

Payom Solar

Reuters: P1YG.DE

Bloomberg: P1Y GR

Solar-Anleihe am Bondm

Ein führender Solarprojektor...

Payom Solar hat sich mit einer aktiven Buy and Build-Strategie als herstellerunabhängiger Systemanbieter von Solaranlagen positioniert. Trotz eines schwierigen Marktumfeldes mit sukzessive fallenden Einspeisevergütungen konnte die Gesellschaft durch ihre Positionierung am Ende der Wertschöpfungskette die operativen Margen im Zeitverlauf stets ausbauen. Fallende Modulpreise auf der Zuliefererseite, Vorzieheffekte auf Kundenseite und Zukäufe von Gesellschaften mit hohem Auftragsbestand sorgten für überproportionale Umsatz- und Ergebniszuwächse.

... begibt eine Unternehmensanleihe am Bondm

Das Volumen soll bis zu EUR 50,0 Mio. betragen, der Kupon liegt bei voraussichtlich 7,5%, die Laufzeit der Anleihe beträgt fünf Jahre. Das von Creditreform erstellte Anleiherating liegt bei BBB (Investment Grade). 40,0% des Nettoemissionserlöses sollen zum Einkauf von Komponenten für Solar-kraftwerke verwendet werden, 50,0% für den Erwerb von Solarkraftwerken und 10,0% zum Ausgleich von Working Capital-Spitzen.

Analyse von Bonität und Solvenz des Unternehmens

Die wichtigsten Deckungsgrad-Kennzahlen zeigen, dass Payom Solar in der Lage sein sollte, die in den kommenden fünf Jahren fälligen Kuponzahlungsverpflichtungen von rund EUR 3,8 Mio. p.a. zu bedienen. Zum Ende der Anleihelaufzeit 2016 rechnen wir mit einer Nettofinanzposition von EUR 14,6 Mio. und einem Gearing von 66,4%. Somit kann die Rückzahlung der Anleihe aus dem Cash-Bestand erfolgen oder durch die Aufnahme von Bankverbindlichkeiten bzw. Revolverung der Anleihe. Ein multivariater Stresstest zeigt, dass Payom Solar auch in einem sich deutlich verschlechternden Marktumfeld in der Lage sein wird, seinen Zins- und Tilgungsverpflichtungen nachzukommen.

Langfristprognose bis 2016e

Wir rechnen bis 2016e mit einem Anstieg der Konzern Erlöse auf dann EUR 214,2 Mio., für den Zeitraum bis 2016e entspricht dies einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 5,6%. Unsere Annahmen für das Projektgeschäft im Prognosezeitraum bis 2016e sind mit einer CAGR von 3,9% moderat und liegen deutlich unter den in der Vergangenheit erzielten jährlichen Wachstumsraten. Basierend auf gesetzlich garantierten Einspeisesätzen haben wir bis 2016e eine weitgehend konstante EBIT-Marge unterstellt. Damit dürfte Payom Solar 2016e ein operatives Ergebnis in Höhe von EUR 25,8 Mio. erzielen.

Risiken

Spezielle Risiken für die Anleihe sehen wir aus der möglichen vorzeitigen Rückzahlung der Anleihe nach Ablauf von drei Jahren, in den fehlenden Negativbeschränkungen bezüglich der weiteren Aufnahme von Verbindlichkeiten, aus der Holdingstruktur der Gesellschaft und aus der fehlenden Entsprechenserklärung zum Corporate Governance Codex.

Dieser Research Report darf insbesondere nicht in die Vereinigten Staaten von Amerika, nach Kanada oder Japan versandt werden.

Credit Research

WKN/ISIN: A1H3M9/DE000A1H3M96
Handelssegment: Freiverkehr der Börse Stuttgart (Bondm)
Anleihevolumen: Bis zu EUR 50,0 Mio.
Kupon: 7,5%
Rating: BBB (Creditreform)
Laufzeit: 08.04.2011 – 07.04.2016
Zeichnungsfrist: 28.03.2011 – 20.03.2012
Notierungsaufnahme: 08.04.2011

EUR Mio.	2009	2010	2011e	2012e
Umsatz	71,6	154,3	163,6	186,5
EBITDA	5,7	11,9	16,2	27,6
EBIT	5,6	11,2	14,0	22,7
EBT	5,3	11,2	11,0	16,7
EAT	0,7	7,8	6,9	12,1
FOCF	3,0	15,1	-79,8	15,8

% vom Umsatz	2009	2010	2011e	2012e
EBITDA	7,9%	7,7%	9,9%	14,8%
EBIT	7,8%	7,3%	8,6%	12,2%
EBT	7,4%	7,2%	6,7%	9,0%
EAT	1,0%	5,1%	4,2%	6,5%

Je Aktie/EUR	2009	2010	2011e	2012e
EPS	3,04	1,76	1,01	1,77
Dividende	0,00	0,00	0,40	0,25
Buchwert	10,06	5,25	4,66	6,18
Cashflow	2,37	3,85	1,50	2,34

%	2009	2010	2011e	2012e
EK-Quote	44,0%	75,3%	21,2%	26,3%
Gearing	127%	33%	372%	280%
Current Ratio	1,7	3,6	7,3	8,4
Acid Test	0,3	2,2	5,9	7,0
EBIT/Zinsen	19,6	137,0	3,9	3,2
Debt/OCF	5,4	0,4	11,6	7,4
DSCR	12,3	2,2	2,0	2,9

EUR Mio.	2011e	2012e
Guidance: Umsatz	>2010	-
Guidance: EBIT	>2010	-



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

Peter Thilo Hasler, CEFA
 +49 (89) 744 35 58 / +49 (176) 62 11 87 36
 peter-thilo.hasler@sphene-capital.de
Susanne Hasler, Equity Analyst
 +49 (89) 744 35 58 / +49 (176) 24 60 52 66
 susanne.hasler@sphene-capital.de

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	2
Executive Summary.....	3
Business Profile	4
Financial Profile	5
Liquiditäts- und Cash-Profil.....	6
Übersicht über die Unternehmensanleihe	7
Analyse und Bewertung der Anleihe	11
Downstream-Positionierung sorgt für Margenstabilität	17
Einschätzung des Managements	22
Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken	23
Performance der Aktie	27
Ein strahlendes Marktumfeld.....	28
Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen.....	35

Executive Summary

Attraktive Positionierung am Ende der Wertschöpfungskette

Payom Solar hat sich mit einer aktiven Buy and Build-Strategie als einer der führenden, herstellerunabhängigen Systemanbieter von Photovoltaikanlagen im europäischen und US-amerikanischen Markt positioniert. Ziel ist die weitere Internationalisierung des Geschäfts, um nachlassende Wachstumsraten in Regionen mit sinkenden Einspeisesätzen zu kompensieren. Umfangreiche Lieferverträge mit zahlreichen Herstellern sowie ein breites Netzwerk an Partnern für die operative Umsetzung der Projekte sichern aus unserer Sicht eine nachhaltige Skalierbarkeit des Geschäftsmodells ab.

Rückblick auf 2010; Prognose bis 2012e und Langfristprognose bis 2016e

Im vergangenen Geschäftsjahr konnte Payom Solar auf Konzernebene Erlöse von EUR 154,3 Mio. bekannt geben, das betriebliche Ergebnis lag mit EUR 11,2 Mio. leicht über der vom Management ausgegebenen Guidance von EUR 11,0 Mio. Für 2011e bzw. 2012e erwarten wir einen Anstieg des Konzernumsatzes auf EUR 163,6 Mio. bzw. EUR 186,5 Mio. Die EBIT-Marge dürfte im Prognosezeitraum von 7,3% in 2010 auf 12,2% in 2012e ansteigen, wobei sich in den Planzahlen insbesondere der volljährige Betrieb von Solarparks positiv niederschlagen wird. Im Rahmen einer Grobplanung haben wir ferner versucht, die Konzernzahlen bis zum Ende der Anleihelaufzeit im Jahr 2016 zu prognostizieren, auch wenn derart langfristige Schätzungen naturgemäß mit erheblichen Unsicherheiten belastet sind. In unserem Modell rechnen wir bis 2016e mit einem Anstieg der Konzern Erlöse auf dann EUR 214,2 Mio. (CAGR 5,6% 2010 bis 2016e). Unsere Annahmen für das Projektgeschäft im Prognosezeitraum bis 2016e sind mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 3,9% moderat und liegen deutlich unter den in der Vergangenheit erzielten durchschnittlichen Wachstumsraten. Basierend auf gesetzlich garantierten Einspeisevergütungen haben wir bis 2016e eine weitgehend konstante EBIT-Marge unterstellt. Die Integration der Amsolar haben wir noch nicht in unser Modell vorgenommen.

Begebung einer Teilschuldverschreibung am Bondm

Payom Solar plant, an der Stuttgarter Wertpapierbörse eine Unternehmensanleihe zu begeben. Das Volumen der Anleihe soll bis zu EUR 50,0 Mio. betragen, der Kupon liegt bei voraussichtlich 7,5%, die Laufzeit der Anleihe beträgt fünf Jahre. Das von Creditreform erstellte Anleiherating liegt mit BBB im Investment Grade. 40,0% des Nettoemissionserlöses sollen zum Einkauf von Komponenten für Photovoltaikkraftwerke verwendet werden, 50,0% zum Einstieg in den Betrieb von Solarkraftwerken und 10,0% für die Finanzierung des Working Capitals aus dem allgemeinen Geschäftsbetrieb. Die Analyse der wichtigsten Deckungsgrad-Kennzahlen aus der GUV und dem Cashflow-Statement zeigt, dass Payom Solar in der Lage sein sollte, die in den kommenden fünf Jahren fälligen Kuponzahlungen in Höhe von EUR 3,8 Mio. p.a. zu bedienen. Der Zinsdeckungsgrad, definiert als EBIT/Zinsaufwand, fällt im gesamten Prognosezeitraum nicht unter den Wert 3,2x. Der Zeitraum, innerhalb dessen Payom Solar sämtliche ausstehenden Verbindlichkeiten auf der Basis der diskretionären Cashflows vollständig zurückzahlen kann, dürfte im Prognosezeitraum von 8,3 Jahren in 2012e auf 3,2 Jahre zurückgehen. Da sich das Projektgeschäft von Payom Solar durch eine geringe Kapitalintensität auszeichnet, werden die FFOs, sofern keine weiteren M&A-Aktivitäten oder Übernahmen von Solarparks vorliegen, stets oberhalb der Capex liegen. Weitere Finanzierungsmaßnahmen sollten daher nicht erforderlich sein. Ein multivariater Stresstest bestätigt das Basis-Szenario.

Risiken auf Unternehmens- und Anleiheebene

Für das Unternehmen sehen wir Risiken in der Integration der übernommenen Gesellschaften, in der Haftung als Generalunternehmer bei Großprojekten, in der Ausweitung des internationalen Geschäfts, insbesondere aus regionalen Rahmenbedingungen und regulatorischen Maßnahmen und in der Bewältigung des starken Unternehmenswachstums. Spezielle Risiken für die Anleihe sehen wir in den fehlenden Negativbeschränkungen bzgl. der weiteren Aufnahme von Verbindlichkeiten, aus der möglichen vorzeitigen Rückzahlung der Anleihe, aus der Holdingstruktur der Gesellschaft und aus der fehlenden Entsprechenserklärung zum Corporate Governance Codex (zu den Risiken siehe S.15f und S. 23f).

Business Profile

UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



2011e rechnen wir mit Erlösen von EUR 163,6 Mio. (6,0% YoY), für 2012e erwarten wir einen Anstieg auf dann EUR 186,5 Mio. (+14,0% YoY). Treiber des Wachstums sind die geplanten Solarparks in Deutschland, UK und Bulgarien, deren Finanzierung u.a. aus dem Mittelzufluss der Anleihe erfolgen soll.

UMSATZ NACH SEGMENTEN



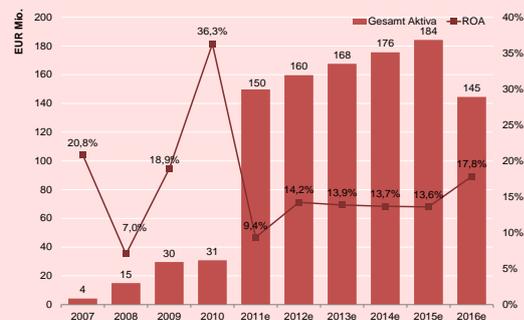
Nach den Plänen von Payom Solar werden die Solarparks ab Jahresmitte 2011e sukzessive ans Netz gehen und ab 2012e volljährig regelmäßige Erlösbeiträge in Form von regulierten Einspeisevergütungen generieren.

EBIT UND EBIT-MARGE



Für das operative Ergebnis erwarten wir für das laufende Jahr einen Anstieg auf EUR 14,0 Mio. von EUR 11,2 Mio. in 2010. Dies entspricht einer EBIT-Marge von 8,6% (nach 7,3% in 2010).

ROA UND TOTAL ASSETS

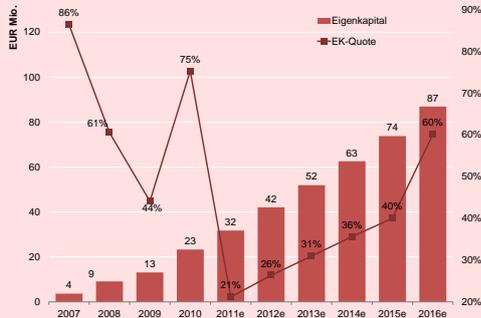


Im laufenden Geschäftsjahr sind Investitionen in Höhe von rund EUR 90,0 Mio. für die Errichtung der Solarparks geplant; diese werden 2012e erstmals voll ergebniswirksam. Die liquiden Mittel werden nach unseren Schätzungen bis 2015e auf EUR 97,1 Mio. ansteigen, nach der vollständigen Rückzahlung der Anleihe rechnen wir Ende 2016e mit liquiden Mitteln von EUR 61,9 Mio.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

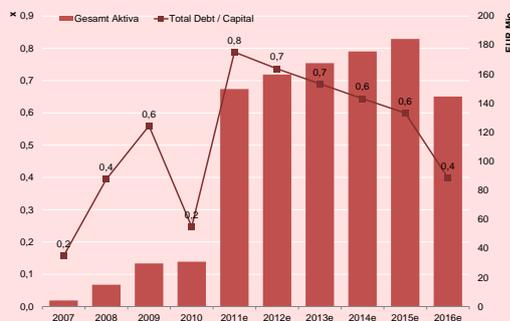
Financial Profile

EIGENKAPITAL UND EK-QUOTE



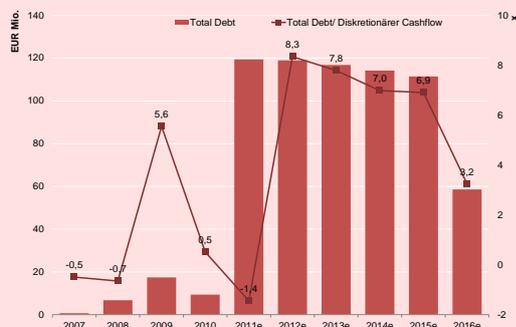
Durch die Einbringung der Solare AG (eingetragen im Januar 2010) und der Amsolar (eingetragen im März 2011) jeweils im Rahmen von Kapitalerhöhungen durch Sacheinlagen erhöht sich das Grundkapital der Payom Solar zunächst auf EUR 4,6 Mio. und zuletzt auf EUR 6,8 Mio.

DEBT-TO-CAPITAL RATIO



Neben der Anleihe plant das Management die Aufnahme von Bankverbindlichkeiten in Höhe von rund EUR 60,0 Mio. Diese werden das Gearing im laufenden Geschäftsjahr von 32,8% (per Ende 2010) auf 37,2% erhöhen.

RÜCKZAHLUNGSDAUER DER VERBINDLICHKEITEN



Der Zeitraum, innerhalb dessen Payom Solar die geplante Verschuldung auf der Basis der erwarteten diskretionären Cashflows vollständig zurückzahlen könnte, dürfte im Prognosezeitraum von 8,3 Jahren in 2012e auf 3,2 Jahre sinken (2016e Rückzahlung der Anleihe).

FFO / CAPEX



Das Projektgeschäft von Payom Solar zeichnet sich durch eine geringe Kapitalintensität aus. Sofern keine weiteren M&A-Aktivitäten oder Übernahmen von Solarparks erfolgen, werden die FFO oberhalb der Capex liegen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Liquiditäts- und Cash-Profile

CURRENT RATIO



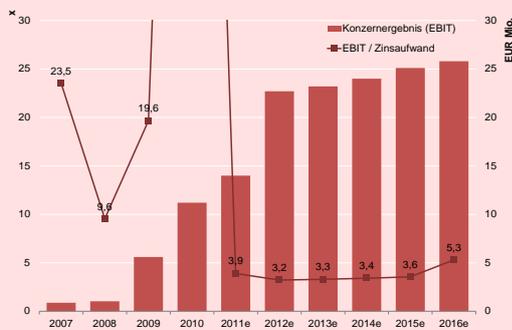
Die Liquidität dritten Grades (Current Ratio) gibt an, inwieweit das kurz- und mittelfristige Fremdkapital durch das Umlaufvermögen gedeckt sind. 2010 wurden die bisherigen Bankverbindlichkeiten vollständig abgelöst. Insgesamt wird Payom Solar unseren Schätzungen zufolge über eine mehr als ausreichende Liquidität verfügen.

ACID TEST



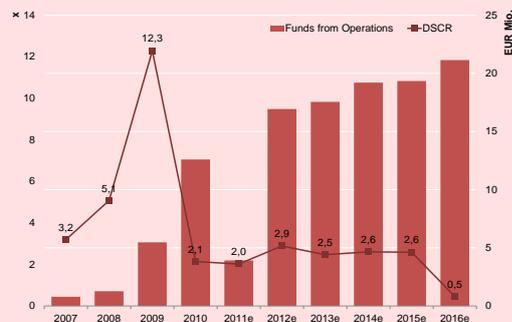
Im Prognosezeitraum bis 2016e erwarten wir einen starken Anstieg der Cashflows und damit der Liquidität. Für das Net Working Capital haben wir im Prognosezeitraum bis 2016e einen Zuwachs parallel zur operativen Geschäftsausweitung angenommen. 2016e haben wir die Rückzahlung der Anleihe aus dem liquiden Mittelbestand eingerechnet.

ZINSDECKUNGSGRAD



Das Verhältnis von EBIT zu Zinsaufwand sinkt nach unseren Schätzungen 2012e auf 3,2x und verbessert sich bis 2015e auf 3,6x. 2016e kann die Rückzahlung der Anleihe aus dem Cash-Bestand erfolgen.

DEBT SERVICE COVERAGE RATIO (DSCR)



Die operativen Cashflows zu Zinsen, Amortisation und Tilgung sowie Leasingverpflichtungen (Miete) erreichen im Prognosezeitraum Werte zwischen 2,9x und 2,0x.

2016e haben wir die Rückzahlung der Anleihe aus dem liquiden Mittelbestand eingerechnet.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Übersicht über die Unternehmensanleihe

Mit einer Nominalverzinsung von 7,5% bei einem Creditreform-Rating von BBB weist die Payom Solar-Anleihe eine im Peergroup-Vergleich attraktive Effektivverzinsung auf. Mit einem Emissionsvolumen von bis zu EUR 50,0 Mio. zählt sie zu den typischen Mittelstandsanleihen an der Börse Stuttgart (Bondm).

Die Stammdaten der Payom Solar-Anleihe werden in nachstehender Tabelle zusammengefasst:

TABELLE 1: FACTSHEET DER ANLEIHE

Emissionsvolumen	Bis zu EUR 50,0 Mio.
Stückelung	EUR 1.000,00
Mindestanlage	EUR 1.000,00
Laufzeit	08.04.2011 – 07.04.2016
Zeichnungsfrist	28.03.2011 – 20.03.2012
Kupon (%)	7,5%
Besicherung	-
Zinszahlungstermin	Jährlich am 08.04.
Ausgabekurs (%)	100,00
Rückzahlungskurs (%)	100,00
Vorzeitige Rückzahlung	Frühestens nach Ablauf von drei Jahren
Börsenplatz	Bondm, Börse Stuttgart
ISIN	DE000A1H3M96
WKN	A1H3M9
Creditreform-Rating	BBB

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Solide Anleihe-Kenndaten mit 7,5% Effektivverzinsung bei fünfjähriger Laufzeit und BBB Rating

Mit 7,5% liegt der Kupon der Payom Solar-Anleihe über dem Mittelwert der bislang am Bondm emittierten Unternehmensanleihen, was auch die im Zeitablauf angestiegenen Umlaufrenditen widerspiegelt. Bei einem Angebotspreis von EUR 1.000,00 je Teilschuldverschreibung gilt dies auch für die Effektivverzinsung. Bezogen auf die Laufzeit liegt die Anleihe mit fünf Jahren im durchschnittlichen Bereich, längere Laufzeiten wurden am Bondm bislang nicht platziert. Das Rating von Creditreform bescheinigt mit BBB eine „stark befriedigende Bonität“, für welche die statistische Ausfallwahrscheinlichkeit für die Laufzeit der Anleihe mit 2,00% angegeben wird.

Mittelverwendung: Ausbau des Geschäftsbereichs Photovoltaik-Solarkraftwerke

Der Geschäftsplan der Payom Solar sieht vor, den Mittelzufluss aus der Ausgabe der Inhaber-Teilschuldverschreibungen von netto bis zu EUR 50,0 Mio. für folgende Zwecke zu verwenden: 40,0% des Nettoemissionserlöses sollen zum Erwerb von Komponenten für Photovoltaikkraftwerke verwendet werden, 50,0% zur Finanzierung des Erwerbs von Solarparks und 10,0% für die Finanzierung des Working Capitals aus dem allgemeinen Geschäftsbetrieb. Durch den Einstieg in den Betrieb von Solarparks wird die operative Ertragslage auf eine wesentlich stabilere Grundlage gestellt, da die vereinnahmten Cashflowströme aus dem Betrieb der Solarparks über die jeweiligen nationalen Einspeisevergütungsgesetze langfristig gesetzlich festgelegt sind. Mittelfristig gestaltet sich die Ertragslage von Payom Solar wesentlich weniger volatil.

Bislang wurden am Bondm zwölf Anleihen mittelständisch geprägter Unternehmen aufgelegt. An den übrigen Börsenplätzen Deutschlands wie Frankfurt (Entry Standard), München (m:access), Düsseldorf (Mittelstandsmarkt) oder Hamburg/Hannover notiert eine Reihe weiterer Unternehmensanleihen mit einem Emissionsvolumen von unter EUR 250 Mio., wodurch wir eine Mittelstandsanleihe typischerweise klassifizieren würden.

