinvestors über die Errichtung von mehreren Solarparks in Spanien. Das Gesamtvolumen des Projektes, das über einen Publikumsfonds finanziert werden soll, beträgt zusätzlich 80 Mio. € und soll bis Ende 2009 fertig gestellt werden.

Auch die sonstige Projektpipeline ist noch gut gefüllt. Für 2008 geht das Unternehmen davon aus, dass Umsatzerlöse in Höhe von 80 Mio. € erreicht werden können. Überproportional dazu soll das Ergebniswachstum ausfallen. Ein EBIT von knapp 3 Mio. €, was einer Marge von 3,59 % entspricht, halten wir für nicht unrealistisch. Damit reduzieren wir unsere bisherigen Schätzungen leicht und tragen dem Umstand Rechnung, dass es durch Projektverzögerungen, vor allem in Spanien, zu Verschiebungen der Umsätze und Ergebnisse in das kommende Geschäftsjahr kommen könnte. Der bürokratische Aufwand und damit das Verzögerungsrisiko ist in Spanien nicht zu vernachlässigen.

Unterm Strich ergibt sich nach unseren Prognosen ein Jahresüberschuss für 2008 von 1,86 Mio. €, was einem KGV von lediglich 12 entspricht. 2009 ergibt sich auf dem aktuellen Kursniveau sogar ein KGV von unter 8. Auch nach den jüngsten Kursrückgängen in der Solarbranche sind die meisten Vergleichsunternehmen noch deutlich teurer bewertet und Sunline wird entsprechend mit einem Abschlag gehandelt.

Das Potenzial des Fürther Unternehmens ist unseres Erachtens noch nicht am Markt erkannt worden. Dies sollte sich jedoch spätestens dann ändern, sobald die Fortsetzung der positiven Entwicklung auch aus den Zahlen des Unternehmens zu lesen ist.

Gemäß der von uns durchgeführten DCF-Bewertung beläuft sich der faire Wert der Aktien der Sunline AG auf 6,40 € auf Basis 2009. Auf dem aktuellen Kursniveau entspricht dies einem hohen Potenzial von 75 %. Entsprechend dazu vergeben wir für die Aktien der Sunline AG das Rating KAUFEN.

NOTIZEN

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwendet, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplitts, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de**.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chef-Analyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de