ABBILDUNG 1: UMLAUFRENDITE UND MITTELSTANDSANLEIHEN



Das allgemein niedrige Zinsniveau hat Mittelstandsanleihen zu einer interessanten Anlageform werden lassen.

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Angestrebt wird ein Listing am Bondm-Segment der Börse Stuttgart

Bondm ist ein Handelssegment für Unternehmensanleihen im Freiverkehr der Börse Stuttgart, das speziell für Unternehmen des gehobenen industriellen oder industriennahen Mittelstands konzipiert wurde. Voraussetzung für eine Emission ist, dass sich die Gesellschaften verpflichten, ein über die allgemeinen Regelungen des Freiverkehrs hinausgehendes Mindestmaß an fortlaufender Transparenz und Publizität gegenüber Anlegern und Investoren einzuhalten. Um Anleihen nicht nur für institutionelle Anleger, sondern auch für den Privatanleger attraktiv zu machen, liegt die Mindeststückelung einer Unternehmensanleihe am Bondm mit EUR 1.000 deutlich unter den sonst bei Unternehmensanleihen üblichen Beträgen von EUR 50.000 und mehr. Während großvolumige High Grade-Unternehmensanleihen nahezu ausschließlich an institutionelle Investoren platziert wurden, haben am Bondm erstmals Privatanleger die Möglichkeit direkt die Anleihen mittelständischer Unternehmen zu zeichnen, und zwar entweder beim Emittenten selbst (etwa auf dessen Homepage, die so genannte Eigenemission) oder transaktionsentgeltfrei über die Plattform der Börse Stuttgart selbst.

Bislang wurde am Segment Bondm zwölf Unternehmensanleihen platziert, eine weitere befindet sich aktuell in der Emissionsphase. Das emittierte Gesamtvolumen beläuft sich bis dato auf EUR 890,0 Mio., das heißt, das durchschnittliche Anleihevolumen beläuft sich auf EUR 74,2 Mio.

TABELLE 2: MITTELSTANDSANLEIHEN IN DEUTSCHLAND AUSWAHL

Anleihe	Laufzeit	Rating ¹	Kurs	Nominal	Effektiv	Spread ²	Vol. (EUR Mio.)
Börse Stuttgart (Bondm)							
Windreich AG	01.03.2015	BBB (CR)	98,05	6,500%	7,07%	4,35%	50,0
Dürr AG (Nachrangsanleihe)	28.06.2015	B/B2 (S&P/M)	107,70	7,250%	5,28%	5,69%	225,0
KTG Agrar AG	28.09.2015	BBB (CR)	102,50	6,750%	5,28%	5,23%	50,0
Nabaltec AG	14.10.2015	BBB- (CR)	102,50	6,500%	5,85%	4,97%	30,0
Solarwatt AG	31.10.2015	BB+ (CR)	98,75	7,000%	7,31%	5,29%	25,0

1) CR: Creditreform, S&P: Standard & Poors, EH: Euler Hermes, LC: Lince/Cerved, M: Moody's

2) Gegenüber 5J Bundesanleihe zum Emissionszeitpunkt

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL, BÖRSE STUTTGART, BÖRSE DÜSSELDORF, DEUTSCHE BÖRSE AG

TABELLE 2: MITTELSTANDSANLEIHEN IN DEUTSCHLAND AUSWAHL (FORTS.)

Anleihe	Laufzeit	Rating ¹	Kurs	Nominal	Effektiv	Spread ²	Vol. (EUR Mio.)
Börse Stuttgart (Bondm)							
Air Berlin plc	10.11.2015	unrated	103,82	8,500%	7,47%	6,84%	150,0
3W Power Holdings S.A.	01.12.2015	B-	96,30	9,250%	10,25%	7,42%	125,0
Rena GmbH	15.12.2015	BB+	98,90	7,000%	7,27%	4,86%	25,0
MAG IAS GmbH	08.02.2016	BB+	101,10	7,500%	7,22%	3,82%	50,0
Centrosolar Group AG	15.02.2016	BBB	100,10	7,000%	6,97%	3,77%	50,0
SiC Processing GmbH	29.02.2016	BBB+	100,75	7,125%	6,94%	3,95%	80,0
Joh. Friedrich Behrens AG	14.03.2016	BBB+	99,80	8,000%	8,05%	3,96%	18,0
German Pellets GmbH	29.03.2016	BBB	100,00	7,250%	7,25%	n/a	75,0
Börse Düsseldorf (Mittelstandsmarkt)							
Schneekoppe GmbH & Co.KG	20.09.2015	NR	108,00	6,450%	4,43%	4,83%	10,0
Helma Eigenheimbau	01.12.2015	BBB (CR)	100,00	6,500%	6,48%	4,67%	10,0
Frankfurt (Freiverkehr)							
Exer D GmbH	01.02.2016	A5 (LC)	91,00	5,700%	7,99%	3,84%	50,0
S.A.G. Solarstrom AG	14.12.2015	BBB+ (CR)	96,35	6,250%	7,17%	4,18%	25,0
Nicht gehandelt							
Novatec Biosol AG	12.01.2015	NR	101,50	7,25%	6,80%	4,83%	10,0
Solar Millennium AG	12.07.2015	NR	101,51	6,50%	6,09%	4,81%	50,0

3) CR: Creditreform, S&P: Standard & Poors, EH: Euler Hermes, LC: Lince/Cerved

4) Gegenüber 5J Bundesanleihe zum Emissionszeitpunkt

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL, BÖRSE STUTTGART, BÖRSE DÜSSELDORF, DEUTSCHE BÖRSE AG

Elementarer Bestandteil des Bondm-Konzepts ist, dass die Emittenten für ihr Unternehmen oder die Anleihe ein Rating erstellen lassen.

Allgemein ist ein Rating oder Kreditrating eine Bonitätseinschätzung des Schuldners durch hierauf spezialisierte Unternehmen, die Ratingagenturen. Zu unterscheiden sind etablierte, global tätige Ratingagenturen wie Standard & Poor's, Moody's oder Fitch einerseits und nationale Ratingagenturen wie Euler Hermes oder Creditreform.

Allen ist gemein, das sich ihre Ratings in Emittenten- und Emissionsratings unterscheiden lassen. Während bei ersterem die generelle Fähigkeit und Bereitschaft eines Unternehmens beurteilt wird, seinen zukünftigen Zahlungsverpflichtungen jederzeit rechtzeitig und vollständig nachzukommen, wird bei letzterem das Ausfallrisiko einer bestimmten Anleihe abgeschätzt, wobei konkrete Ausgestaltungsfaktoren wie Sicherungselemente, Rangstellung und Anleihebedingungen Berücksichtigung finden. Bei externen Ratings, wie sie im Handelsegment Bondm für nicht börsennotierte Gesellschaften verpflichtend sind, handelt es sich in den meisten Fällen um Emittentenratings.

Ergebnis des Rating-Prozesses ist der Ratingcode oder Ratinggrade. Darunter versteht man den von Ratingagenturen verwendeten Buchstabenschlüssel, welcher das Ausfallrisiko des Schuldners und somit eine summarische Beurteilung der Bonität erlaubt. Die Bewertungsskala reicht bei langfristigen Ratings von der bestmöglichen Triple-A Bewertung (AAA bzw. Aaa) über zahlreiche Stufen und Ratingklassen bis hin zur Wertung C; Anleihen mit D befinden sich in Default. Anleihen mit Investment Grade reichen von AAA bzw. Aaa bis BBB- bzw. Baa3. Anleihen mit schlechteren Ratings werden als Non Investment Grade gehandelt.

In der folgenden Aufstellung sind die Ratingcodes der bekanntesten Ratingagenturen und ihre Abstufungen aufgeführt:

TABELLE 3: RATINGCODES ÜBERSICHT

S&P	Moody's	Fitch	Creditreform	Euler Hermes	Verbale Beschreibung
Investment Grade					
AAA	Aaa	AAA	AAA	AAA	Prime
AA+	Aa1	AA+	AA+	AA+	High Grade
AA	Aa2	AA	AA	AA	
AA	Aa2	AA	AA	AA	
AA-	Aa3	AA-	AA-	AA-	
A+	A1	A+	A+	A+	Upper Medium Grade
A	A2	A	A	A	
A-	A3	A-	A-	A-	
BBB+	Baa1	BBB+	BBB+	BBB+	Lower Medium Grade
BBB	Baa2	BBB	BBB	BBB	
BBB-	Baa3	BBB-	BBB-	BBB-	
Non-Investment Grade					
BB+	Ba1	BB+	BB+	BB+	Non Investment Grade, speculative
BB	Ba2	BB	BB	BB	
BB-	Ba3	BB-	BB-	BB-	
B+	B1	B+	B+	B+	Highly Speculative
B	B2	B	B	B	
B-	B3	B-	B-	B-	
CCC+	Caa1		CCC	CCC	Substantial Risks
CCC	Caa2		CC	CC	Extremely speculative
CCC-	Caa3	CCC	C	C	In default, little prospects for recovery
CC	Ca				
C	C	DDD			
D	-	DD	D	D	In default
	-	D			

QUELLE: S&P, MOODY'S, FITCH, CREDITREFORM, EULER HERMES, SPHENE CAPITAL

Analyse und Bewertung der Anleihe

Payom Solar hat derzeit keine ausstehenden Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten oder anderen Gesellschaften und auch keine sonstigen zinstragenden Verbindlichkeiten. Die Eigenkapitalquote lag 2010 bei 75,3%; ab 2011e haben wir die geplante Anleihe und die Aufnahme von Bankverbindlichkeiten in unser Modell eingerechnet. In der Folge sinkt die Eigenkapitalquote 2011e auf 20,5%, die Nettoverschuldung steigt von EUR -15,1 Mio. (Nettoliiquidität) in 2010 auf EUR 64,3 Mio. an.

Aus der Anleihe erwarten wir jährliche Kuponzahlungen in Höhe von EUR 3,8 Mio., insgesamt rechnen wir ab 2012e mit jährlichen Zinsaufwendungen von rund EUR 7,1 Mio. Diesen stehen nach unseren Schätzungen 2012e ein EBIT in Höhe von EUR 22,7 Mio. und ein Freier Operativer Cashflow FOCF in Höhe von EUR 15,8 Mio. gegenüber. Insgesamt reicht unser Grobprognosehorizont bis zur planmäßigen Rückzahlung der Anleihe im Jahr 2016e. Dabei erwarten wir bis 2016e mit einem Anstieg des operativen Ergebnisses auf EUR 25,8 Mio. sowie einen FOCF in Höhe von EUR 20,8 Mio. Unsere Schätzungen basieren dabei ausschließlich auf einer Modellierung des organischen Wachstums der Payom Solar. Weitere Übernahmen und auch die Integration der Amsolar haben wir aufgrund der fehlenden Daten noch nicht in unser Modell eingefügt.

Die von uns erstellte Anleihebewertung zielt auf die Frage ab, inwieweit die zukünftig erwarteten Cashflows der Gesellschaft ausreichen, die Zins- und Tilgungsverpflichtungen aus der Anleihe zu erfüllen. Wir untersuchen dabei sowohl die kurzfristigen Liquiditäts- bzw. Bonitäts-Kennzahlen als auch mittel- und längerfristige Verschuldungs- wie Deckungsgradkennzahlen.

Die kurzfristigen Liquiditäts-Kennzahlen sind geprägt von einem starken Mittelzufluss aus der laufenden Geschäftstätigkeit.

Kurzfristige Bonitäts-Kennzahlen zeigen auf, inwieweit das zeitnah liquidierbare und damit aktuell zur Verfügung stehende Vermögen ausreicht, um kurzfristig fällig werdende Verbindlichkeiten zu begleichen. Dabei geht es auch um eine Einschätzung hinsichtlich eines effizienten Einsatzes des Working Capitals. Üblicherweise erfolgt diese Analyse anhand von zwei Kennzahlen:

- ✦ Die Liquidität dritten Grades (Current Ratio) gibt an, inwieweit das kurz- und mittelfristige Fremdkapital durch das Umlaufvermögen gedeckt sind.
- ✦ Der Acid Test zeigt an, inwieweit dies ohne Rückgriff auf möglicherweise nicht kurzfristig liquidierbare Vorräte nur unter Zugriff auf die sonstigen kurzfristigen Vermögen gilt.

Beide Kennzahlen werden im Wesentlichen durch den erwarteten Zufluss liquider Mittel aus der laufenden Geschäftstätigkeit beeinflusst. Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat Payom Solar den operativen Cashflow von EUR 3,1 Mio. (2009) auf EUR 16,8 Mio. (2010) gesteigert konnte; für die Jahre 2011e und 2012e erwarten wir operative Cashflows in Höhe von EUR 10,1 Mio. und EUR 15,9 Mio. Dabei haben wir unterstellt, dass das Net Working Capital im Prognosezeitraum bis 2016e parallel zur operativen Geschäftsausweitung ansteigen wird. Beide Kennzahlen zeigen auf, dass nach unseren Schätzungen die kurzfristigen Vermögen die kurzfristigen Verbindlichkeiten mehrfach übersteigen und Payom Solar damit regelmäßig über eine mehr als ausreichende Liquidität verfügt.

ABBILDUNG 2: ACID TEST UND LIQUIDITÄT 3. GRADES



Das Altgeschäft der Payom Solar ist u.a. durch kurzfristige Bankverbindlichkeiten finanziert worden; 2010 wurden diese vollständig abgelöst. Im Prognosezeitraum bis 2016e erwarten wir einen starken Anstieg der Cashflows und damit der Liquidität.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

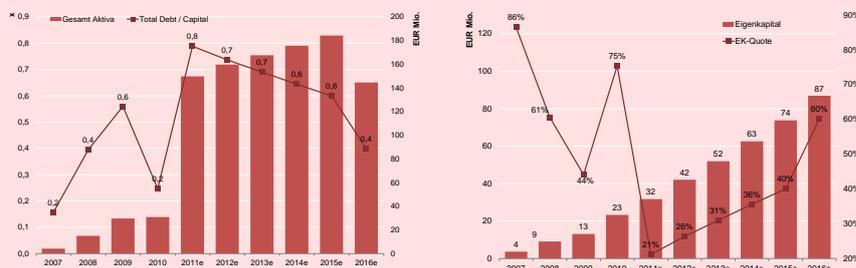
Als Folge der Finanzierungsmaßnahmen steigt das Gearing 2011e auf 372,2%.

Durch die Einbringung der Solare AG im Rahmen einer Kapitalerhöhung durch Sacheinlage (eingetragen im Januar 2010) wurden 3.250.000 Payom Solar Aktien an die bisherigen Solare-Aktionäre ausgegeben und das Grundkapital der Payom Solar von EUR 1,3 Mio. auf EUR 4,6 Mio. mehr als verdreifacht. Anfang März 2011 folgte im Zuge des Mehrheitserwerbs an Amsolar (52,6%) eine weitere Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage bzw. eine Erhöhung des Grundkapitals um EUR 2,3 Mio. auf nun EUR 6,8 Mio. Nach dem Abschluss der nun geplanten Finanzierungsmaßnahmen wird der Verschuldungsgrad der Payom Solar, also das Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital (Gearing), jeweils bezogen auf die Buchwerte, von 32,8% in 2010 auf 372,2% in 2011e ansteigen. Dem stehen aus unserer Sicht jedoch ein stabiles Geschäftsmodell und regelmäßige Einspeisevergütungen aus den zu finanzierenden Solarparks gegenüber, was die Höhe des Gearing relativiert. Nach unseren Schätzungen erreicht der Verschuldungsgrad im Vorfeld der planmäßigen Rückzahlung der Anleihe 149,8% (2015e).

Payom Solar ist derzeit nahezu verschuldungsfrei, auch nach Einbeziehung der operativen Leasingverpflichtungen ändert sich dies nur unwesentlich. Ab 2011e haben wir die geplante Anleihe in unser Modell eingerechnet. Dem Anstieg des Gearing stehen aus unserer Sicht die regelmäßigen Einspeisevergütungen aus den geplanten Solarparks gegenüber.

Nicht in den Verbindlichkeiten erfasst sind die finanziellen Verpflichtungen aus Mietverträgen für die Geschäftsräume und Lagerhallen, die als operatives Leasing lediglich in Höhe des jährlichen Mietzinses von EUR 0,5 Mio. (2010) unter der Position sonstige betriebliche Aufwendungen erscheinen. Im Geschäftsbericht 2010 wurde die Höhe dieser Verpflichtungen mit EUR 0,5 Mio. innerhalb eines Jahres, weiteren EUR 0,7 Mio. im Zeitraum von fünf Jahren sowie mit EUR 1,2 Mio. im Zeitraum von mehr als fünf Jahre angegeben. Wir schätzen den Barwert dieser Verpflichtungen unter Annahme eines Diskontierungssatzes von 6,0% (100% Fremdkapital) auf rund EUR 1,8 Mio. Die Auswirkungen der Mietverpflichtungen auf die ermittelten Kennzahlen sind nach unserer Einschätzung nur unwesentlich. Darüber hinaus bestanden per 31.12.2010 Rahmenvereinbarungen zur Lieferung von Modulen mit einem Volumen von rund EUR 60,0 Mio. für das laufende Geschäftsjahr 2011.

ABBILDUNG 3: KAPITALSTRUKTUR UND VERSCHULDUNGSGRAD



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Infolge der geplanten Finanzierungsmaßnahmen wird der Verschuldungsgrad, also das Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital (Gearing), jeweils bezogen auf die Buchwerte, von 32,8% in 2010 auf 372,2% in 2011e ansteigen. Bis zur planmäßigen Fälligkeit der Anleihe erreicht der Verschuldungsgrad nach unseren Schätzungen 149,8% (2015e).

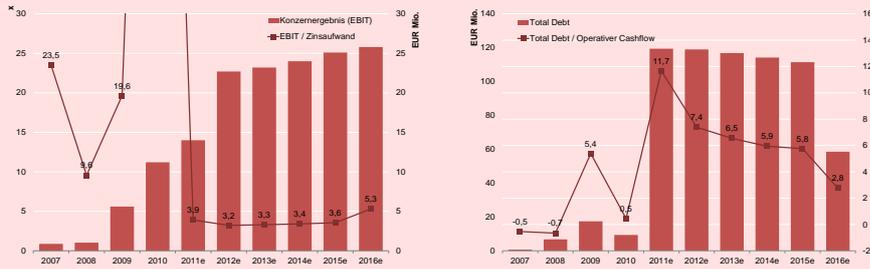
Aus den geplanten Solarparks fließen stabile und nach unserer Einschätzung visible Cashflows.

Angesichts des starken Anstiegs des Verschuldungsgrades ist die Frage, inwieweit Payom Solar den zukünftigen Zahlungsverpflichtungen aus der Anleihe durch die Erzielung adäquater zukünftiger Cashflows nachkommen kann, von erheblicher Bedeutung für die weitere Einschätzung des Unternehmens. Hierzu haben wir auf der Basis unserer Schätzungen bis zum Jahr 2016e folgende Deckungsgrad-Kennzahlen aus der GUV und dem Cashflow-Statement im Zeitablauf analysiert:

- ✦ EBIT/Zinsaufwand
- ✦ Funds from Operations/Total Debt
- ✦ Debt Service Coverage Ratio
- ✦ (Free Operating Cashflow + Zinsaufwand)/Zinsaufwand
- ✦ (FOCF + Zinsaufwand)/(Zinsaufwand + Rückzahlungen).

Cashflow-basierte Kennzahlen

ABBILDUNG 4: ZINSDECKUNGSGRAD (LS) UND OPERATIVER CASHFLOW



Das Verhältnis EBIT/Zinsaufwand sinkt nach unseren Schätzungen 2012e auf 3,2x und verbessert sich bis 2015e auf 3,6x.

Das Verhältnis Total Debt/ Operativer Cashflow steigt 2011e auf 11,7x, mit operativer Inbetriebnahme der Solarparks fällt es 2012e auf 7,4x.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Payom Solar hat derzeit keine zinstragenden Verbindlichkeiten, ab 2012e rechnen wir mit jährlichen Zinszahlungen in Höhe von EUR 7,1 Mio.

Die Kennzahl EBIT/Zinsaufwand, auch bekannt als Zinsdeckungsgrad, misst, inwieweit das Ergebnis vor Zinsen und Steuern die jährlichen Zinsaufwendungen übersteigt. Vor dem Hintergrund der niedrigen Verschuldung hatte Payom Solar bis dato kaum Zinsaufwendungen, frühere Finanzverbindlichkeiten dienten weitgehend der Finanzierung des Warenbestands. Ab 2012e rechnen wir mit jährlichen Zinszahlungen in Höhe von EUR 7,1 Mio. (2011e teiljährig EUR 3,6 Mio.).

Nach unseren Schätzungen sinkt der Zinsdeckungsgrad (EBIT/Zinsaufwand) in 2012e auf 3,2x, steigt danach jedoch aufgrund der vereinnahmten Erträge sukzessive an, bis er in 2015e einen sehr auskömmlichen Wert von 3,6x erreicht (2016e 5,4x). Bei der Ermittlung der Kennzahlen EBIT/Zinsaufwand werden nur die Zinsbelastungen berücksichtigt; nicht in die Berechnung gehen dagegen die zukünftigen Zinserträge im Zusammenhang mit dem von uns erwarteten Rückgang der Nettoverschuldung von EUR 64,4 Mio. in 2012e auf eine Nettofinanzposition von EUR 14,6 Mio. in 2016e ein.

Bei der Gegenüberstellung von Verschuldung und operativem Cashflow wird die Summe aus kurz- und langfristigen Finanzverbindlichkeiten mit dem um Abschreibungen, Working Capital-Investitionen und anderen, nicht zahlungswirksamen Veränderungen sonstiger Forderungen und Verbindlichkeiten adjustierten Nettoergebnis verglichen. Nach Abschluss der geplanten Finanzierungsmaßnahmen errechnen wir 2011e ein Verhältnis von 11,7x. Ab 2012e werden Payom Solar erstmals über das gesamte Jahr die Einspeisevergütungen aus den Solarparks zufließen, damit verbessert sich Verhältnis 2012e auf 7,4x.

Bei der Berechnung des Zinsdeckungsgrades fließen nur die Zinszahlungen, nicht jedoch die von uns zukünftig erwarteten Zinserträge in die Berechnung mit ein.

ABBILDUNG 5: CASHFLOW-KENNZAHLEN



Der freie operative Cashflow ist der um Investitionen gekürzte Cashflow. Den jährlichen Zahlungs- inkl. Rückzahlungsverpflichtungen gegenübergestellt ergibt eine noch konservativere Einschätzung, inwieweit ein Gläubiger seinen laufenden Zahlungsverpflichtungen nachkommen kann, als die häufig verwendete Debt Service Coverage Ratio (DSCR).

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

DSCR und freier operativer Cashflow zu Zins- und Rückzahlungsverpflichtungen werden nach unseren Schätzungen solide Niveaus halten.

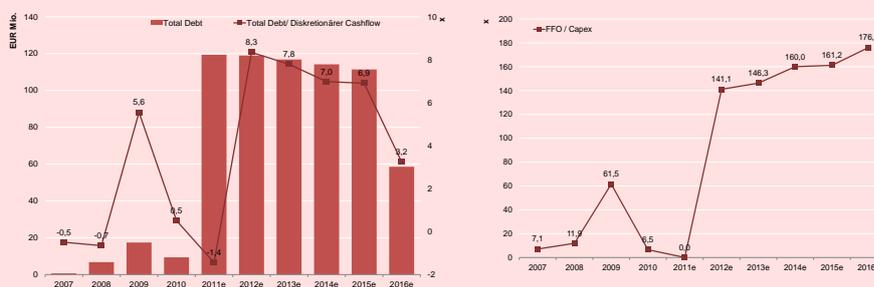
Der freie operative Cashflow (FOFC) ist der um die jährlichen Nettoinvestitionen gekürzte Cashflow, der theoretisch für Dividenden und Akquisitionen zur Verfügung steht. Wir haben bei der Darstellung der Kennzahlen den freien operativen Cashflow und die jährlichen Zins- und Leasing (Miet-) verpflichtungen zuzüglich Rückzahlungsverpflichtungen einander gegenübergestellt. Ein Verhältnis von

2011e sinkt das Verhältnis aus FOCF und Zinsaufwand zu Zinsaufwand, Leasing und Tilgung auf -19,7x; Grund sind die geschätzten Capex in Höhe von knapp EUR 90,0 Mio. für die Errichtung der geplanten Solarparks.

größer eins zeigt an, dass das Unternehmen nicht nur in der Lage ist, seine jährlichen Zahlungs- und Rückzahlungsverpflichtungen vollständig zu erfüllen, sondern auch die im jeweiligen Jahr anfallenden Investition in das Sachanlagevermögen vollständig aus den laufenden Cashflows zu finanzieren. Das Ergebnis gibt daher eine deutlich konservativere Einschätzung hinsichtlich der Fähigkeit eines Gläubigers seinen laufenden Zinszahlungs- und Tilgungsverpflichtungen nachzukommen wider, als die häufig verwendete Debt Service Coverage Ratio (DSCR). Letztere beschreibt das Verhältnis von verfügbaren Barmitteln (vor Investitionen inkl. Working Capital Investitionen) zu Zinsen, Tilgung und Leasingverpflichtungen.

Nach unseren Schätzungen sinkt das Verhältnis aus FOCF und jährlichen Zins-Leasing und Rückzahlungsverpflichtungen 2011e auf -19,7x; der Grund dafür sind die von uns erwarteten Capex in Höhe von EUR 90,0 Mio. für die Errichtung der Solarparks. 2012e erwarten wir ein solides Niveau von 2,8x; 2016e haben wir die vollständige Rückzahlung der Anleihe modelliert, dadurch sinkt die Kennzahl auf unter eins.

ABBILDUNG 6: RÜCKZAHLUNGSDAUER (LS) UND FFO/CAPEX



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

2012e wird die Rückzahldauer für die bestehenden Verbindlichkeiten nach unseren Schätzungen auf 8,3 Jahre ansteigen und aufgrund der erwarteten freien Cashflows bis 2016e auf 3,2 Jahre zurückgehen.

Wir haben in unserem Modell keinen nennenswerten weiteren Capex-Bedarf angenommen.

Auf der Basis der diskretionären Cashflows, d.h. der Cashflows nach der Ausschüttung einer Dividende, lässt sich ermitteln, in welchem Zeitraum die Verschuldung aus den generierten Cashflows vollständig zurückgeführt werden könnte. Im Geschäftsjahr 2009 lag die Rückzahlungsdauer bei 5,8 Jahren; nachdem Payom Solar im vergangenen Jahr sämtliche Bankverbindlichkeiten in Höhe von EUR 5,6 Mio. vollständig zurückgezahlt hat, lag die Quote Ende 2010 bei nur noch 0,5 Jahren. 2012e steigt die Quote nach unseren Schätzungen in der Spitze auf 8,3 Jahre an; bis 2015e wird sie durch die bis dahin zu erwartenden freien Cashflows auf 6,9 Jahre zurückgehen. 2016e haben wir die Fälligkeit der Anleihe modelliert.

Unsere Schätzungen enthalten keinen nennenswerten weiteren Capex Bedarf. Die von uns erwarteten Cashflows basieren auf dem 2011e erreichten Status quo.

Das bisherige Geschäft der Payom Solar zeichnet sich nach unserer Einschätzung durch eine geringe Kapitalintensität aus. Die Funds From Operations FFO lagen vor diesem Hintergrund regelmäßig deutlich oberhalb der Capex. Nur im Geschäftsjahr 2010 wurde dieses Verhältnis konsolidierungsbedingt durch den Zusammenschluss Payom Solar/Solare AG verzerrt. Nach den im laufenden Geschäftsjahr erwarteten Investitionen in die geplanten Solarparks wird Payom Solar in den nachfolgenden Jahren die Cashflows aus den Einspeisevergütungen vereinnahmen. Wir haben in unserem Modell mit einem Prognosezeitraum bis 2016e keine weiteren Investitionen in Solarparks eingerechnet; sowohl die erwarteten Capex als auch die erwarteten Cashflows beruhen auf der Annahme einer Geschäftsentwicklung auf dem gegen Ende des Jahres 2011e erreichten Status quo; im Fall der Errichtung bzw. des Ankaufs weiterer Solarparks wären auch die erwarteten Cashflows entsprechend anzupassen. Unter diesen Annahmen ergibt sich aus unserer Sicht aus dem laufenden Geschäft in den nächsten Jahren kein nennenswerter Capex Bedarf.

TABELLE 4: ÜBERBLICK DER CASHFLOW MASSZAHLEN

		2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Funds from Operations	EUR Mio.	1,3	5,5	12,6	3,9	16,9	17,6	19,2	19,3	21,1
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-9,0	3,1	16,8	10,1	15,9	17,7	19,0	19,2	20,9
Freier operativer Cashflow	EUR Mio.	-9,1	3,0	14,8	-79,9	15,8	17,6	18,9	19,1	20,8
Diskretionärer Cashflow	EUR Mio.	-9,1	3,0	14,8	-81,7	14,1	14,8	16,2	16,0	17,8
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-0,2	-0,2	-0,2	-90,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	10,1	0,1	-5,5	110,4	-2,8	-5,5	-5,6	-6,0	-56,2

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Unser Bewertungskonzept sieht einen multivariaten Stresstest der wesentlichen Annahmen aus Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung vor. Ziel des Stresstests ist es, eine Einschätzung zu bekommen, in welchem Ausmaße Abweichungen von unseren Planzahlen dazu führen, dass Payom Solar nicht mehr in der Lage ist, seine jährlichen Zinszahlungen zu leisten.

Analyse der Zinszahlungsfähigkeit in verschiedenen Umweltszenarien.

Ziel unseres multivariaten Stresstests ist es, eine Einschätzung zu bekommen, in welchem Ausmaße Abweichungen von unseren Planzahlen dazu führen, dass Payom Solar nicht mehr in der Lage ist, seine jährlichen Zinszahlungen zu leisten. Salopp formuliert: Was muss eigentlich passieren, dass das für den Käufer der Anleihe Schlimmste eintritt, nämlich die Unfähigkeit der Gesellschaft, die jährlich anfallenden Zinsen zu bezahlen.

Hierzu variieren wir die beiden wichtigsten Stellgrößen des Geschäftsmodells: Die Umsätze und die betrieblichen Kosten. Dabei stellt sich heraus, dass Payom Solar über einen vergleichsweise hohen Sicherheitspuffer verfügt. Die Ergebnisse (vgl. Anhang) sind allesamt in einem Bereich, der Payom Solar die Bezahlung der Kuponzinsen in jedem einzelnen Jahr unserer Prognose ermöglicht, selbst wenn sich Abweichungen der operativen Umsatz- und Ertragslage von den Ausgangsplanungen einstellen sollten.

Auf den X- und Y-Achsen haben wir jeweils die negativen Abweichungen von unserem Planszenario abgetragen. Dabei entspricht der Wert, der in der jeweiligen Tabelle im rechten unteren Feld auftaucht, unserem jeweiligen Basis-Szenario. Bewegt man sich in der Tabelle nach oben, entspricht dies einer Verschlechterung der gesamten Aufwandsposition, das heißt, die Aufwandsquote steigt auf mehr als 100% unserer Planung. Bewegt man sich in der Tabelle nach links, bedeutet dies, dass Payom Solar unsere Umsatzplanung nicht erreichen konnte, dass also weniger als 100% unserer Umsatzprognose erfüllt werden. Je dunkler die Farbgebung ist, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit für den Anleihezeichner, auch bei einer Verschlechterung der Ertragslage die jährlichen Kuponzahlungen ausgeschüttet zu bekommen. Ein Beispiel soll dies veranschaulichen: Liegt die durchschnittliche Umsatzwachstumsrate für 2011 nicht bei 6,0%, sondern bei 3,1% und die Aufwendungsquote bei 102% unserer Plandaten, dann wird Payom Solar zum Jahresende liquide Mittel von EUR 43,1 Mio. aufweisen.

Spezielle Risiken für die Anleihe sehen wir in den fehlenden Negativbeschränkungen bezüglich der weiteren Aufnahme von Verbindlichkeiten, aus der Holdingstruktur der Gesellschaft, aus der möglichen vorzeitigen Rückzahlung der Anleihe nach Ablauf von drei Jahren und aus der fehlenden Entsprechenserklärung zum Corporate Governance Codex.

Keine Negativbeschränkungen hinsichtlich der zukünftigen Höhe der Verbindlichkeiten

Die Anleihebedingungen enthalten keine Beschränkungen im Hinblick auf die Höhe der Verschuldung, die Payom Solar in der Zukunft gleichrangig oder vorrangig aufnehmen darf. Zusätzlich zu der geplanten Anleihe wird Payom Solar im laufenden Geschäftsjahr Kredite bei Banken in einem geschätzten Umfang von EUR 60,0 Mio. zur Finanzierung der geplanten Solarparks aufnehmen. Als vorrangige Verbindlichkeiten reduzieren diese den Betrag, auf welchen Gläubi-

Payom Solar verpflichtet sich, grundsätzlich keine zukünftigen Sicherheiten an Vermögensgegenständen zur Besicherung anderer Kapitalmarktverbindlichkeiten zu gewähren.

ger der Anleihe im Fall einer Liquidation oder Insolvenz der Gesellschaft zugreifen könnten.

Gleichwohl verpflichten die Anleihebedingungen die Gesellschaft, keine zukünftigen Sicherheiten an Vermögensgegenständen zur Besicherung von gegenwärtigen oder zukünftigen Kapitalmarktverbindlichkeiten zu gewähren, es sei denn auch die Gläubiger der derzeit geplanten Teilschuldverschreibung würden an der Sicherheit im gleichen Rang beteiligt oder durch andere gleichwertige Sicherheit bedient.

Risiken aus der Holdingstruktur

Payom Solar AG ist Muttergesellschaft über vier Tochtergesellschaften: Solare AG (100% Anteil), SD Solardach AG (100% Anteil), Solare Bulgaria (70% Anteil) und Solare Capital GmbH. Daneben wird Amsolar Holdings (zunächst Übernahme von 52,6%) als weitere Tochtergesellschaft unter der Payom Solar AG eingegliedert. Zu Amsolar gehören als Tochtergesellschaften Amsolar Corporation und Amsolar LLC.

Die Negativbeschränkungen gelten über den Einfluss der Mutter auch für die Töchter.

Die Negativbeschränkungen für die Anleihe gelten insofern auch für die Tochtergesellschaften, als sich Payom Solar verpflichtet, diese ebenfalls zu veranlassen, keine zukünftigen Sicherheiten an ihren Vermögensgegenständen zur Besicherung von gegenwärtigen bzw. künftigen Kapitalmarktverbindlichkeiten zu gewähren.

Risiko aus einer vorzeitigen Zurückzahlung der Anleihe

Aus den Anleihebedingungen geht hervor, dass Payom Solar über eine Option verfügt, die Anleihe vorzeitig zu kündigen. Dies kann jeweils zum Ablauf des dritten oder vierten Jahres mit einer Frist von mindestens 30 und höchstens 60 Tagen geschehen. In diesem Fall würden den Investoren der Nennbetrag plus zwei Prozent (nach Ablauf von drei Jahren) bzw. plus einem Prozent (nach Ablauf von vier Jahren) sowie die jeweils aufgelaufenen Zinsen ausbezahlt werden. Aus der Sicht der Payom Solar wäre dies insbesondere dann wirtschaftlich sinnvoll, wenn bei fallenden Zinsen die Begebung einer neuen Anleihe mit niedrigerer Verzinsung möglich würde. Dieser Vorteil geht zu Lasten der Anleiheinvestoren, wenn diese vorzeitig zurückgezahlte Beträge in weniger attraktiv verzinsten Anleihen reinvestieren müssten.

Payom Solar kann die Anleihe nach Ablauf von drei Jahren vorzeitig zurückzahlen.

Keine Entsprechenserklärung zum Corporate Governance Kodex

Payom Solar unterliegt nicht der Pflicht zur Abgabe einer Entsprechenserklärung zum Deutschen Corporate Governance Kodex; das Unternehmen folgt nach eigenen Angaben nicht den Empfehlungen des Deutschen Governance Kodex.

Downstream-Positionierung sorgt für Margenstabilität

Payom Solar hat sich mit einer aktiven Buy and Build-Strategie als herstellerunabhängiger Systemanbieter von Solaranlagen positioniert. Trotz eines schwierigen Marktumfeldes mit sukzessive fallenden Einspeisevergütungen konnte die Gesellschaft durch ihre Positionierung am Ende der Wertschöpfungskette die operativen Margen im Zeitverlauf weiter ausbauen. Stark fallende Modulpreise auf der Zuliefererseite, Vorzieheffekte auf Kundenseite und Zukäufe von Gesellschaften mit hohem Auftragsbestand sorgten für überproportionale Umsatz- und Ergebniszuwächse bei Payom Solar.

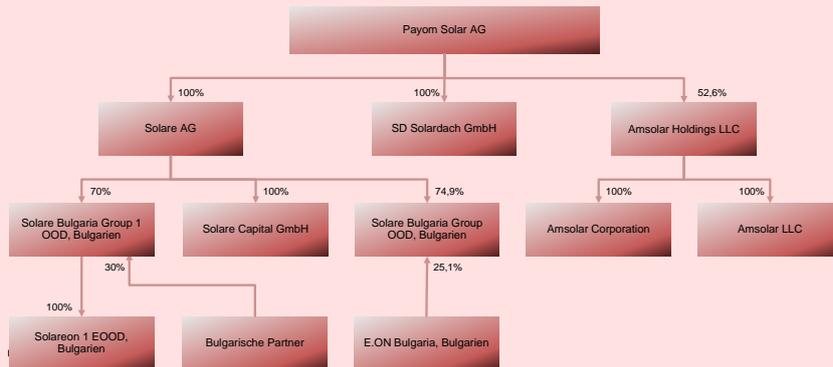
Mithilfe der zwischenzeitlich übernommenen Gesellschaften wird eine nachhaltige Marktposition als Systemanbieter von Photovoltaikgroßanlagen im europäischen und US-amerikanischen Markt angestrebt. Ziel ist die weitere Internationalisierung des Geschäfts, um die nachlassenden Wachstumsraten in Regionen mit sinkenden Fördersätzen zu kompensieren. Umfangreiche Lieferverträge mit zahlreichen Herstellern sowie ein hochwertiges Netzwerk an Partnern für die operative Umsetzung der Projekte sichern aus unserer Sicht eine nachhaltige Skalierbarkeit des Geschäftsmodells.

Projektentwickler mit bayerischen Wurzeln

Payom Solar AG wurde 2004 in München unter dem Namen Payom AG gegründet. Nach der Umfirmierung 2005 zur Payom Solar AG wurde 2006 die Solardach Burgoberbach GmbH in die Gesellschaft eingebracht und es folgte die Sitzverlegung nach Merkendorf, nahe Ansbach. Mit der Einbringung der Solardach Burgoberbach GmbH im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung in Jahr 2006 begann die Gesellschaft ihr operatives Geschäft.

Das Geschäftsmodell der Projektentwicklung konzentriert sich auf die Bereiche des klassischen In- und Aufdachgeschäfts und dem Segment der Großprojekte.

ABBILDUNG 7: ORGANIGRAMM



Die Holdingstruktur der Payom Solar AG setzt sich aus zumeist 100%igen Tochtergesellschaften und im Mehrheitsbesitz befindlicher Projektgesellschaften zusammen

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Das Dienstleistungsspektrum eines Solarprojektierers wird vollumfänglich abgedeckt.

Ab diesem Zeitpunkt positionierte sich das Unternehmen am Ende der solaren Wertschöpfungskette. Das Dienstleistungsspektrum umfasst neben der Auswahl geeigneter Solarstandorte die komplette Konfiguration der Dachanlagen bis hin zur technischen Bauplanung und schlüsselfertigen Erstellung. Im Rahmen ihrer Funktion als Generalunternehmer kooperiert Payom Solar mit Dachdeckern und Elektrikern zur baulichen Umsetzung und mit Geschäftsbanken und Steuerberatern zur Abdeckung der finanzbezogenen Fragestellungen. Die Hauptkunden von Payom Solar sind zum Großteil aus Dachdeckereien – ein kleinerer Teil der Umsätze wurde durch klassische Endabnehmer (primär Landwirte, Industrie) und Finanzinvestoren generiert.

Das Geschäftsmodell der Projektentwicklung konzentriert sich auf die Bereiche des klassischen Aufdachgeschäfts und dem Segment der Großprojekte.

ABBILDUNG 8: WERTSCHÖPFUNGSKETTE



Die Positionierung am Ende der Wertschöpfungskette bewahrt Payom Solar vor hohen F&E-Aufwendungen und der bei Modulherstellern üblichen Margenerosion durch Überkapazitäten und Wettbewerb aus Fernost. Preisgleitklauseln puffern die Risiken im Einkauf ab. Bei Großprojekten agiert Payom Solar i.d.R. als Generalunternehmer und haftet damit für den gesamten Zustand der Anlage, also auch für Subunternehmer und zugekaufte Kompetenzen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Haupttätigkeitsfelder sind das Aufdachgeschäft, Großprojekte und Handel.

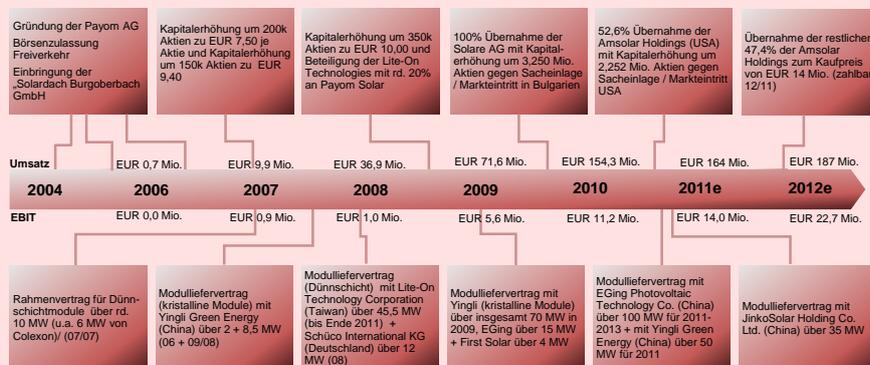
Payom Solar bietet als klassischer Solar-Projektentwickler das gesamte Dienstleistungssegment an. Einer dezidierten Standortanalyse zur Bestimmung geeigneter Flächen folgen die Konfiguration der Dachanlage, die komplette Bauplanung, die schlüsselfertige Erstellung der Anlage und der Projektverkauf an Einzelinvestoren oder Fondsgesellschaften. Darüber hinaus umfasst die Geschäftstätigkeit auch den Bezug und den Handel von Modulen und Komponenten.

Die Geschäftstätigkeiten der Payom Solar setzen sich aus dem Solaraufdachgeschäft, Großprojekten und dem Handel mit Modulen und Komponenten zusammen. Zukünftig wird Payom Solar auch eigene Solarparks betreiben.

- ✦ Das klassische **Aufdachgeschäft** umfasst Solarkonstruktionen, die auf ein bestehendes Dach montiert werden. In diesem Geschäftsbereich ist Payom Solar in der Planung und Entwicklung kleinerer Anlagen für Privatdächer oder Gewerbeimmobilien tätig. Regional ist Payom Solar überwiegend in Deutschland präsent, die Anlagekapazitäten liegen bei bis zu 500 kWp, in der Praxis hat der Großteil die installierten Dächer eine Leistung von weniger als 30 kWp.
- ✦ **Großprojekte** umfassen in der Regel Anlagen, mit denen eine Leistung von mehr als 500 kWp realisiert werden kann. Die bislang errichteten Anlagen lagen in einer Größenordnung bis zu 2 MWp mit deutschlandweitem Fokus. Die Expansion nach Süd- und Osteuropa befindet sich derzeit noch in der Aufbauphase. Die in der Planung befindlichen Projekte erreichen derzeit eine avisierte Leistungskapazität von bis zu 10 MWp. Bei Großanlagen übernimmt Payom Solar neben der Lieferung und betriebsfertigen Installation der Anlage auch die Herstellung des Netzanschlusses zum Festpreis sowie die anschließende Wartung der Anlagen.
- ✦ Der **Handel mit Modulen und Komponenten** für Photovoltaikanlagen komplettiert das Dienstleistungsangebot von Payom Solar. Im Großhandelsbereich sind die primäre Zielgruppen Wiederverkäufer und Installationsbetriebe (Elektroinstallationsbetriebe und Fachhandel), Heizungs-, Sanitär und Dachdeckereibetriebe respektive Solarfachbetriebe. Partiiell wird auch der Handel mit signifikanten Volumen für Großprojekte abgewickelt, so beispielsweise in Italien, wo 2010 Modulpakete mit einer Leistung von über 7 MWp durchgehandelt wurden. Payom Solar realisiert ausschließlich Projekte mit netzgekoppelten Anlagen. Diese sind prinzipiell im Gegensatz zu Off Grid-Anlagen (Inselanlagen) an die Stromnetzversorgung angeschlossen. Off Grid-Anlagen können lediglich lokal durch den Anlagenbetreiber selbst genutzt werden.
- ✦ Überdies wird Payom Solar zukünftig eigene **Solarparks** betreiben. In der konkreten Planung befinden sich vier Solarparks in Deutschland mit jeweiligen Kapazitäten von bis zu 5 MWp. Daneben befinden sich mehrere in unmittelbarer räumlicher Nähe befindliche Standorte in Großbritannien mit einer Gesamtleistung von ca. 5 MWp. Darüber hinaus sollen zwei weitere Solarparks in Bulgarien mit einer Kapazität von insgesamt bis zu 15 MWp errichtet werden. Zur Finanzierung der Solarparks soll ein wesentlicher Teil der geplanten Finanzierungsmaßnahmen herangezogen werden (Eigenkapitalanteil geschätzt zwischen 25-30%). Nach plangemäßer Inbetriebnahme im Sommer bzw. im Herbst des laufenden Geschäftsjahres plant Payom So-

lar in den kommenden 20 Jahren mit stabilen Cashflows aus regelmäßigen Einspeisevergütungen.

ABBILDUNG 9: MEILENSTEINE IN DER UNTERNEHMENSGESCHICHTE



Hohe Wachstumsdynamik, insbesondere durch Akquisitionen, langfristige Rahmenverträge mit diversen Modulherstellern sichern Basis für Expansion.

Preisgleitklauseln minimieren das Risiko von Abschreibungsbedarf bei den Lagerbeständen im degressiven Preismfeld. Diversifikation über breite Herstellerbasis ermöglicht zudem Zugang zu unterschiedlichen Modultechnologien.

Markteintritte nach Osteuropa und in die USA ermöglichen Kompensation nachlassender Umsatzdynamik in gesättigten Märkten (DE).

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Enge Kundenbindung und effektive Neukundenakquisitionen sichern Wettbewerbsvorteile.

Ursächlich für die starke Umsatzdynamik von Payom Solar, das seine Erlöse von EUR 0,7 Mio. in 2006 auf EUR 154,3 Mio. in 2010 steigern konnte, ist die starke Verankerung im Dachdeckergewerbe. In den ersten Jahren war diese Kundengruppe für mehr als drei Viertel aller Umsätze verantwortlich. Der Aufbau von langjährigen Kundenbeziehungen wurde von Payom Solar über Solardachschulungen bei Dachdeckern ermöglicht.

Bei Interesse der Endkunden übernimmt Payom Solar die technische Bauplanung und unterstützt den Dachdecker in Vertragsverhandlungen, während dieser selbst für die technische Umsetzung verantwortlich ist. Daraus ergibt sich eine klassische Win-Win-Situation: Payom Solar profitiert von der angebotenen Dienstleistung sowie den abgesetzten Modulen und nutzt zudem die Multiplikatorfunktion der Dachdecker. Die sich daraus ergebenden Kundenbeziehungen sind zumeist langjährig angelegt.

Für Payom Solar hat diese Art der Neukundengewinnung verschiedene Vorteile:

- ✦ Geringe Kosten der Neukundengewinnung sowie nachhaltiges Umsatzpotential durch Multiplikatoreffekte der Dachdecker.
- ✦ Win-Win-Situation: Die Dachdecker profitieren von günstigen Einkaufskonditionen, Payom Solar von den Kundenbeziehungen und Vertriebsereignissen der Dachdecker.
- ✦ Payom Solar erhält durch Feedback der Kunden und Handwerker wichtige Informationen über die gegenwärtigen Präferenzen der Kunden und kann die eigene Einkaufspolitik darauf anpassen.

Die Kundengruppe der Dachdecker bietet auch weiterhin nennenswertes Potential. Gemäß Institut für Arbeitsmarktforschung und Berufsforschung existierten in 2009 im gesamten Bundesgebiet 200 Dachdeckerinnungen mit insgesamt 54.238 sozialversicherungspflichtigen Beschäftigten.

Tiefgehendes Netzwerk bei Dachdeckerinnungen schafft erhebliches Neukundenpotential.

ABBILDUNG 10: WERTSCHÖPFUNGSMODELL



Drei Geschäftsbereiche: Projektierung, Betrieb von Solarparks und Handel mit Komponenten.

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Internationale Expansion zur Verringerung der Abhängigkeit von regulatorischen Änderungen in den Kernländern bleibt weiterhin das primäre strategische Ziel der Gesellschaft. Grundvoraussetzung dafür sind nachhaltige Lieferantenbeziehungen, die Payom Solar sowohl qualitativ als auch preislich in die Lage versetzen, sich in einem anhaltend kompetitiven Marktumfeld zu behaupten.

Ein breites Netzwerk an Lieferanten ist entscheidend, um sich im Wettbewerb durchzusetzen.

Als Systemanbieter versucht Payom Solar verstärkt, sich sowohl auf dem europäischen Markt als auch nach der Übernahme von Amsolar in den USA zu etablieren. Eine der Grundvoraussetzungen hierfür ist eine stabile und langfristig ausgelegte Beziehung zu den Modullieferanten. Auf der einen Seite muss Payom Solar eine gewisse Quantität an Modulen und Komponenten abnehmen, um Skaleneffekte generieren zu können. Um unterschiedliche Photovoltaiktechnologien anbieten zu können und sich in Zeiten eines Nachfrageüberhangs am Markt genügend Modulkapazitäten zu sichern ist es auf der anderen Seite notwendig, nicht nur zu einem Lieferanten Handelsbeziehungen zu unterhalten. In diesem Spannungsfeld hat Payom Solar bereits früh damit begonnen, seine Lieferantenbeziehungen zu diversifizieren. Seit einigen Jahren setzt das Unternehmen daher verstärkt auf asiatische Lieferanten. So wurden 2008 Rahmenlieferverträge mit Yingli Green Energy Holding Ltd. (China) und Lite-On Technology aus Taiwan abgeschlossen. Die aktuell größten Einzelverträge sind ein Liefervertrag mit Yingli über 50 MW für 2011, ein weiterer mit JinkoSolar über 35 MW ebenfalls für 2011 sowie ein Modulliefervertrag mit EGing über 100 MW bis 2013 (davon 30 MW in 2011). Alle Verträge beinhalten Preisgleitklauseln, die sich an den aktuellen Marktpreisen orientieren.

Der Moduleinkauf ist eine der zentralen Kompetenzen von Payom Solar, die für eine nachhaltige Differenzierung sorgt.

Zur Finanzierung des externen Wachstums hat Payom Solar seit der Aufnahme der Geschäftstätigkeit Anfang 2006 wiederholt Bar- und Sachkapitalerhöhungen durchgeführt.

Akquisitionen und Kapitalmaßnahmen sind maßgebliche Bausteine der Unternehmensstrategie.

Payom Solar hat seit Aufnahme der Geschäftstätigkeit im Februar 2006 eine aktive Buy-and-Build-Strategie umgesetzt und die Möglichkeiten der Kapitalaufnahme am Finanzmarkt umfangreich genutzt:

- ✦ Übernahme der Solardach Burgoberbach im Oktober 2006 durch **Ausgabe von 200.000 Aktien**. Die Gesellschaft fungiert als herstellernunabhängiger Systemanbieter in der Planung von Solaranlagen.
- ✦ **Barkapitalerhöhung über 200.000 Aktien** zu EUR 7,50 im März 2007, Mittelzufluss EUR 1,5 Mio.
- ✦ **Kapitalerhöhung um 150.000 Aktien** zu EUR 9,40 im April 2008, Mittelzufluss EUR 1,4 Mio.
- ✦ **Kapitalerhöhung um 350.000 Aktien** zu EUR 10,00 im Oktober 2008, Mit-

Eine Reihe von Kapitalerhöhungen bildet die Basis für das bisherige Unternehmenswachstum.

telzufluss EUR 3,5 Mio. Zwei Drittel der Aktien wurden von Lite-On Technology bezogen, die somit als strategischer Investor mit einem 20%igen Aktienpaket an Payom Solar beteiligt wurde. Mit einem Jahresumsatz von umgerechnet rund USD 8,0 Mrd. ist Lite-On Technology die älteste börsennotierte Gesellschaft Taiwans. Zugleich wurde ein Rahmenliefervertrag für Solarmodule über 45 MW bis Ende 2011 mit dem taiwanesischen Unternehmen abgeschlossen.

- ✦ **Kapitalerhöhung um 3.250.000 Aktien gegen Sacheinlage** zur Einbringung der Solare AG, Köln, eingetragen im Januar 2010. Dieser Zukauf erweitert das Geschäftsmodell um die Projektierung großer Solarkraftwerke, insbesondere an Standorten in Süd- und Osteuropa. Durch diese Übernahme soll die Abhängigkeit vom deutschen Markt kompensiert werden. Das Unternehmen ist auf die Ausstattung von Freiflächen, Brachland und Dächern mit Photovoltaikanlagen spezialisiert. Die angebotenen Dienstleistungen umfassen die Projektierung, die Entwicklung, die Einrichtung und den Betrieb von Solarparks. Ein Joint Venture mit E.ON Bulgaria wurde mit dem Zweck gegründet, gemeinsame Photovoltaikprojekte in Bulgarien zu entwickeln und zu betreiben. Bulgarien zählt mit seinen Einspeisevergütungen von 0,3725 EUR/kWh in Kombination mit hoher Sonneneinstrahlung zu den attraktivsten Märkten Europas und verspricht laut Unternehmensangaben einen rund 30% höheren Ertrag als Deutschland.
- ✦ **Kapitalerhöhung um 2,25 Mio. Aktien gegen Sacheinlage** zur Einbringung von 52,6% der Amsolar Holdings LLC. Durch diese Übernahme kann der Einstieg in den lukrativen US-amerikanischen Photovoltaikmarkt vollzogen werden, der von vielen Marktteilnehmern als einer der aussichtsreichsten Zukunftsmärkte angesehen wird. Die vollständige Übernahme der restlichen 47,4% soll nach Zahlung von weiteren USD 14,0 Mio. im Dezember dieses Jahres abgeschlossen werden. Amsolar ist in der Entwicklung von Solarprojekten in Nordamerika tätig, die an Energieversorger und institutionelle sowie Private Equity Investoren oder Finanzinstitute verkauft werden. Das Leistungsspektrum reicht hierbei vom Handel mit Solarmodulen über die Projekt- und Systemplanung sowie der Konstruktion bis hin zur schlüsselfertigen Installation von Solaranlagen. Als Referenzobjekt hat Amsolar das größte Aufdachprojekt in Kalifornien abgewickelt. Laut Unternehmensangaben verfügte Amsolar zum Zeitpunkt des Erwerbs über eine Rahmenvereinbarung mit institutionellen Investoren für die Entwicklung von Solarprojekten in Höhe von USD 100 Mio.
- ✦ **Der Hauptversammlung am 27. April 2011** wird vorgeschlagen, über eine ordentliche Kapitalerhöhung abzustimmen und im Rahmen einer Sacheinlage durch Einbringung von 100% der Anteile an Solen Energy GmbH das Grundkapital um EUR 4,38 Mio. auf EUR 11,18 Mio. zu erhöhen. Solen Energy projektiert Photovoltaikanlagen für Dach- und Freilandanlagen. Durch die Übernahme wird das Projektentwicklungsgeschäft in Deutschland und in Europa weiter gestärkt. Hauptsitz der Solem Energy ist Meppen, das Unternehmen hält Niederlassungen vor allem in Nord- und Westdeutschland und ist mit hundertprozentigen Tochtergesellschaften in den Niederlanden und Großbritannien vertreten. Mit über 70 Mitarbeitern wurden im Geschäftsjahr 2010 ein Umsatz von rund EUR 83,0 Mio. und ein EBIT von rund EUR 5,0 Mio. erzielt.

Die Aktionärsstruktur von Payom Solar ist von Großaktionären geprägt. Diese setzen sich aus Personen des Unternehmens sowie aus Finanzinvestoren, den Altaktionären und einem strategischem Investor zusammen. Der Streubesitz liegt aktuell bei 34,0%.

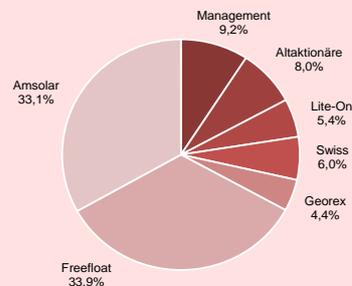
Die Großaktionäre der Gesellschaft repräsentieren 33,0% der Stimmen.

Die Hauptaktionäre der Gesellschaft setzen sich aus vier unterschiedlichen Aktionärsgruppen zusammen: Management, Altaktionäre, Finanzinvestoren und Strategische Investoren. Das Management hält zusammen 9,2% der Stimmen. Die Altaktionäre halten 8,0% der Aktien. Zwei Schweizer Beteiligungsgesellschaften halten zusammen 10,4% der Stimmrechte. Das taiwanesisches Technologieunternehmen Lite-On Technology Corporation ist mit 5,4% an Payom Solar beteiligt, was als strategische Beteiligung einzustufen ist, die auf einer ehemaligen Lieferantenbeziehung basiert. Die verbleibenden Anteile liegen bei den

neuen Amsolar-Aktionären. Der Free Float der Gesellschaft liegt knapp unter 34,0%.

Zum 23.03.2011 betrug die Marktkapitalisierung der Payom Solar EUR 67,3 Mio. Die Marktkapitalisierung des Free Floats beläuft sich auf EUR 22,9 Mio.

ABBILDUNG 11: AKTIONÄRSSTRUKTUR



Hauptaktionäre sind neben den neuen Amsolar-Aktionären das Management, Altaktionäre und mit Swiss Investment und Georex zwei Schweizer Finanzinvestoren, sowie der strategische Aktionär Lite-On Technology Corp. aus Taiwan.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Einschätzung des Managements

Management

Seit Oktober 2010 bilden Daniel Grosch und Jérôme Glozbach de Cabarrus den Vorstand der Payom Solar. Herr Daniel Grosch arbeitete zuvor bei der börsennotierten Colonia Real Estate AG. Dort war Herr Grosch in geschäftsführender Verantwortung in den Bereichen Vertrieb und Green Building sowie Erneuerbare Energien tätig. Darüber hinaus war er in beratender Funktion bei Akquisitionen, Asset Management und Due Diligence tätig. Herr Glozbach de Cabarrus war zuvor ebenfalls bei der Colonia Real Estate AG als Leiter New Business Development mit dem Fokus auf Erneuerbare Energien und strategisches Management tätig.

Mitte März wurde Herr Joshua Weinstein als weiteres Vorstandsmitglied bestellt. Herr Weinstein ist geschäftsführender Gesellschafter der Amsolar Holdings LLC. Seine Karriere begann Weinstein bei Walt Disney, später war er bei dem Beteiligungsunternehmen Brener International Group LLC tätig und trat als Mitgründer von Technologiefirmen (u.a. in China) auf, bevor er als Berater in der Solarbranche aktiv wurde. Unter anderem war er auch als Berater und Investor von Payom Solar, der SD Solardach GmbH und Wirsol AG tätig.

Anfang 2011 ist der Vorstand Jörg Truelsen auf eigenen Wunsch aus dem Vorstand ausgeschieden und ist derzeit als Geschäftsführer der SD Solardach tätig.

Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken

Payom Solars Marktumfeld zeichnet sich durch eine hohe Wettbewerbsintensität aus. Die hohen staatlichen Förderungen in einer Vielzahl von Ländern und die damit verbundene nachhaltige Nachfrage auf Endkundenseite haben eine große Zahl an neuen Wettbewerbern entstehen lassen. Getrieben von dem aktuellen Akquisitions-Momentum könnte Payom Solar einen nachhaltigen Marktanteilsvorsprung erreichen und langfristig von den sich einstellenden Skaleneffekten profitieren. Chancen ergeben sich vor allem durch das starke Netzwerk im Dachdeckergewerbe in Deutschland sowie reputablen Kooperationen wie beispielsweise mit E.ON in Bulgarien. Synergieeffekte und verbesserte Einkaufskonditionen sind die logische Konsequenz des anorganischen Wachstums und der starken Umsatzsteigerungen der letzten Jahre.

Die Integration der erworbenen und eventuell noch zu übernehmenden Gesellschaften birgt generelle Risiken. Darüber hinaus ist bei übernommenen Projektgesellschaften die Nachhaltigkeit der Projektpipeline oft schwer einzuschätzen. Payom Solar versucht die Risiken durch die Einbindung der bisherigen Geschäftsführer und Anteilseigner zu minimieren. Zudem sind diese durch die Beteiligung an der Payom Solar AG incentiviert. Externe Risiken sind vor allem regulatorischer Natur. Sollte die Expansion in das europäische Ausland respektive in die Vereinigten Staaten nicht wie geplant gelingen, wird die Gesellschaft mit einem zunehmend schwieriger werdenden und gesättigten Heimatmarkt konfrontiert.

Wir sehen die folgenden unternehmensbezogene Stärken:

- ✦ Jahrelange Erfahrungen im Solarbereich und der Beschaffung von Rohstoffen geben Payom Solar eine Competitive Edge, sich innerhalb eines fragmentierten Marktes zu differenzieren. Mittelfristig könnte Payom Solar seine bestehenden Marktanteile weiter ausbauen und langfristig von den sich einstellenden Skaleneffekten profitieren.
- ✦ Erfahrung ist die Grundlage des Erfolgs: Payom Solar kann sich nach eigener Einschätzung auf der Basis der langjährigen Geschäftstätigkeit und einer großen Anzahl an durchgeführten Projekten auf eine gute Reputation bei den Kunden verlassen. Insbesondere im deutschen Dachdeckergewerbe ist die Gesellschaft stark verankert, was eine sehr gute Kundenbindung zur Folge hat. Über Schulungen bei den Dachdeckern und Mund-zu-Mund Propaganda verfügt Payom Solar über effektive Vertriebsstrukturen. Zudem ist ein ständiger Austausch mit Kunden und Modulherstellern gewährleistet, wodurch Kundenwünsche zeitnah in die Bestellpolitik einfließen können.
- ✦ Eine enge Kundenbindung und Kundenpflege unterstützt auch die Gewinnung von Neukunden. Positive Netzwerkeffekte erhöhen die Attraktivität eines gebündelten Einkaufs für die angeschlossenen Handwerksbetriebe. Im Gegensatz zu den Global Playern haben mittelständisch geprägte Handwerksbetriebe weder die nötigen Ressourcen noch entsprechende Einkaufsvolumina, um über die Beschaffungsseite nennenswerte Wettbewerbsvorteile zu erzielen.
- ✦ Payom Solar verfügt über ausgezeichnete Kontakte zu einer Reihe von Modullieferanten (Yingli, Eging, Jinko Solar, First Solar, etc.), so dass keine besonderen Abhängigkeiten bestehen. Über Preisgleitklauseln werden zudem Risiken der Bestandsabwertung reduziert.
- ✦ Nach der Inbetriebnahme der geplanten Solarparks in Deutschland, Großbritannien und Bulgarien wird Payom Solar regelmäßige, gut prognostizierbare Cashflows aus den Einspeisevergütungen generieren. Die durch den Betrieb eigener Solarparks erfolgte Vorwärtsintegration in der Wertschöpfungskette dient in einem wettbewerbsintensiven Umfeld als Puffer für die Margen und ermöglicht eine höhere Flexibilität im Einkauf und der Moduldisposition. Im Spannungsfeld zwischen der Sicherung der notwendigen Photovoltaikmodule für einen planmäßigen Geschäftsbetrieb und einem ungewollten Anstieg des Working Capitals können entstehende Liquiditäts- und Lagerbestandsrisiken zukünftig abgefedert werden.
- ✦ Viele der heimischen Wettbewerber sind deutlich kleiner, meist nur lokal aktiv und verfügen über keinen großen finanziellen Spielraum. Payom Solar hat daher über einen strategischen Vorteil, da eigene Aktien als Akquisitionswährung eingesetzt werden können. Zudem sorgt die Börsennotiz für internationale Bekanntheit.

Wir sehen die folgenden unternehmensbezogene Schwächen:

- ✦ Die zugekauften Gesellschaften Solare AG und Amsolar Holding LLC tragen zu einer starken Verwässerung der Altaktionäre bei und verfügen über keine ausreichende Historie. Es bleibt abzuwarten, wie transparent eine zukünftige Berichterstattung auf Gesellschaftsebene erfolgt und wie sich der Erfolg im Detail nachvollziehen lässt. Bislang wurden auch bei der Solare AG noch keine Anlagen verbaut, sondern lediglich projiziert.
- ✦ Payom Solar haftet bei Großprojekten als Generalunternehmer für die gesamte Anlage, das heißt insbesondere auch für die erbrachten Leistungen durch Subunternehmer (Anlageninstallation). Durch die zunehmende Projektgröße steigen die singulären Risiken aus einzelnen Projekten im Falle von Problemen oder Verzögerungen bei der Fertigstellung von Projekten bzw. Ausfällen unter Umständen überproportional an. Verzögerungen von Projekten können allein aufgrund einer geringeren Einspeisevergütung den Wert eines Projektes negativ beeinflussen. Bei starker Expansion wird es früher oder später schwierig, die qualitativen Anforderungen eines Generalunternehmers weiterhin umfassend zu gewährleisten. Konkret besteht das Risiko, dass durch Projektverzögerungen eine Fertigstellung vor einem relevanten Stichtag, der für eine Vereinnahmung der Fördermittel notwendigerweise einzuhalten ist, nicht realisiert werden kann. Auch könnten bei außerplanmäßigen Förderkürzungen Projekte abgebrochen und rückabgewickelt werden.
- ✦ Aus dem bis dahin größten Einzelliefervertrag mit Lite-On Technology, der nach dem Erwerb eines 20%igen Aktienpakets finalisiert wurde, ist bis heute kein Modul verbaut worden. Angabegemäß traten diverse technische Mängel auf, die eine Verwendung der Module nicht zuließen. Geleistete Anzahlungen in Höhe von EUR 0,6 Mio. wurden in der Zwischenzeit vollständig abgeschrieben. Weitere Verpflichtungen auf Seiten der Payom Solar AG bestehen nicht.
- ✦ Qualitätsprobleme und die Notwendigkeit, pünktlich zu liefern sind unverändert kritische Punkte, denen Projektierungsgesellschaften grundsätzlich ausgesetzt sind. Insbesondere im Fall angekündigter Reduktionen bei den Einspeisevergütungen und einer stark ansteigenden Nachfragedynamik auf Kundenseite ist es umso wichtiger, auf ein breites Lieferantennetzwerk vertrauen zu können.
- ✦ Unternehmensbezogene Risiken können sich auch aus der Ausweitung des internationalen Geschäfts ergeben, insbesondere aus regionalen Rahmenbedingungen und regulatorische Maßnahmen.
- ✦ Die Integration der erworbenen Gesellschaften birgt grundsätzliche Risiken, insbesondere hinsichtlich der Bindung von Mitarbeitern, Kunden und Lieferanten sowie der beabsichtigten Hebung von Synergien und der richtigen Einschätzung der Integrationskosten. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf Amsolar, bei der Payom Solar zunächst nur eine Mehrheitsbeteiligung von 52,6% erworben hat (Ende 2011 ist der Kaufpreis für die zweite Tranche von 47,4% fällig). Durch die räumliche Trennung und die Konzentration auf komplett unterschiedliche Märkte könnte hier ein gewisses Kontrollrisiko entstehen.
- ✦ Das starke Wachstum der Gesellschaften (von 0,7 Mio. Euro Umsatz in 2006 auf EUR 154,3 Mio. Umsatz in 2010) muss auch organisatorisch umgesetzt werden. Für zukünftiges Wachstum ist eine erfolgreiche Rekrutierung qualifizierter Mitarbeiter notwendig. Wegen des raschen technologischen Wandels gilt für die gesamte Branche eine hohe Nachfrage nach qualifizierten Mitarbeitern.

Wir sehen die folgenden marktbezogenen Chancen:

- ✦ An erster Stelle zu nennen ist fraglos die Partizipation an einem interessanten Wachstumsmarkt. Insbesondere durch die Verstärkung der Aktivitäten im Ausland sollte sich die Gesellschaft nachhaltiges Wachstum sichern können. Potenzial besteht durch steigendes Umweltbewusstsein und die Notwendigkeit für die einzelnen Regierungen, regenerative Energien zu unterstützen; nur dadurch können die langfristigen Klimaziele und -herausforderungen erfüllt werden.

- ✦ Die Positionierung am kundennahen Ende der Wertschöpfungskette sorgt für eine gewisse Margenstabilität. Payom Solar sollte in einem Umfeld sinkender Einspeisevergütungen die weniger attraktiven Fördersätze durch einen günstigeren Moduleinkauf zumindest partiell kompensieren können.
- ✦ Das aktuell niedrige Zinsumfeld unterstützt die Attraktivität von Großanlagen für Finanzinvestoren.
- ✦ Durch den hohen Anteil an ausgelagerten Tätigkeiten kann Payom Solar hohe Skaleneffekte realisieren. Auch mit schlanken Strukturen können dadurch interessante Wachstumspotentiale erschlossen werden.
- ✦ Auch wenn es aktuell makaber klingen mag, doch durch die gegenwärtige Katastrophenlage in Japan dürfte die Diskussion um die Zukunft der Kernenergie erneut aufflammen. Mittelfristig könnte diese den Ausstieg aus der Nuklearenergie beschleunigen. Der dann frei werdende Strombedarf könnte zumindest zum Teil aus Solarenergie gedeckt werden.

Wir sehen die folgenden marktbezogenen Risiken:

- ✦ An erster Stelle zu nennen sind politische Risiken, dabei vor allem regulatorische Maßnahmen im Rahmen des EEG, die zu einem Nachfrageeinbruch nach Solaranlagen führen können; Risiken entstehen dabei nicht nur aus einem sukzessiven Wegfall staatlicher Förderungen für regenerative Energien sondern auch im Fall einer Umgewichtung der Förderung bestimmter erneuerbare Energieträger. Ohne staatliche Fördermaßnahmen wäre die Photovoltaikindustrie im Vergleich zur Stromerzeugung aus konventionellen Energieträgern noch nicht wettbewerbsfähig. Letztlich ist Payom Solar als Projektentwickler ein abhängiges Unternehmen, wenngleich durch die Ausweitung des Branchen-Know-Hows einzelne Branchenzyklen auf Konzernebene abgedeckt werden können. Dies könnte auch einen Abschreibungsbedarf bei Payom Solar zur Folge haben, da die Gesellschaft Abnahmeverpflichtungen aus bestehenden Lieferverträgen hat. Zudem ergeben sich dadurch erhebliche Vorfinanzierungsrisiken. Bislang blieb die Wachstumsdynamik trotz sinkender Einspeisevergütungen allerdings unberührt. Die vor Stichtagsterminen entstehenden Vorzieheffekte hat das Unternehmen durch diversifizierte Lieferantenbeziehungen auf der Materialseite gut auffangen können.
- ✦ Bislang verzeichneten die Modulpreise einen größeren Preisverfall als die degressiven Förderkürzungen. Insofern kam es hier bislang zu keinem spürbaren Margendruck bei Payom Solar. Dennoch ist Payom Solar von der allgemeinen Marktnachfrage abhängig. Sollte diese insbesondere im deutschen Markt stark einbrechen, würde dies einen starken negativen Effekt auf die Geschäftsentwicklung haben.
- ✦ Grundsätzlich ist der Wettbewerbsdruck auf allen Wertschöpfungsstufen hoch. Lediglich auf der Anfangsstufe, der Produktion von solarem Silizium, sind bislang nur einige wenige Großkonzerne aktiv; auf den nachfolgenden Stufen steigt die Zahl der Wettbewerber dagegen kontinuierlich an; schließlich sind auf den zuletzt gelagerten, endkundennahen Stufen viele kleine bis mittelgroße Unternehmen aktiv.
- ✦ Das historische niedrige Zinsumfeld hat die Rentabilität von Photovoltaikanlagen stark verbessert. In der Regel werden netzgekoppelte Anlagen zu einem Großteil über Fremdkapital finanziert. Sollte es auf Grund eines erneuten Wirtschaftseinbruchs zu einer wiederholten restriktiveren Kreditvergabe der Banken kommen, hätte dies einen unmittelbar negativen Effekt auf die Nachfragesituation der Kunden.
- ✦ Abhängigkeiten bestehen insbesondere gegenüber Zulieferern von Anlagenteilen (Photovoltaikmodule, Wechselrichter und Gestelle) und von Rohstoffen. Daraus ergeben sich Risiken durch Preissteigerungen, Projektverzögerungen sowie Währungsrisiken. Lieferengpässe für einzelne Komponenten betreffen in der Vergangenheit insbesondere Photovoltaikmodule und Wechselrichter. Durch Rahmenlieferverträge versucht Payom Solar sich langfristig ausreichende Modulkapazitäten zu sichern, dennoch können Lieferschwierigkeiten und Qualitätsprobleme bei Solarmodulen und Komponenten nicht ausgeschlossen werden.
- ✦ Generell steht die Gewinnung von Strom mithilfe der Photovoltaik im Wett-

bewerb mit sämtlichen alternativen Möglichkeiten regenerativer Energiequellen. Technischer Fortschritt könnte die relative wirtschaftliche Attraktivität von beispielsweise Windkraft, Biomasse oder Geothermie verbessern und zu einem Preisdruck sowie einem Nachlassen der Wachstumsdynamik in der Photovoltaikindustrie führen.

- ✦ Risiken ergeben sich auch aus Wechselkursschwankungen, v. a. gegenüber dem USD, aus dem Einkauf von Photovoltaikmodulen; durch den Abschluss von Devisentermingeschäften sind diese weitgehend, aber nicht zu jedem Zeitpunkt vollständig abgesichert.
- ✦ Ein derzeit nicht zu erwartender konjunkturellen Abschwung, beispielsweise in Form eines Double-Dip, würde Payom Solar ertragsseitig nachhaltig belasten.

Performance der Aktie

Die Aktien der Payom Solar sind derzeit im Entry Standard Segment der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet. Zukünftig strebt die Gesellschaft ein Listing im Prime Standard Segment als Teil des ordentlichen Börsenhandels der Frankfurter Wertpapierbörse an. Dazu wurde der Vorstand ermächtigt, eine Zulassung der Payom Solar im Prime Standard Segment zu beantragen und alle zur Durchführung des Segmentwechsels erforderlichen Maßnahmen zu treffen.

Die Performance der Payom Solar-Aktie ist ein Spiegelbild der weltweiten Photovoltaikbranche.

Nach einer außerordentlich erfreulichen Kursentwicklung im ersten Börsenjahr, als sich die Notiz mehr als verdreifachte, waren die letzten zwölf Monate von einer rückläufigen Kursentwicklung gekennzeichnet. Das übergeordnete Sentiment des Photovoltaikmarktes und die erwarteten Kürzungen der EEG-Einspeisevergütungen überlagerten die gute operative Entwicklung der Gesellschaft. Innerhalb der vergangenen zwölf Monate verlor die Aktie knapp 23% ihres Wertes, während gleichzeitig der DAX rund 13% zulegte. YTD dagegen ist ein Kursanstieg von 37% zu verzeichnen, womit der DAX, der knapp 2% seines Wertes einbüßte, deutlich outpermt werden konnte.

Basierend auf dem gestrigen Schlusskurs von EUR 9,90 beläuft sich die Marktkapitalisierung des Unternehmens bei derzeit rund 6,8 Mio. Aktien auf EUR 67,3 Mio. Angesichts eines Free Floats von 33,9% liegt die Marktkapitalisierung des Free Floats bei EUR 22,9 Mio.

Die Performance der Payom Solar-Aktie ist ein Spiegelbild der Unsicherheit in den vergangenen zwölf Monaten über die weitere Entwicklung der Unternehmen der Solarbranche.

ABBILDUNG 12: PERFORMANCE



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

Ein strahlendes Marktumfeld

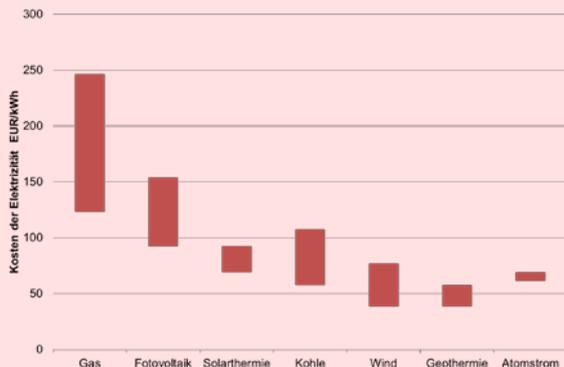
Nachdem die Neuinstallationszahlen des Jahres 2010 in Deutschland einmal mehr selbst die kühnsten Erwartungen deutlich übertreffen konnten, waren die politischen Entscheidungsträger gezwungen, über Anpassungen der EEG-Einspeisevergütungen die weitere Nachfrage einzudämmen. Die Auswirkungen dieser Maßnahmen wird die deutsche Solarindustrie voraussichtlich im zweiten Halbjahr 2011 zu spüren bekommen. Mittelfristig auf dem Weg zur Netzparität können die Klimaziele der Bundesregierung jedoch nur durch einen weiteren Ausbau der Photovoltaikindustrie erreicht werden. Daher gehen wir davon aus, dass in Deutschland Solar-Neuinstallationen von bis zu 5 GW pro Jahr für die kommenden zehn Jahre politisch vertretbar und auch gewünscht sein werden.

Entwicklung und Ausbau der erneuerbaren Energien sind Kernelemente der energiepolitischen Strategie Deutschlands.

Eingeleitet wurde der Paradigmenwechsel in der Energiepolitik durch die Einführung des Gesetzes für den Vorrang erneuerbarer Energien, auch Erneuerbare-Energie-Gesetz (EEG). Mit diesem wegweisenden Gesetz wurden erstmals die notwendigen Rahmenbedingungen geschaffen, die eine auf allen Wertschöpfungsstufen leistungsfähige Photovoltaikindustrie aufkommen ließ. Das EEG gilt heute als das weltweit erfolgreichste Instrument zur Förderung Erneuerbarer Energien. Es wurde mittlerweile von knapp 50 Staaten auf der ganzen Welt zum Vorbild für ihre eigenen Fördermaßnahmen gewählt. Damit ist das EEG das wohl meistikopierte Energiegesetz der Welt. Nicht zuletzt basiert der Durchbruch der Erneuerbaren Energien in Ländern wie Spanien und Dänemark auf ähnlichen Mindestpreissystemen wie in Deutschland.

Die Photovoltaikbranche im Spannungsfeld der regulatorischen Eingriffe

ABBILDUNG 13: KOSTEN DER STROMERZEUGUNG



Die durchschnittlichen Kosten für Solarstrom liegen immer noch deutlich über denen anderer Energeträger. Daher ist eine Subventionierung erforderlich. Diese sind im EEG festgelegt.

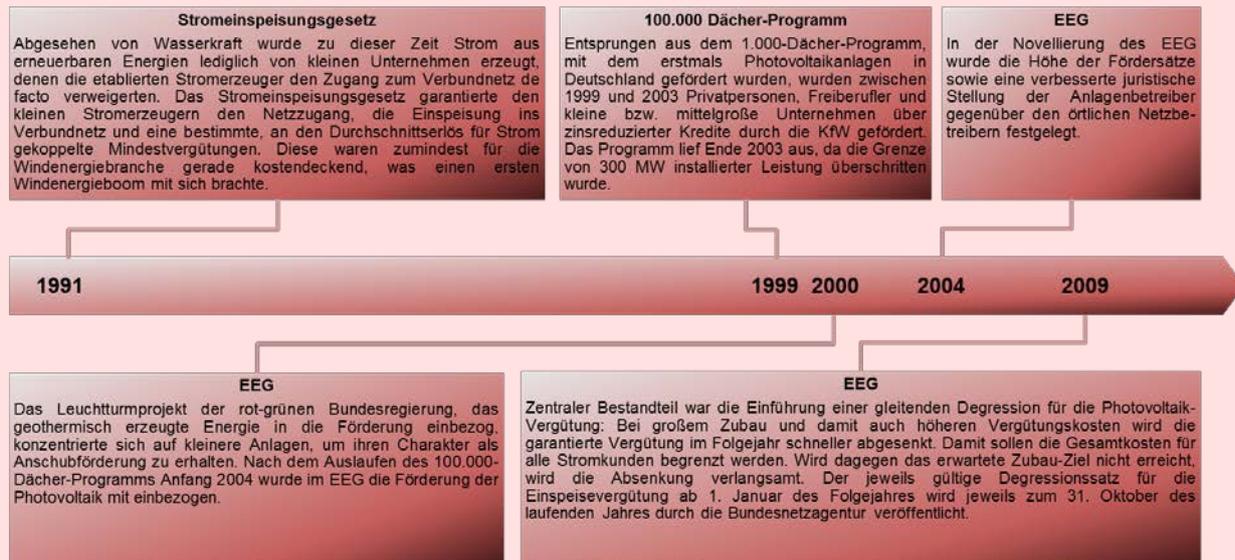
QUELLE: ENERGY INFORMATION ADMINISTRATION, SPHENE CAPITAL

Die Konzeption des EEG basiert auf einer Subventionierung erneuerbarer Energien, die von der Allgemeinheit getragen wird.

Grundlage des EEG ist, dass Anlagebetreiber 15 bis 20 Jahre lang eine festgelegte Vergütung für den von ihnen erzeugten Strom erhalten, während Netzbetreiber gleichzeitig zu dessen vorrangiger Abnahme verpflichtet sind. Mit dieser langfristigen Festlegung soll den Anlagenbetreibern eine ausreichende Investitionssicherheit angeboten werden. Der Umfang der Einspeisevergütung ist abhängig von den eingesetzten Technologien und den jeweiligen Standorten, wobei der für neu installierte Anlagen festgelegte Satz jährlich um einen bestimmten Prozentsatz zurückgeht (Prinzip der Degression).

Das Grundprinzip des EEG ist es, dass sich die im Gesetz vorgesehene jährliche Degression der Vergütungssätze immer nur für im jeweiligen Jahr ans Netz gehenden Anlagen auswirkt. Hierdurch wird ein permanenter Kostendruck auf die Anlagenbetreiber aufgebaut, Anlagen immer effizienter und kostengünstiger herzustellen. Langfristiges Ziel ist es, die so genannte Netzparität oder Grid Parity zu erreichen und ohne öffentliche Beihilfen bestehen zu können.

ABBILDUNG 14: ÜBERBLICK ÜBER DIE EEG-GESETZGEBUNG



QUELLE: SPHENE CAPITAL

Vorrangige Einspeisung des erzeugten Stroms.

Der jeweils nächstgelegene Netzbetreiber ist zum Anschluss der Anlage, zur vorrangigen Einspeisung des erzeugten Stromes und zur Zahlung der gesetzlich vorgeschriebenen Einspeisevergütung verpflichtet. Die aufnehmenden Netzbetreiber wiederum reichen die Differenz zwischen dem Vergütungssatz und dem Marktpreis des Stroms an die bundesweit agierenden Übertragungsnetzbetreiber weiter, unter denen die Mehrkosten gleichmäßig, das heißt entsprechend dem Umfang der in ihrem jeweiligen Gebiet erfolgenden Strombelieferung an den Endverbraucher aufgeteilt werden. Durch diese Ausgleichsregelung wird sichergestellt, dass unabhängig von regionalen Unterschieden bei der Erzeugung von Strom aus erneuerbaren Energien alle Übertragungsnetzbetreiber gleich belastet werden. Dem Endverbraucher werden die zusätzlichen Kosten in Form der sogenannten EEG-Umlage in Rechnung gestellt.

Das EEG ist die Grundlage dafür, dass Deutschland die erfolgreichste Solarnation der Welt geworden ist.

Für das Jahr 2009 betrug die in Deutschland installierte Leistung insgesamt 9.785,3 MWp. Die über Photovoltaikanlagen erzeugte Energie betrug 6.200 GWh. Der Anteil, den Deutschland im vergangenen Jahr an der Gesamtnachfrage nach Solarmodulen ausmachte, lag weltweit bei etwa 35-40%.

2010 war Deutschland für 35-40% der Weltnachfrage nach Solarmodulen verantwortlich

TABELLE 5: STROMERZEUGUNG ÜBER PHOTOVOLTAIKANLAGEN IN DEUTSCHLAND

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Installierte Leistung (MWp)	100	178	258	408	1.018	1.910	2.743	3.846	5.351	9.785	-
Erzeugung (GWh)	64,0	76,2	162,4	313,3	556,5	1.282,3	2.220,3	3.074,4	4.419,8	6.578,3	8.296-
Volllaststunden	808	832	860	937	779	882	964	940	887	821	-

QUELLE: PHOTOVOLTAIC ENERGY BAROMETER, BMU, SPHENE CAPITAL

Kappung der Vergütungssätze in 2010 ...

Die Förderprogramme sind so konzipiert, dass die Höhe der Förderung abhängig ist vom Zeitpunkt der Inbetriebnahme der Anlage, das heißt, je später die Solaranlage Strom ins Netz einspeist, desto geringer fällt auch die Förderung aus. Vor diesem Hintergrund hat sich der Markt für Solarenergie in den vergangenen Jahren ausgesprochen dynamisch entwickelt. Inzwischen hat der Photovoltaikmarkt so stark an Bedeutung gewonnen, dass Deutschland zum weltweit wichtigsten Absatzmarkt für Photovoltaikprodukte geworden ist. Die unerwartet starken Neuinstallationszahlen nicht nur in Deutschland, sondern auch in anderen Ländern Europas und der Anstieg der EEG-Umlage auf 3,53 Cent/kWh hat

Die Ballung der Aufträge zum Jahresende ist mittlerweile von Vorzieheffekten verdrängt worden.

zu einer Sensibilisierung der Bevölkerung geführt und die politischen Entscheidungsträger veranlasst, Maßnahmen zu ergreifen, das Wachstum der Neuinstallationen zu begrenzen. Aus Furcht vor einem zügellosen Anstieg der EEG-Umlage wurden von allen politischen Parteien Einschnitte am EEG gefordert, um nicht die gesellschaftliche Akzeptanz des Gesetzes als Ganzes zu gefährden.

Im Juli 2010 wurden die Vergütungssätze für Dach- und Freiflächenanlagen sowie die Vergütungen für Freiflächenanlagen auf ehemaligen Ackerflächen gestrichen. Auf der anderen Seite wurde für selbst verbrauchten Strom aus Gebäudeanlagen bis 30 kWp eine so genannte Selbstverbrauchsvergütung von 25,01 Cent/kWh (2010: 22,76 Cent/kWh) eingeführt und die „normale“ Einspeisevergütung um 18 Cent/kWh gekürzt. Weiterhin werden für Solaranlagen zinsgünstige Darlehen durch die KfW angeboten. Durch diese Maßnahmen konnte die lange Jahre zu beobachtende Ballung der Aufträge zum Jahresende durchbrochen werden.

TABELLE 6: EEG-SOLARVERGÜTUNG

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
EEG-Vergütung (EUR Mio.)	81,7	153,7	282,6	679,1	1.176,8	1.597,5	2.218,6	3.156,5	3.883

QUELLE: BDEW, SPHENE CAPITAL

... und in 2011

Trotz der Kappung der Einspeisevergütungen dürfte das Jahr 2010 als das erfolgreichste Jahr in die Geschichte der deutschen Photovoltaikbranche eingehen. Bereits in den ersten elf Monaten des Jahres bezifferte die Bundesnetzagentur die Neuinstallationen auf 6,1 GW. Auf Gesamtjahressicht dürfte diese Zahl auf knapp 7,0 GW angestiegen sein. Damit hatte die Kürzung der EEG-Vergütungssätze zum Gegenteil dessen geführt, was die Bundesregierung eigentlich erreichen wollte. Die Kürzung der Förderungen um 13,0% im Juli sowie die neuerliche Kürzung um 3,0% im Oktober haben letztlich erhebliche Vorzieheffekte nach sich gezogen, um die bis dahin geltenden Fördersätze für den gesamten Zeitraum einzulocken.

Durch die Einführung weicher Subventionsgrenzen soll die neuinstallierte Leistung fixiert werden.

Vergleichbare Vorzieheffekte dürften die Photovoltaikbranche auch in 2011 prägen. Die unterjährige EEG-Kürzung soll maximal 15,0% betragen und ab Juli 2011 gelten. Das Ausmaß der Förderkürzung soll von der Menge der im Zeitraum März bis Mai 2011 neu installierten Solaranlagen abhängig gemacht werden, die dann auf das ganze Jahr hochgerechnet werden. Übersteigen die Neuinstallationen hochgerechnet das Niveau von 6.500 MW, erreicht die EEG-Kürzung für das zweite Halbjahr den Maximalsatz von 14,0%. Eine Kürzung um weitere 9,0% ist dann für den Januar 2012 vorgesehen. Durch dieses zweistufige Kürzungsverfahren dürfte es überaus wahrscheinlich sein, dass die Kürzungen das Maximalniveau erreichen.

TABELLE 7: EEG-ANPASSUNGEN

Neuinstallationen (MW)	2011e	2012e
Basiskürzung	-9,0%	-9,0%
Zusätzliche Kürzung, wenn Neuinstallationen		
>3.500 MW	-1,0%	-3,0%
>4.500 MW	-1,0%	-3,0%
>5.500 MW	-1,0%	-3,0%
>6.500 MW	-1,0%	-3,0%
>7.500 MW	-1,0%	-3,0%
Maximale Kürzung	-14,0%	-24,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

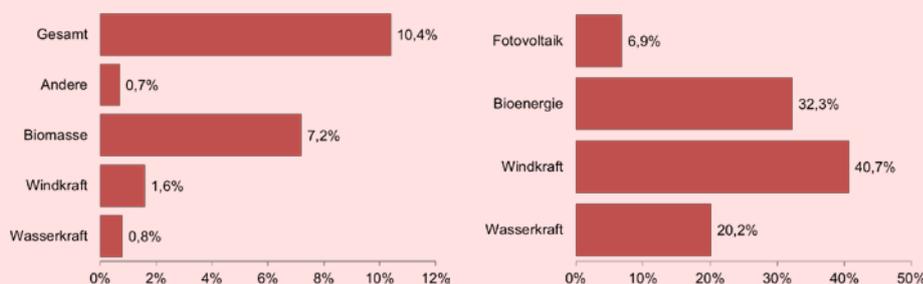
Die Kürzung der EEG-Einspeisevergütung steht allerdings im Zielkonflikt mit der Erreichung der langfristigen Klimaziele Deutschlands.

Unverändert wird die Entwicklung der Photovoltaikbranche maßgeblich von der

Höhe der Fördersätze geprägt. Absehbar ist, dass die EEG-Kürzungen im Juli 2011 im zweiten Halbjahr erheblichen Druck auf die Photovoltaikindustrie ausüben werden. Gleichzeitig dürfen die Kürzungen generell nicht zu massiv ausfallen, da andernfalls die langfristigen Klimaziele des Jahres 2020, für das eine installierte Gesamtleistung von etwa 70 GW angestrebt wird, verfehlt werden.

Nachdem das ursprüngliche Ziel der Bundesregierung, bis zum Jahr 2010 12,5% des Bruttostromverbrauchs aus Erneuerbaren Energien abzudecken, bereits im Jahr zuvor mit 16,1% deutlich überschritten worden war, hat diese nun für das Jahr 2020 das Ziel formuliert, 30,0% der Strombereitstellung und 14,0% der Wärmebereitstellung durch Erneuerbare Energien zu decken. Diese Zielsetzung im Hinterkopf halten wir, basierend auf den in Deutschland aktuell installierten 17 GW, Solar-Neuinstallationen von bis zu 5 GW pro Jahr für die kommenden zehn Jahre für politisch vertretbar.

ABBILDUNG 15: ANTEIL ERNEUERBARER ENERGIEN AM GESAMTENERGIEBEDARF (LS), ANTEILE DER ENERGIETRÄGER (RS)



QUELLE: BUNDESMINISTERIUM FÜR UMWELT, NATURSCHUTZ UND REAKTORSICHERHEI, SPHENE CAPITAL

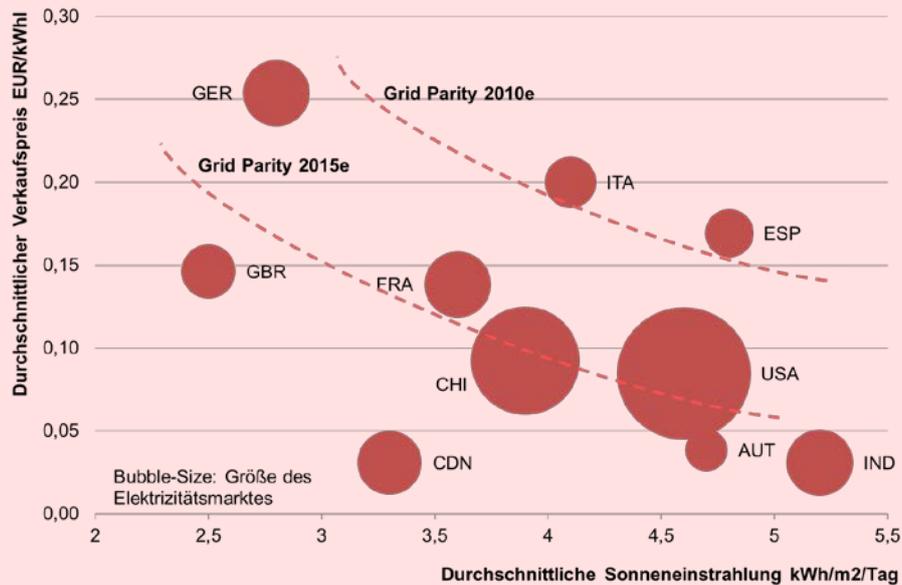
Trotz der Kürzung der Einspeisesätze steht es mittelfristig außer Frage, dass die Bedeutung der Solarenergie weiter zunehmen wird.

Der Photovoltaikmarkt kann aktuell am besten dadurch charakterisiert werden, dass kurzfristig die Unsicherheit über die erwartete Entwicklung größer ist als mittel- bzw. langfristig. Die Gefahr starker Subventionskürzungen in den Hauptmärkten Deutschland und Italien könnte im laufenden Jahr eine Delle in den globalen Wachstumspfad drücken. Zwar könnten steigende Ölpreise und rückläufige Modulpreise die Experten auch im laufenden Jahr positiv überraschen, doch im Allgemeinen rechnen die Experten für 2011e mit einer verhaltenen Entwicklung.

Nachdem an ausgewählten Standorten Solarstrom bereits zu volks- und betriebswirtschaftlich wettbewerbsfähigen Kosten hergestellt werden kann und absehbar ist, dass dies aufgrund des markanten technischen Fortschritts auch an weniger strahlungsintensiven Standorten erreicht werden wird, stellt sich immer weniger die Frage nach der Notwendigkeit und dem Umfang staatlicher Anreizsysteme. Mittelfristig sind die Haupttreiber für das Wachstum der Photovoltaikindustrie:

- ✦ die relativen Kosten der Solarenergie gegenüber traditionellen Energieträgern,
- ✦ die Sicherheit des Angebots und
- ✦ ein steigendes Umweltbewusstsein bei Konsumenten und Unternehmen.

ABBILDUNG 16: SOLARSTROM IN ABHÄNGIGKEIT VON DER SONNENEINSTRALUNG



QUELLE: ENERGY INFORMATION ADMINISTRATION, NASA, EUROSTAT, SPHENE CAPITAL

Einer der Treiber auf dem Weg zur Netzparität sind fallende Modulpreise.

Selbst wenn die Preise (auch von chinesischen Modulen) zeitweise angestiegen sind, geht die überwiegende Mehrheit der Marktforscher davon aus, dass die Kosten für Solarprojekte in den nächsten Jahren weiter und markant zurückgehen werden. Allein in den vergangenen drei Jahren sind die kristallinen Modulpreise um durchschnittlich 60% pro Jahr zurückgegangen. Die durchschnittliche Preisentwicklung der letzten beiden Jahre nach Art und Herkunft ist in der nachfolgenden Tabelle dargestellt. Die niedrigen Preise für Dünnschichtanlagen werden in Bezug auf die fertige Anlage durch den aufgrund des geringeren Wirkungsgrades höheren Installationsaufwands für Anlagen gleicher Leistung relativiert. Ausgelöst durch die neuerlichen drastischen Kürzungen der EEG-Fördersätze wird es nach unserer Einschätzung zu einer weiteren Verschiebung der Nachfrage nach Solarmodulen zu Gunsten der preisgünstigeren chinesischen Module kommen. Heimische Modulhersteller mit nicht mehr wettbewerbsfähigen Kostenstrukturen werden damit früher oder später aus dem Markt ausscheiden, sofern es ihnen nicht gelingt, bestehende Kostendefizite durch Effizienzvorteile oder weiche Faktoren wie Markenimage zu kompensieren.

Basierend auf den Erfahrungen der letzten zehn Jahre dürften die durchschnittlichen jährlichen Kostensenkungen einer Photovoltaikanlage bei 5-10% liegen. Maßgeblich für die Kostenentwicklung sind die allgemeine Preisentwicklung bei den Modulen, die Entwicklung der Euro-Dollar-Relation, und nicht zuletzt Renditeforderungen der Investoren, die retrograd aus einem bestimmten Niveau der Einspeisesätze berechnet werden.

Moore' Law der Solarindustrie: 5-10%iger Rückgang der Modulpreise pro Jahr.

TABELLE 8: MODULPREISE (€/Wp)

	Kristallin			Dünnschicht	
	Deutschland	China	Japan	CdS/CdTE	a-Si
Jan-09	3,19	2,95	3,16	2,10	2,21
Jul-09	2,39	1,92	2,21	1,55	1,73
Jan-10	2,03	1,55	1,91	1,61	1,38
Jul-10	1,86	1,62	1,85	1,61	1,31

QUELLE: PVX SPORTMARKT PREISINDEX, SPHENE CAPITAL

Die Wettbewerbsintensität in der Solarindustrie nimmt entlang der Wertschöpfungskette zu.

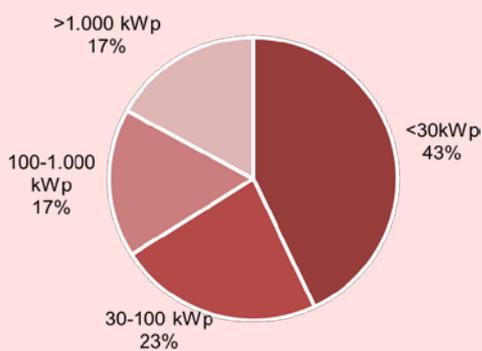
Während die Produktion von Silizium wenigen Großkonzernen vorbehalten ist, steigt die Zahl der Wettbewerber entlang der Wertschöpfungskette an. Insbesondere auf den hinteren, vertriebsnahen Wertschöpfungsstufen haben sich eine Vielzahl von kleinen Unternehmen in kleinen Nischen positioniert, die ihre Produkte und Dienstleistungen nahe den Selbstkosten anbieten, nur um ihre Kapazitäten halbwegs auszulasten. Es gilt als ausgemacht, dass die Wettbewerbsintensität entlang der gesamten Wertschöpfungskette ansteigen muss, da die Systemkosten zu Erreichung der Grid Parity auf allen Stufen zurückgehen müssen.

Das Leistungsspektrum eines Projektentwicklers umfasst die Standortanalyse, eine Ertragssimulation, die Schätzung der mit einem Projekt verbundenen Kosten, die Sicherstellung der geeigneten Flächen, die Klärung der eigentumsrechtlichen Angelegenheiten, den Abschluss von Pachtverträgen, die Einholung der erforderlichen Genehmigungen, den Einkauf der Module und Komponenten, die Bauleitung und Dokumentation und die Sicherstellung des Netzanschlusses. Die Markteintrittsbarrieren sind gering. Damit ist der Zugang zu Finanzierungsquellen für die Beibehaltung der Wettbewerbspositionierung unabdinglich.

In Deutschland haben zwei Drittel der Photovoltaikanlagen eine Leistung von weniger als 100 kWp.

2009 wurden überwiegend Photovoltaikanlagen von kleiner und mittlerer Größe im Dachbereich installiert. Demgegenüber wurden beispielsweise in Spanien knapp 95% der installierten Basis als Großanlagen realisiert. Von den in Deutschland im Jahr 2009 neu installierten 3,8 GWp hatten 83,0% eine Leistung von weniger als 1.000 kWp, 43,0% wiesen sogar eine Leistung von weniger als 30,0 kWp auf. Nur 17,0% der neu installierten Anlagen lagen im MWp-Bereich, im Wesentlichen also Freiflächenanlagen oder Anlagen auf großen Dachanlagen.

ABBILDUNG 17: SOLARINSTALLATIONEN IN DEUTSCHLAND, 2009



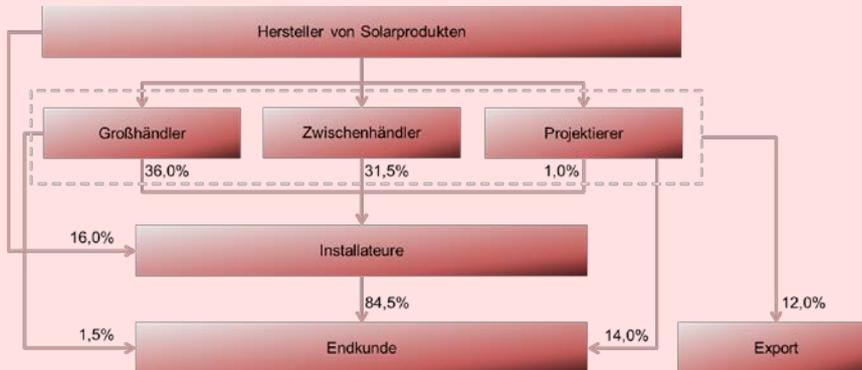
QUELLE: PHOTON, SPHENE CAPITAL

Projektentwickler sind das Bindeglied zwischen Modulhersteller und Endkunden.

Endkundenzugang haben in Deutschland vor allem Installateure und Solarfachbetriebe: Von ihnen stammen 84,5% der Solarmodule. Projektierer (14,5%) und Großhändler (1,5%) spielen demgegenüber nur eine untergeordnete Rolle. Projektentwickler und größere Installateure beziehen die Solaranlagen bevorzugt direkt beim Hersteller. Durch die Umgehung des Groß- bzw. Zwischenhandels ersparen sie eine Wertschöpfungsstufe zu Gunsten ihrer eigenen Marge und können zudem schneller auf fallende Modulpreise reagieren. Für einen direkten Bezug beim Hersteller ist allerdings das Erreichen einer bestimmten Mindestgröße erforderlich, was aus naheliegenden Gründen nur für eine begrenzte Zahl von Installateuren zutrifft. Knapp ein Drittel der deutschen Installateure und Solarfachbetriebe erwirbt die Solarprodukte bei Großhändlern, ein knappes Drittel bei Zwischenhändlern. Dabei kann beobachtet werden, dass die Handelsbeziehungen zwischen den Installateuren/Solarfachbetrieben und ihren

Lieferanten überaus langfristig ausgerichtet sind und dass zudem der regionale Bezug zum Vorlieferanten eine wichtige Rolle spielt.

ABBILDUNG 18: DIE VERTRIEBSKETTE



QUELLE: PV INSTALLATIONSMONITOR, PRICEWATERHOUSECOOPERS, SPHENE CAPITAL

Was macht eigentlich ein Projektierer?

Das Leistungsspektrum eines Projektentwicklers umfasst die initiale Standortanalyse, eine umfangreiche Ertragssimulation, die Schätzung der mit einem Projekt verbundenen Kosten, die Sicherung der geeigneten Flächen, seien es Dachflächen oder Freiflächen in der Landwirtschaft oder ehemaligen Militärgeländen, die Klärung der eigentumsrechtlichen Angelegenheiten, den Abschluss von Pachtverträgen sowie die Grundbucheintragung von Nutzungsrechten, die Einholung der erforderlichen Genehmigungen, den Einkauf der Module und Komponenten, die Bauleitung und Dokumentation und die Sicherstellung des Netzanschlusses.

ABBILDUNG 19: PROJEKTIERUNG EINER PHOTOVOLTAIKANLAGE



QUELLE: SPHENE CAPITAL

Entscheidend für die Beibehaltung der Wettbewerbspositionierung ist der Zugang zu Kapital.

Nicht erst seit der Finanzmarktkrise und Basel III ist für Projektentwickler der Zugang zu (alternativen) Finanzierungsquellen, Eigen- wie Fremdkapital, von wettbewerbskritischer Bedeutung. Beim Zugang zu Fremdkapital, allem voran Bankkrediten, werden auf der einen Seite die Ansprüche an die jederzeitige Vermarktung der Anlagen immer bedeutender, für die Projektentwickler auf der anderen Seite ist die Geschwindigkeit, mit der Kreditabteilungen einen Kreditantrag abarbeiten, ein kritischer Faktor für eine schnelle Projektumsetzung.

Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen

Die Einspeisevergütungen aus den geplanten Solarparks in Deutschland, Großbritannien und Bulgarien werden stabile, wenn auch infolge zu erwartender Reduzierungen der Einspeisevergütungen leicht rückläufige Cashflows zur Folge haben. Unsere Annahmen für das Projektgeschäft im Prognosezeitraum bis 2016e sind mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 3,9% moderat und liegen deutlich unter den in der Vergangenheit erzielten durchschnittlichen Wachstumsraten. Wir erwarten einen Anstieg des Konzernumsatzes von EUR 163,6 Mio. in 2011e auf EUR 186,5 Mio. in 2012e. Mittelfristig rechnen wir mit einem Anstieg der Konzernerlöse auf EUR 214,2 Mio. (CAGR 5,6% 2010 bis 2016e).

Die EBIT-Marge dürfte im Prognosezeitraum von 7,3% in 2010 auf 12,2% in 2012e ansteigen, wobei sich insbesondere der volljährige Betrieb der Solarparks ab 2012e niederschlagen wird. Bis 2016e haben wir weitgehend gleichbleibende EBIT-Margen unterstellt.

Die Errichtung der Solarparks wird im laufenden Geschäftsjahr ein Investitionsvolumen von rund EUR 90,0 Mio. erfordern. Für 2011e erwarten wir daher einen negativen Free Cashflow in Höhe von rund EUR -80,0 Mio. Analog zu den Annahmen für unsere Ergebnisschätzungen haben wir ab 2012e keine zusätzlichen Investitionen in weitere Solarkraftwerke modelliert. Vor diesem Hintergrund errechnen wir 2012e einen Anstieg des Free Cashflow auf EUR 15,8 Mio. und bis 2016e einen weiteren Zuwachs auf EUR 20,8 Mio.

Gegenstand der Payom Solar ist der Handel und der Vertrieb von Anlagen zur Gewinnung von regenerativen Energien, insbesondere Photovoltaik und Solarthermie:

- ✦ Im Rahmen des klassischen Aufdachgeschäftes werden kleinere Anlagen mit einer Leistung zwischen 1 kWp und 500 kWp für Hausdächer und Gewerbeimmobilien geplant und errichtet; die Mehrzahl der Anlagen hat eine Leistung von weniger als 30 kWp.
- ✦ Großprojekte umfassen Anlagen mit einer Leistung von mehr als 500 kWp; bisherige Projekte konzentrierten sich auf Deutschland, derzeit erfolgt ein Ausbau nach Süd- und Osteuropa. Mit der Übernahme der Amsolar hat sich Payom Solar darüber hinaus auch in den USA positioniert.
- ✦ Als Großhändler handelt Payom Solar mit Komponenten für Photovoltaikanlagen. Als Fachgroßhändler für netzgekoppelte Photovoltaiksysteme und -komponenten bietet Payom Solar vollständige Systemlösungen und projektnahe Dienstleistungen.
- ✦ Darüber hinaus wird Payom Solar zukünftig eigene Solarparks zunächst in Deutschland, Großbritannien und Bulgarien mit einer geplanten Gesamtkapazität von knapp 40 MWp betreiben.

Die bisherigen Betätigungsfelder wurden zusammengefasst berichtet, es erfolgte keine gesonderte Darstellung nach Segmenten.

Die Übernahme der Solare entspricht einem umgekehrten Unternehmenserwerb nach IFRS 3

Im Rahmen der Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage waren im Januar 2010 sämtliche Geschäftsanteile der Solare AG in die Payom Solar AG eingebracht und zugleich 3.250.000 Aktien der Payom AG an die Altaktionäre der Solare AG ausgegeben worden. Das Grundkapital der Payom Solar AG erhöhte sich von EUR 1,3 Mio. auf EUR 4,6 Mio. (aktuell EUR 6,8 Mio. nach Mehrheitserwerb an Amsolar). Damit halten die Altgesellschafter der Solare AG nach der ersten Kapitalerhöhung die Mehrheit an der Payom Solar. Aus diesem Grund ist das aus rechtlicher Sicht erworbene Unternehmen, die Solare AG, aus wirtschaftlicher Sicht als Erwerber zu betrachten (umgekehrten Unternehmenserwerb). Im Konzernabschluss nach IFRS müssen die Vergangenheitsdaten daher aus der Sicht der Solare AG dargestellt werden.

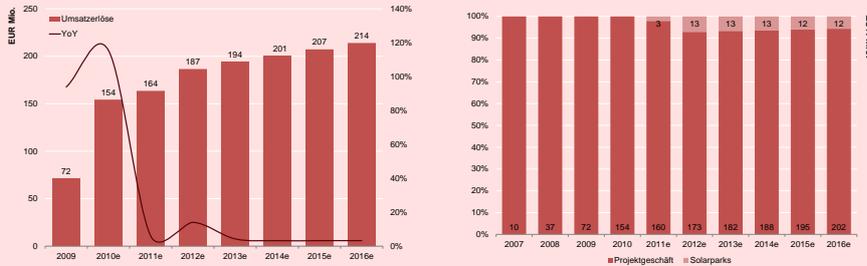
Im Rahmen der Kapitalerhöhung durch Sacheinlage stieg das Grundkapital von EUR 1,3 Mio. auf EUR 4,6 Mio. (aktuell EUR 6,8 Mio. nach Mehrheitserwerb an Amsolar).

Zur Darstellung der chronologischen Entwicklung des Unternehmens und wegen einer nach unserer Einschätzung besseren Vergleichbarkeit haben wir bei den Vorjahreszahlen auf die ursprüngliche Payom Solar zurückgegriffen. Auch die Integration der Amsolar haben wir aufgrund der fehlenden Daten nicht in unser Modell eingefügt.

Payom Solar AG 2010

Im vergangenen Geschäftsjahr 2010 konnte Payom Solar Umsatzerlöse in Höhe von EUR 154,3 Mio. erzielen, gegenüber EUR 71,6 Mio. im Geschäftsjahr 2009 (+115,5%YoY). Damit liegt die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate seit 2007 bei 150% (CAGR). Das EBIT stieg im gleichen Zeitraum von EUR 0,9 Mio. (2007) auf EUR 11,2 Mio. an (7,3% Marge, Vorjahr EUR 5,6 Mio.).

ABBILDUNG 20: UMSATZ (LS) UND UMSATZAUFTEILUNG



Ab Mitte des laufenden Geschäftsjahres sollen erstmals Umsätze aus den Solarparks fließen; ab 2012e werden die Solarparks erstmals ganzjährig in den Umsatz einfließen.

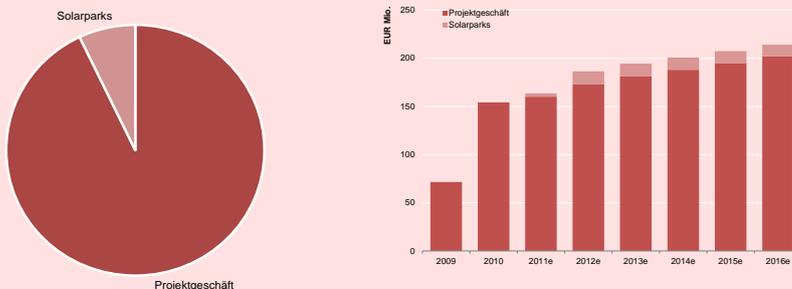
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Ab Mitte 2011e sollen die geplanten Solarparks in Deutschland, UK und Bulgarien ans Netz gehen.

Payom Solar plant in diesem Jahr die Inbetriebnahme von vier Solarparks in Deutschland, weitere Solarparks werden in Großbritannien und Bulgarien errichtet. Zusammen sollen die Parks eine Leistung von knapp 40 MWp erzielen und nach einer Errichtungszeit von etwa drei Monaten ab Mitte 2011e an die jeweiligen Netze gehen. Folglich sind im laufenden Geschäftsjahr 2011e erstmals Umsätze in einem allerdings noch niedrigen einstelligen Millionenbereich in Form von Einspeisevergütungen zu erwarten. Insgesamt rechnen wir 2011e mit einem Konzernumsatz in Höhe von EUR 163,6 Mio., das entspricht einem Anstieg gegenüber dem Vorjahr um 6,0%. Ab 2012e haben wir die Solarparks erstmals ganzjährig in den Umsatz einfließen lassen (geschätzt EUR 13,2 Mio.) und ein deutliches Umsatzwachstum in 2012e um 14,0% auf EUR 186,5 Mio. prognostiziert.

In den folgenden Jahren bis zum Ende unseres Planungshorizonts in 2016e haben wir moderate Wachstumsraten von durchschnittlich 3,5% (CAGR 2012e bis 2016e) unterstellt. Wir gehen in unseren Annahmen von einem leichten Rückgang der Einspeisevergütungen aus, während wir für das Projektgeschäft weiterhin steigende Umsätze, allerdings mit einem reduzierten CAGR von 3,9% zwischen 2012e-2016e unterstellen. Für die Realisierung unserer Wachstumserwartungen rechnen wir im laufenden Geschäftsjahr 2011e mit Investitionserfordernissen in Höhe von EUR 90,0 Mio.

ABBILDUNG 21: UMSATZENTWICKLUNG PROJEKTE/SOLARPARKS



Wir gehen von einem leichten Rückgang der Einspeisevergütungen für die Solarparks aus; für das Projektgeschäft unterstellen wir ein CAGR von 3,9% zwischen 2012e-2016e.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Die Rohertragsmarge verbessert sich bis 2012e auf 18,4% von knapp 10,0% in 2010.

Der massive Anstieg der Rohertragsmarge spiegelt die veränderte Umsatz und Ergebniszusammensetzung nach Inbetriebnahme der Solarparks wider. Damit verbessert sich die Darstellung der Rohertragsmarge auf Konzernebene. Wir erwarten, dass Payom Solar in den kommenden Jahren von einem Rückgang der Modulpreise im Projektgeschäft profitieren wird, so dass es auch in diesem Segment gelingen sollte, die Margen trotz des hohen Wettbewerbsdrucks zu verteidigen.

Rohertragsmarge profitiert von veränderter Ergebniszusammensetzung aber auch vom erwarteten Rückgang der Modulpreise.

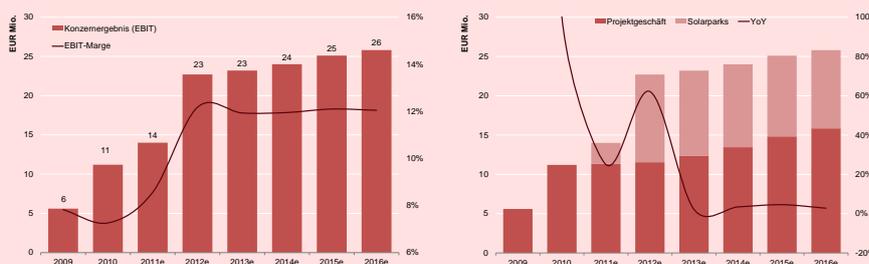
EBIT bis 2012e mehr als verdoppelt

Nach einem EBIT von EUR 11,2 Mio. in 2010 erwarten wir für 2011e ein EBIT von EUR 14,0 Mio. und für 2012e von EUR 22,7 Mio. Die EBIT-Marge wird von 7,3% in 2010 auf 8,6% in 2011e und weiter auf 12,2% in 2012e ansteigen. Dabei werden die Solarparks 2012e nach unseren Schätzungen bei volljährigem Betrieb rund EUR 11,2 Mio. zum operativen Ergebnis beitragen.

Anstieg der EBIT-Marge von 7,3% in 2010 auf 12,2% in 2012e erwartet.

Allerdings werden die Investitionen in die Solarparks zu deutlich steigenden Abschreibungen auf Konzernebene von EUR 0,7 Mio. in 2010 auf EUR 4,9 Mio. führen. Darüber hinaus haben wir bis zum Ende unseres Schätzungszeitraumes einen leichten Anstieg der Betriebskosten für die Solarparks unterstellt. Auch bei den Personalaufwendungen haben wir einen Anstieg von EUR 1,4 Mio. in 2010 auf EUR 2,1 Mio. bis 2016e projiziert.

ABBILDUNG 22: EBIT UND EBIT-MARGE



Nach einem EBIT von EUR 11,2 Mio. in 2010 erwarten wir bis 2012e eine Verdoppelung auf EUR 22,7 Mio. Die EBIT-Marge wird von 7,3% in 2010 auf 12,2% in 2012e ansteigen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Das Finanzergebnis erreicht 2012e den Tiefpunkt, wird sich aber nach unseren Schätzungen in den Folgejahren wieder verbessern.

In Folge der Rückführung aller Bankverbindlichkeiten in Höhe von EUR 5,6 Mio. aus dem laufenden Free Cashflow hat Payom Solar im zurückliegenden Geschäftsjahr 2010 ein weitgehend neutrales Finanzergebnis erwirtschaftet. Dagegen sollte das Finanzergebnis im laufenden Geschäftsjahr durch die geplanten Finanzierungsmaßnahmen auf EUR -3,0 Mio. zurückgehen und in 2012e mit EUR -6,0 Mio. den tiefsten Wert erreichen. In den folgenden Jahren gehen wir davon aus, dass Payom Solar in der Lage sein wird, die Nettoverschuldung mit Hilfe des bis dahin aufgebauten Geschäftsvolumens zügig zurückzuführen; das Finanzergebnis wird sich in den Jahren 2013ff verbessern.

Finanzergebnis erreicht nach unseren Schätzungen 2012e den Tiefpunkt.

Kurzfristige Delle in der Vorsteueremarge in 2011e erwartet

Payom Solar erzielte 2010 eine Vorsteuerergebnismarge von 7,2%. Im laufenden Jahr erwarten wir ein kurzfristiges Absinken der Marge auf 6,7% und ab 2012e einen starken – operativ bedingten – Schub auf 9,0%. Ab 2013ff wird sich vor allem ein sich sukzessive verbesserndes Finanzergebnis in steigenden EBT-Margen niederschlagen.

Steuerquote von 28,0% für den gesamten Schätzungszeitraum

Für den gesamten Schätzungszeitraum bis 2016e haben wir einen Grenzsteuersatz von 28,0% unterstellt.

Jahresüberschuss und Ergebnis je Aktie auf ansehnlichem Niveau

Nach Steuern erzielte Payom Solar 2010 ein Konzernergebnis von EUR 7,8 Mio., was einer Nettomarge von 5,1% entspricht, eine für Projektierer ansehnliche Rendite. Analog zu der erwarteten kurzfristigen Delle beim EBT dürfte auch das Nettoergebnis 2011e mit EUR 6,9 Mio. bzw. einer Marge von 4,2% unter-

Nettomarge 2011e 4,2% sollte sich in 2012e auf 6,5% verbessern.

halb der vergleichbaren Vorjahreswerte bleiben. Ab 2012e werden nach unserer Einschätzung sowohl die Margen als auch das absolute Nettoergebnis deutlich ansteigen. Wir rechnen für 2012e mit einem Nachsteuergewinn von EUR 12,1 Mio. bzw. einer Marge von 6,5%. Bis zum Ende unseres Schätzungshorizonts in 2016e rechnen wir mit einer weiter steigenden Nettomarge auf 7,6%.

Entwicklung des Cashflow

Das Management der Payom Solar verfolgt strikte Zielvorgaben im Hinblick auf die Entwicklung des Net Working Capital. Dabei wurden die Vorräte im Geschäftsjahr 2010 gegenüber EUR 23,5 Mio. per 31. Dezember 2009 aus dem Altgeschäft der Payom Solar auf EUR 10,2 Mio. zurückgeführt. Darüber hinaus fordert Payom Solar in der Regel eine Vorabbezahlung für Lieferungen und Leistungen. Vor diesem Hintergrund erwarten wir einen weitgehend neutralen Einfluss aus der Entwicklung des NWC auf die zukünftigen operativen Cashflows. Die Errichtung der Solarparks im laufenden Geschäftsjahr wird nach unseren Schätzungen ein Investitionsvolumen von EUR 90,0 Mio. verschlingen, weshalb wir 2011e einen negativen Free Cashflow von EUR -79,9 Mio. erwarten. Entsprechend den Annahmen für unsere Ergebnisschätzungen, für die wir keine zusätzlichen Solarkraftwerke nach 2011e einkalkuliert haben, werden die Investitionen in den Jahren danach in vernachlässigbaren Größenordnungen bleiben und damit einen Anstieg der Free Cashflows auf EUR 15,8 Mio. in 2012e und auf EUR 20,8 Mio. bis 2016e ermöglichen.

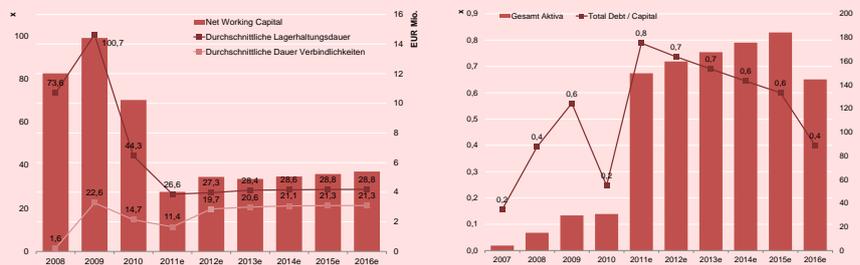
Working Capital Einsparungen in 2010

Geplante Ausschüttung einer Dividende

Vorstand und Aufsichtsrat der Payom Solar werden der Hauptversammlung am 27. April 2011 erstmals die Ausschüttung einer Dividende vorschlagen. Demnach soll für das abgelaufene Geschäftsjahr 2010 eine Dividende von EUR 0,40 bezogen auf 4,6 Mio. Aktien bzw. ein Ausschüttungsbetrag in Höhe von EUR 1,8 Mio. ausbezahlt werden. Dies entspricht einer Ausschüttungsquote von rund 23,0%. Wir gehen in unseren Schätzungen von einer weitgehend konstanten Ausschüttungsquote aus.

Vorstand und Aufsichtsrat schlagen eine Dividende von EUR 0,40 bezogen auf 4,6 Mio. Aktien vor.

ABBILDUNG 23: NET WORKING CAPITAL (LS) UND KAPITALSTRUKTUR



Das Management verfolgt enge Zielvorgaben hinsichtlich der Entwicklung des NWC; wir erwarten einen weitgehend neutralen Einfluss auf die zukünftigen operativen Cashflows. Unsere Schätzungen basieren auf den bis Ende 2011 geplanten Solarparks.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Solide Bilanzkennzahlen

Per Ende 2010 betrug die Eigenkapitalquote 75,3% bei einer Bilanzsumme von EUR 30,9 Mio. Payom Solar hat im vergangenen Geschäftsjahr sämtliche Finanzverbindlichkeiten bei Kreditinstituten in Höhe von EUR 5,6 Mio. zurückgeführt, das Nettovermögen per Ende 2010 lag bei EUR 15,1 Mio. Alle bisherigen Finanzverbindlichkeiten betrafen im Wesentlichen Finanzierungskosten für den Warenbestand (Module) und waren durch Vorräte (u.a. eine Raumsicherungs-übereignung der Lagerhallen in Merkendorf) besichert. Weitere finanzielle Verpflichtungen betreffen Mietverträge für Geschäftsräume und Lagerhallen, die als operatives Leasing in Höhe des jährlichen Mietzinses von EUR 0,5 Mio. (2010) unter der Position sonstige betriebliche Aufwendungen erscheinen. Im Konzernbericht 2010 wird die Höhe dieser Verpflichtungen mit EUR 0,5 Mio. innerhalb eines Jahres, weiteren EUR 0,7 Mio. für einen Zeitraum von fünf Jahren und EUR 1,2 Mio. für einen Zeitraum von mehr als fünf Jahre angegeben. Wir schätzen den Barwert dieser Verpflichtungen unter Annahme eines Diskontierungssatzes von 6,0% (100% Fremdkapital) auf rund EUR 1,8 Mio. Weitere Verpflichtungen bestanden Ende 2010 aus Modullieferverträgen in Höhe von EUR 60,0 Mio. und betreffen das laufende Geschäftsjahr 2011.

Ende 2010 betrug die Eigenkapitalquote nach unseren Schätzungen 75,6% bei einer Bilanzsumme von EUR 31,3 Mio. Als Folge der Finanzierungsmaßnahmen erwarten wir einen Rückgang der Eigenkapitalquote 2011e auf 22,3%, jedoch bis Ende 2016e eine Verbesserung auf 64,5%.

Die geplanten Finanzierungsmaßnahmen führen in unserem Modell zu einem Rückgang der Eigenkapitalquote auf 20,5%, die Nettoverschuldung wird 2011e nach unserer Schätzung auf EUR 64,4 Mio. ansteigen. Darüber hinaus haben wir in unserem Modell keinen weiteren nennenswerten Capex Bedarf angenommen – analog basieren unsere Ergebnis- und Cashflow Prognosen auf den bis Ende 2011e errichteten Solarparks. Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass die Nettoverschuldung bis 2016e vollständig zurückgefahren wird und sich die Eigenkapitalquote bis Ende 2016e auf 60,1% verbessert.

Gewinn- und Verlustrechnung

		2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatzerlöse	EUR Mio.	71,6	154,3	163,6	186,5	194,5	200,8	207,5	214,2
YoY	%	93,9%	115,5%	6,0%	14,0%	4,3%	3,3%	3,3%	3,2%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
In % Konzernumsatz	%	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gesamte Erträge	EUR Mio.	71,6	156,5	163,6	186,5	194,5	200,9	207,5	214,2
In % Konzernumsatz	%	100,0%	101,5%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Materialaufwand	EUR Mio.	-64,0	-139,0	-143,0	-152,2	-159,0	-164,0	-168,3	-173,6
In % Konzernumsatz	%	-89,4%	-90,1%	-87,4%	-81,6%	-81,8%	-81,6%	-81,1%	-81,1%
Personalaufwand	EUR Mio.	-0,6	-1,4	-1,6	-1,6	-1,9	-1,9	-2,1	-2,1
In % Konzernumsatz	%	-0,8%	-0,9%	-1,0%	-0,9%	-1,0%	-0,9%	-1,0%	-1,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-1,3	-4,3	-2,8	-5,1	-5,5	-6,1	-7,2	-7,8
In % Konzernumsatz	%	-1,9%	-2,8%	-1,7%	-2,7%	-2,8%	-3,0%	-3,5%	-3,6%
EBITDA	EUR Mio.	5,7	11,9	16,2	27,6	28,1	28,9	29,9	30,7
EBITDA-Marge	%	7,9%	7,7%	9,9%	14,8%	14,5%	14,4%	14,4%	14,3%
Abschreibungen	EUR Mio.	0,0	-0,7	-2,2	-4,9	-4,9	-4,9	-4,9	-4,9
Betriebsergebnis (EBIT)	EUR Mio.	5,6	11,2	14,0	22,7	23,2	24,0	25,1	25,8
EBIT-Marge	%	7,8%	7,3%	8,6%	12,2%	12,0%	12,0%	12,1%	12,0%
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,6	1,1	1,3	1,5	1,8	1,6
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	EUR Mio.	-0,3	-0,1	-3,6	-7,1	-7,1	-7,1	-7,1	-4,9
Nettozinsergebnis	EUR Mio.	-0,3	0,0	-3,0	-6,0	-5,8	-5,5	-5,2	-3,3
Ergebnis vor Ertragssteuern (EBT)	EUR Mio.	5,3	11,2	11,0	16,7	17,5	18,5	19,8	22,5
EBT-Marge	%	7,4%	7,2%	6,7%	9,0%	9,0%	9,2%	9,6%	10,5%
Ertragssteuern	EUR Mio.	-1,4	-3,4	-3,1	-4,7	-4,9	-5,2	-5,5	-6,3
In % Steuerquote	%	-25,9%	-30,1%	-28,0%	-28,0%	-28,0%	-28,0%	-28,0%	-28,0%
Ergebnis vor Anteilen Dritter	EUR Mio.	3,9	7,8	7,9	12,1	12,6	13,3	14,3	16,2
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konzernergebnis	EUR Mio.	3,9	7,8	6,9	12,1	12,6	13,3	14,3	16,2
Netto-Marge	%	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Anzahl der Aktien	Mio.	1,3	4,4	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
Ergebnis je Aktie	EUR	3,04	1,76	1,01	1,77	1,85	1,96	2,10	2,38

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz

		2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Langfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	1,5	4,3	92,1	87,3	82,5	76,7	71,9	67,0
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	0,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,0	0,0	0,0
(Kontrolle aus Anlagespiegel)	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwill	EUR Mio.	1,1	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Sachanlagen	EUR Mio.	0,2	0,7	88,5	83,7	78,9	74,0	69,2	64,3
Langfristige Wertpapiere	EUR Mio.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Ertragssteuerforderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	28,2	26,6	57,6	72,4	85,1	98,9	112,4	77,5
Vorräte	EUR Mio.	23,5	10,2	10,6	12,1	12,6	13,1	13,5	13,9
in % vom Umsatz	%	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Forderungen Lieferungen & Leist.	EUR Mio.	0,0	1,0	1,4	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8
in % vom Umsatz	%	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laufende Ertragssteuerforderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	EUR Mio.	4,0	15,1	45,6	58,7	70,8	84,2	97,2	61,8
Gesamt Aktiva	EUR Mio.	29,7	30,9	149,8	159,8	167,6	175,6	184,2	144,6
Eigenkapital	EUR Mio.	13,1	23,3	31,7	42,1	51,9	62,5	73,7	86,9
Eigenkapitalquote	%	44,0%	75,3%	20,5%	25,7%	30,4%	35,0%	39,5%	59,4%
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	1,3	4,6	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
Kapitalrücklage	EUR Mio.	6,5	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2
Neubewertungsrücklage	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinnrücklage	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Noch nicht verwendete Ergebnisse	EUR Mio.	5,2	7,6	12,6	23,0	32,8	43,4	54,7	67,8
Differenz aus Währungsumrechnung	EUR Mio.	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minderheitsanteile	EUR Mio.	0,0	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Langfristige Schulden	EUR Mio.	0,1	0,3	110,1	109,0	106,3	103,4	100,5	47,4
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	110,0	108,9	106,2	103,3	100,4	47,3
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Ertragssteuerschulden	EUR Mio.	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kurzfristige Schulden	EUR Mio.	16,5	7,3	7,9	8,7	9,4	9,7	10,0	10,3
Rückstellungen	EUR Mio.	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	EUR Mio.	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten Lieferungen & Leist.	EUR Mio.	9,1	1,0	7,9	8,7	9,4	9,7	10,0	10,3
in % vom Umsatz	%	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laufende Ertragssteuerschulden	EUR Mio.	0,0	2,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,7	4,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamt Passiva	EUR Mio.	29,7	30,9	149,8	159,8	167,6	175,6	184,2	144,6

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (Normalisierte Fassung)

		2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Langfristige Vermögenswerte	%	5,0%	14,0%	61,5%	54,7%	49,3%	43,7%	39,0%	46,3%
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	%	0,0%	2,9%	0,6%	0,6%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%
(Kontrolle aus Anlagespiegel)	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Goodwill	%	3,8%	8,8%	1,8%	1,7%	1,6%	1,5%	1,5%	1,9%
Sachanlagen	%	0,5%	2,1%	59,1%	52,4%	47,1%	42,2%	37,6%	44,5%
Langfristige Wertpapiere	%	0,5%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Latente Ertragssteuerforderungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	94,9%	86,0%	38,5%	45,3%	50,8%	56,3%	61,0%	53,6%
Vorräte	%	79,1%	33,1%	7,1%	7,6%	7,5%	7,4%	7,3%	9,6%
Forderungen Lieferungen & Leist.	%	0,0%	3,3%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%	1,2%
Laufende Ertragssteuerforderungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	%	2,2%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Liquide Mittel	%	13,6%	48,9%	30,5%	36,8%	42,3%	47,9%	52,8%	42,8%
Gesamt Aktiva	%	100,0%							
Eigenkapital	%	44,0%	75,3%	21,2%	26,3%	31,0%	35,6%	40,0%	60,1%
Gezeichnetes Kapital	%	4,4%	14,7%	4,5%	4,3%	4,1%	3,9%	3,7%	4,7%
Kapitalrücklage	%	22,0%	36,4%	7,5%	7,0%	6,7%	6,4%	6,1%	7,8%
Neubewertungsrücklage	%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gewinnrücklage	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Noch nicht verwendete Ergebnisse	%	17,5%	24,5%	8,4%	14,4%	19,6%	24,7%	29,7%	46,9%
Differenz aus Währungsumrechnung	%	0,0%	-0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Minderheitsanteile	%	0,0%	0,0%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,7%
Langfristige Schulden	%	0,4%	0,9%	73,5%	68,3%	63,4%	58,9%	54,5%	32,8%
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	73,4%	68,2%	63,4%	58,8%	54,5%	32,7%
Pensionsrückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Latente Ertragssteuerschulden	%	0,4%	0,9%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Kurzfristige Schulden	%	55,6%	23,8%	5,3%	5,4%	5,6%	5,5%	5,4%	7,1%
Rückstellungen	%	3,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	%	18,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten Lieferungen & Leist.	%	30,6%	3,3%	5,3%	5,4%	5,6%	5,5%	5,4%	7,1%
Laufende Ertragssteuerschulden	%	0,0%	7,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	2,2%	13,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gesamt Passiva	%	100,0%							

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Cashflow-Statement

		2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Konzernergebnis	EUR Mio.	3,9	7,8	6,9	12,1	12,6	13,3	14,3	16,2
Planmäßige Abschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,7	2,2	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
Gewinn Verkauf nicht fortgeführter Geschäftsbereich	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung der Rückstellungen	EUR Mio.	1,1	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung der latenten Steuern	EUR Mio.	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung der Vorräte, Forderungen u. a. Aktiva	EUR Mio.	-11,5	12,7	-0,5	-1,7	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5
Veränderung der Verbindlichkeiten u. a. Passiva	EUR Mio.	9,5	-2,4	0,6	0,7	0,7	0,3	0,3	0,3
Bereinigungen	EUR Mio.	0,0	-1,0	1,1	0,0	0,1	1,0	0,2	0,0
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	3,1	16,8	10,1	15,9	17,7	19,0	19,2	20,9
Investitionen in immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,0	-3,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagen	EUR Mio.	0,0	-0,5	-90,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bereinigungen	EUR Mio.	0,0	3,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	EUR Mio.	-0,2	-0,2	-90,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Free Cashflow	EUR Mio.	2,9	16,6	-79,9	15,8	17,6	18,9	19,1	20,8
Einzahlungen aus Barkapitalerhöhungen	EUR Mio.	0,0	8,0	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einzahlungen Aufnahme Finanzverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,1	0,0	110,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen aus Tilgung von Finanzverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	-5,6	0,0	-1,1	-2,8	-2,8	-3,0	-53,1
Bereinigungen	EUR Mio.	0,0	-7,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	EUR Mio.	0,1	-5,5	110,4	-2,8	-5,5	-5,6	-6,0	-56,2
Zahlungswirksame Veränderung liquide Mittel	EUR Mio.	3,0	11,1	30,6	13,1	12,1	13,4	13,0	-35,3
Liquide Mittel am Anfang der Periode	EUR Mio.	1,0	4,0	15,1	45,6	58,7	70,8	84,2	97,2
Liquide Mittel am Ende der Periode	EUR Mio.	4,0	15,1	45,6	58,7	70,8	84,2	97,2	61,8

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Segmente

		2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Konzernumsatz	EUR Mio.	71,6	154,3	163,6	186,5	194,5	200,8	207,5	214,2
Projektgeschäft	EUR Mio.	71,6	154,3	160,2	173,3	181,6	188,2	195,1	202,1
Solarparks	EUR Mio.	0,0	170,1	3,4	13,2	12,9	12,6	12,4	12,1
Umsatz YoY	%	93,9%	115,5%	6,0%	14,0%	4,3%	3,3%	3,3%	3,2%
Projektgeschäft	%	92,8%	94,5%	6,1%	6,1%	4,5%	3,5%	3,5%	3,6%
Solarparks	%	n/a	n/a	n/a	293,1%	-2,2%	-2,1%	-2,0%	-2,4%
Konzernergebnis (EBIT)	EUR Mio.	5,6	11,2	14,0	22,7	23,2	24,0	25,1	25,8
Projektgeschäft	EUR Mio.	5,6	11,2	11,3	11,5	12,4	13,5	14,8	15,8
Solarparks	EUR Mio.	0,0	0,0	2,7	11,2	10,8	10,5	10,3	10,0
EBIT-Marge	%	7,8%	7,3%	8,6%	12,2%	11,9%	11,9%	12,1%	12,0%
Projektgeschäft	%	7,8%	7,3%	7,1%	6,7%	6,8%	7,2%	7,6%	7,8%
Solarparks	%	n/a	n/a	79,5%	84,5%	84,0%	83,5%	83,0%	82,3%
EBIT YoY	%	444,6%	99,9%	25,0%	62,1%	2,2%	3,4%	4,6%	2,8%
Projektgeschäft	%	444,6%	100,0%	1,2%	1,9%	7,1%	8,9%	10,2%	6,9%
Solarparks	%	n/a	n/a	n/a	318,1%	-2,8%	-2,7%	-2,6%	-3,1%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Anleihen-Stresstest

Liquide Mittel + Wertpapiere 2011 (in TEUR)												
CAGR Umsatz (2010-2015)												
x												
-9,5% -7,9% -6,3% -4,7% -3,1% -1,5% 0,0% 1,5% 3,1% 4,6% 6,0%												
Abweichung MAQ, PAQ und sbAQ von Planung	110%	33.450	33.471	33.491	33.512	33.533	33.554	33.574	33.595	33.616	33.637	33.657
	109%	34.714	34.756	34.798	34.840	34.881	34.923	34.965	35.006	35.048	35.090	35.131
	108%	35.979	36.042	36.104	36.167	36.230	36.292	36.355	36.417	36.480	36.543	36.605
	107%	37.243	37.327	37.411	37.494	37.578	37.645	37.707	37.769	37.830	37.892	37.954
	106%	38.270	38.347	38.424	38.502	38.579	38.656	38.733	38.810	38.887	38.964	39.042
	105%	39.203	39.296	39.389	39.481	39.574	39.666	39.759	39.852	39.944	40.037	40.129
	104%	40.137	40.245	40.353	40.461	40.569	40.677	40.785	40.893	41.001	41.109	41.217
	103%	41.070	41.193	41.317	41.440	41.564	41.687	41.811	41.934	42.058	42.181	42.305
	102%	42.003	42.142	42.281	42.420	42.559	42.698	42.837	42.976	43.115	43.254	43.393
	101%	42.936	43.091	43.245	43.400	43.554	43.708	43.863	44.017	44.172	44.326	44.481
	100%	43.869	44.039	44.209	44.379	44.549	44.719	44.889	45.059	45.229	45.399	45.568

Liquide Mittel + Wertpapiere 2012 (in TEUR)												
CAGR Umsatz (2010-2015)												
x												
-9,5% -7,9% -6,3% -4,7% -3,1% -1,5% 0,0% 1,5% 3,1% 4,6% 6,0%												
Abweichung MAQ, PAQ und sbAQ von Planung	110%	30.197	30.646	31.106	31.576	32.056	32.547	33.047	33.558	34.079	34.611	35.049
	109%	32.406	32.935	33.475	34.027	34.590	35.166	35.752	36.287	36.748	37.217	37.695
	108%	34.615	35.223	35.844	36.478	37.125	37.682	38.195	38.717	39.249	39.791	40.342
	107%	36.825	37.512	38.213	38.841	39.402	39.957	40.517	41.088	41.669	42.261	42.863
	106%	38.796	39.512	40.089	40.677	41.278	41.890	42.513	43.148	43.795	44.454	45.124
	105%	40.577	41.201	41.837	42.486	43.148	43.822	44.509	45.209	45.921	46.647	47.384
	104%	42.207	42.889	43.585	44.295	45.018	45.755	46.506	47.270	48.048	48.839	49.645
	103%	43.838	44.578	45.334	46.104	46.888	47.688	48.502	49.331	50.174	51.032	51.905
	102%	45.468	46.267	47.082	47.912	48.758	49.620	50.498	51.391	52.300	53.225	54.166
	101%	47.098	47.956	48.830	49.721	50.629	51.553	52.494	53.452	54.427	55.418	56.426
	100%	48.729	49.645	50.578	51.530	52.499	53.486	54.490	55.513	56.553	57.611	58.687

Liquide Mittel + Wertpapiere 2013 (in TEUR)												
CAGR Umsatz (2010-2015)												
x												
-9,5% -7,9% -6,3% -4,7% -3,1% -1,5% 0,0% 1,5% 3,1% 4,6% 6,0%												
Abweichung MAQ, PAQ und sbAQ von Planung	110%	24.784	25.684	26.613	27.569	28.555	29.569	30.613	31.686	32.789	33.923	34.869
	109%	27.881	28.926	30.003	31.112	32.254	33.429	34.638	35.808	36.761	37.740	38.744
	108%	30.977	32.167	33.393	34.655	35.953	37.185	38.215	39.273	40.360	41.475	42.619
	107%	34.074	35.408	36.783	38.110	39.266	40.377	41.512	42.678	43.876	45.106	46.368
	106%	36.933	38.362	39.656	40.812	42.002	43.225	44.482	45.774	47.099	48.460	49.856
	105%	39.602	40.924	42.158	43.427	44.732	46.074	47.453	48.869	50.323	51.814	53.345
	104%	42.012	43.316	44.659	46.041	47.462	48.923	50.423	51.964	53.546	55.169	56.833
	103%	44.297	45.709	47.161	48.656	50.192	51.771	53.394	55.059	56.769	58.523	60.322
	102%	46.582	48.101	49.663	51.270	52.922	54.620	56.364	58.154	59.992	61.877	63.810
	101%	48.868	50.493	52.165	53.885	55.652	57.469	59.334	61.250	63.215	65.231	67.299
	100%	51.153	52.885	54.667	56.499	58.382	60.318	62.305	64.345	66.438	68.586	70.787

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Anleihen-Stresstest (Forts.)

		Liquide Mittel + Wertpapiere 2014 (in TEUR)										
		CAGR Umsatz (2010-2015)										
		-9,5%	-7,9%	-6,3%	-4,7%	-3,1%	-1,5%	0,0%	1,5%	3,1%	4,6%	6,0%
Abweichung MAQ, PAQ und sbAQ von Planung	110%	19.847	21.221	22.646	24.124	25.657	27.244	28.888	30.590	32.349	34.130	35.605
	109%	23.790	25.378	27.025	28.733	30.504	32.337	34.235	36.069	37.579	39.138	40.749
	108%	27.732	29.535	31.404	33.343	35.351	37.315	38.920	40.579	42.293	44.064	45.893
	107%	31.674	33.692	35.784	37.864	39.695	41.416	43.192	45.028	46.926	48.887	50.912
	106%	35.379	37.561	39.646	41.445	43.277	45.175	47.137	49.167	51.265	53.432	55.669
	105%	38.893	41.035	42.907	44.846	46.854	48.933	51.083	53.306	55.604	57.977	60.427
	104%	42.139	44.103	46.139	48.248	50.432	52.691	55.029	57.446	59.943	62.522	65.185
	103%	45.048	47.171	49.370	51.649	54.009	56.450	58.975	61.585	64.282	67.068	69.943
	102%	47.958	50.238	52.602	55.051	57.586	60.208	62.921	65.724	68.621	71.613	74.701
	101%	50.867	53.306	55.834	58.452	61.163	63.967	66.866	69.864	72.960	76.158	79.459
	100%	53.776	56.374	59.066	61.854	64.740	67.725	70.812	74.003	77.299	80.703	84.217

		Liquide Mittel + Wertpapiere 2015 (in TEUR)										
		CAGR Umsatz (2010-2015)										
		-9,5%	-7,9%	-6,3%	-4,7%	-3,1%	-1,5%	0,0%	1,5%	3,1%	4,6%	6,0%
Abweichung MAQ, PAQ und sbAQ von Planung	110%	13.494	15.374	17.338	19.388	21.526	23.755	26.077	28.494	30.968	33.338	35.434
	109%	18.239	20.408	22.673	25.036	27.500	30.069	32.742	35.182	37.332	39.566	41.889
	108%	22.984	25.442	28.008	30.684	33.475	36.149	38.401	40.743	43.180	45.712	48.344
	107%	27.729	30.476	33.342	36.245	38.750	41.152	43.648	46.245	48.946	51.754	54.673
	106%	32.236	35.221	38.156	40.623	43.165	45.812	48.568	51.436	54.419	57.520	60.741
	105%	36.552	39.562	42.122	44.792	47.574	50.472	53.488	56.627	59.892	63.285	66.810
	104%	40.601	43.277	46.059	48.960	51.983	55.132	58.409	61.819	65.364	69.050	72.878
	103%	44.112	46.992	49.996	53.129	56.392	59.791	63.329	67.010	70.837	74.815	78.947
	102%	47.614	50.707	53.933	57.297	60.802	64.451	68.250	72.201	76.310	80.580	85.016
	101%	51.116	54.422	57.870	61.465	65.211	69.111	73.170	77.393	81.783	86.345	91.084
	100%	54.617	58.137	61.807	65.634	69.620	73.771	78.091	82.584	87.256	92.110	97.153

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Auf einen Blick (Unternehmenskennzahlen)

		2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Key Data									
Umsatz	EUR Mio.	71,6	154,3	163,6	186,5	194,5	200,8	207,5	214,2
Rohertrag	EUR Mio.	71,6	156,5	163,6	186,5	194,5	200,9	207,5	214,2
EBITDA	EUR Mio.	5,7	11,9	16,2	27,6	28,1	28,9	29,9	30,7
EBIT	EUR Mio.	5,6	11,2	14,0	22,7	23,2	24,0	25,1	25,8
EBT	EUR Mio.	5,3	11,2	11,0	16,7	17,5	18,5	19,8	22,5
Nettoergebnis	EUR Mio.	3,9	7,8	7,9	12,1	12,6	13,3	14,3	16,2
Anzahl Mitarbeiter		10	17	20	20	25	25	28	28
Profitabilitätskennzahlen									
EBITDA-Marge	%	7,9%	7,7%	9,9%	14,8%	14,5%	14,4%	14,4%	14,3%
EBIT-Marge	%	7,8%	7,3%	8,6%	12,2%	12,0%	12,0%	12,1%	12,0%
EBT-Marge	%	7,4%	7,2%	6,7%	9,0%	9,0%	9,2%	9,6%	10,5%
Netto-Marge	%	5,5%	5,1%	4,8%	6,5%	6,5%	6,6%	6,9%	7,6%
FCF-Marge	%	4,0%	10,8%	n/a	8,5%	9,0%	9,4%	9,2%	9,7%
ROE	%	30,2%	33,6%	24,9%	28,6%	24,2%	21,3%	19,3%	18,6%
NWC/Umsatz	%	20,1%	6,6%	2,5%	2,7%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Pro-Kopf-Umsatz	EUR Mio.	7,2	9,1	8,2	9,3	7,8	8,0	7,4	7,6
Pro-Kopf-EBIT	EUR Mio.	0,6	0,7	0,7	1,1	0,9	1,0	0,9	0,9
Capex/Umsatz	%	0,1%	1,3%	55,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Wachstumsraten									
Umsatz	%	n/a	115,5%	6,0%	14,0%	4,3%	3,3%	3,3%	3,2%
Rohertrag	%	n/a	118,6%	4,5%	14,0%	4,3%	3,3%	3,3%	3,2%
EBITDA	%	n/a	110,3%	36,4%	70,2%	1,8%	2,8%	3,6%	2,6%
EBIT	%	n/a	99,9%	25,0%	62,4%	2,2%	3,4%	4,3%	2,9%
EBT	%	n/a	109,5%	-1,7%	52,6%	4,4%	6,0%	7,0%	13,6%
Nettoergebnis	%	n/a	97,8%	1,1%	52,6%	4,4%	6,0%	7,0%	13,6%
EPS	%	n/a	-41,9%	-42,5%	74,7%	4,4%	6,0%	7,0%	13,6%
CFPS	%	n/a	59,9%	-60,8%	57,3%	11,1%	7,7%	0,7%	9,2%
Bilanzkennzahlen									
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,2	0,7	88,5	83,7	78,9	74,0	69,2	64,3
Umlaufvermögen	EUR Mio.	28,2	26,6	57,6	72,4	85,1	98,9	112,4	77,5
Eigenkapital	EUR Mio.	13,1	23,3	31,7	42,1	51,9	62,5	73,7	86,9
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	16,6	7,6	118,0	117,7	115,6	113,1	110,5	57,7
Außerbilanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,8	1,8	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9
Adjustierte Verbindlichkeiten	EUR Mio.	17,4	9,4	119,4	119,0	116,8	114,2	111,4	58,6
EK-Quote	%	44,0%	75,3%	20,5%	25,7%	30,4%	35,0%	39,5%	59,4%
Gearing	%	127,1%	32,8%	372,2%	279,7%	222,7%	180,9%	149,8%	66,4%
Working Capital	EUR Mio.	14,4	10,2	4,0	5,0	4,9	5,1	5,2	5,4
Capital Employed	EUR Mio.	14,6	11,8	93,4	89,7	84,8	79,1	74,4	69,7
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL									

Auf einen Blick (Credit Kennzahlen)

		2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Current Ratio	x	1,7	3,6	7,2	8,4	9,1	10,2	11,2	7,5
Acid-Test Ratio	x	0,3	2,2	5,9	7,0	7,7	8,9	9,9	6,2
LT Debt / LT Capital	x	0,0	0,0	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,4
Total Debt / Capital	x	0,6	0,2	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,4
Adj. Debt / adj. Capital	x	0,6	0,3	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,4
EBIT / Zinsaufwand	x	19,6	137,0	3,9	3,2	3,3	3,4	3,6	5,3
EBIT / Zinsaufwand u. Leasing	x	12,0	22,1	3,7	3,1	3,2	3,3	3,4	5,0
EBITDA / Zinsaufwand	x	19,8	145,4	4,5	3,9	4,0	4,1	4,2	6,3
EBITDA / Zinsaufwand u. Leasing	x	12,1	23,4	4,3	3,8	3,9	4,0	4,1	6,0
Total Debt / EBITDA	x	2,9	0,6	7,3	4,3	4,1	3,9	3,7	1,9
Net Debt / EBITDA	x	0,3	-1,3	4,0	1,8	1,3	0,7	0,1	-0,5
FFO/ Total Debt	%	32,9%	165,2%	3,3%	14,4%	15,2%	17,0%	17,5%	36,7%
FFO/ Net Debt	%	347,9%	-83,4%	6,1%	33,7%	49,6%	100,1%	607,3%	-144,7%
Total Debt / Operativer Cashflow	x	5,4	0,5	11,7	7,4	6,5	5,9	5,8	2,8
DSCR	x	12,3	2,1	2,0	2,9	2,5	2,6	2,6	0,5
FOCF / Zinsaufwand	x	11,5	182,6	-21,3	3,2	3,5	3,7	3,7	5,3
FOCF / Zinsaufwand, Leasing u. Tilgung	x	7,2	2,5	-19,7	2,8	2,5	2,6	2,6	0,4
Total Debt / Diskretionärer CF	x	5,6	0,5	-1,4	8,3	7,8	7,0	6,9	3,2
FFO / Capex	x	61,5	6,5	0,0	141,1	146,3	160,0	161,2	176,2

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die



Großhesseloher Straße 15c - 81479 München - Deutschland - Telefon +49 (89) 7444 3558 Fax +49 (89) 7444 3445

Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH erstellt und ist in der Bundesrepublik Deutschland nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältigt, noch an Dritte weiter gegeben werden. Diese Studie dient lediglich Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis übermittelt. Die in dieser Studie behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren nicht geeignet sein, abhängig von dem jeweiligen Anlageziel und geplanten Anlagezeitraum oder der jeweiligen Finanzlage. Diese Studie kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in Anlagedingen verfügen, die unter Artikel 19(1) der „Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001“ (Verordnung über die Werbung für Finanzprodukte von 2001 im Rahmen des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte von 2000) (die „Verordnung“) fallen, oder (b) Unternehmen mit umfangreichem Vermögen, die unter Artikel 49(2)(A) bis (D) der Verordnung fallen, sowie sonstige Personen, an die das Dokument gemäß Artikel 49(1) der Verordnung rechtmäßig übermittelt werden darf (alle diese Personen werden zusammen als „Relevante Personen“ bezeichnet). Jede Person, bei der es sich nicht um eine Relevante Person handelt, sollte diese Studie und dessen Inhalt nicht als Informations- oder Handlungsbasis betrachten.

Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Finanzinstruments des analysierten Unternehmens oder zum Abschluss eines Beratungsvertrags dar. Weder diese Studie noch irgendwelche Bestandteile darin bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitiger Verpflichtungen irgendeiner Art. Sphene Capital GmbH und mit ihr verbundene Unternehmen lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab. Weder Sphene Capital GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen des Verfassers dieser Studie, die im Zusammenhang mit seiner Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH noch einem mit der Sphene Capital GmbH verbundenen Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in dieser Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

Diese Studie wird per Email und/oder per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

Bei den in dieser Studie genannten Aktienkursen handelt es sich um die XETRA-Schlusskurse oder, wenn ein XETRA-Kurs nicht existiert, um den Kurs der jeweiligen nationalen Börse, des dem Tag der Studie vorangehenden Handelstages.

Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 34b Abs. 1 Nr. 2 WpHG und Finanzanalyseverordnung

Gemäß § 34b Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

- ✦ an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- ✦ in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- ✦ die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- ✦ in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging,
- ✦ mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- ✦ und mit diesem verbundene Unternehmen regelmäßig Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handeln, oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Sphene Capital GmbH verwendet die folgenden Keys:

- Key 1:** Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.
- Key 2:** Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.
- Key 3:** Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.
- Key 4:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.
- Key 5:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.
- Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.
- Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen.
- Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisionseinnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum: **Interessenskonflikte (Key-Angabe)**

24.03.2011

1, 2, 8

Ein Überblick über die Anlageempfehlungen der Sphene Capital GmbH ist abrufbar unter <http://www.sphene-capital.de>

Erklärungen gemäß § 34b Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung:

Informationsquellen

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenanbietern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle, sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatoren Modelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen.

Gewählte Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich auch auf den einzelnen Modellen basierende Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf Monaten ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

Erklärung des Erstellers dieser Studie

Die Vergütung des Erstellers dieser Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in dieser Studie geäußert werden, zusammen.