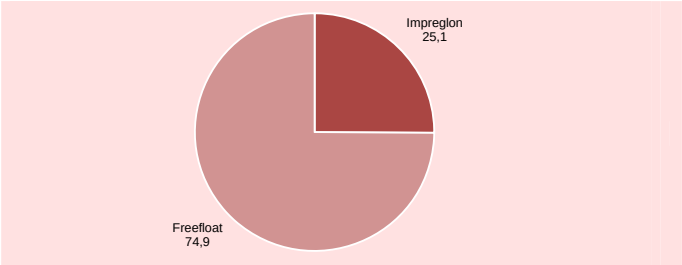
Ropal Europe AG

Reuters: RO5G.DE **Bloomberg:** RO5:GR

Neuer Großaktionär

Rating: Buy **Risiko: Hoch**
Kurs: EUR 14,92
Kursziel: EUR 30,10 (alt EUR 30,10)

Lizenznehmer Impreglon übernimmt Aktienpaket
Der börsennotierte Beschichtungsspezialist Impreglon SE übernimmt ein Aktienpaket von 25,1% an Ropal. Abgegeben wurden die Anteile von verschiedenen Großaktionären. Die restlichen Stimmrechtsanteile sind zukünftig dem Freefloat zuzurechnen, der damit von 53,0% auf 74,9% ansteigt.



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Impreglon ist seit einem Jahr Exklusivlizenznehmer
Im Februar 2011 hatten sich Ropal und Impreglon auf eine umfangreiche Lizenzvereinbarung geeinigt. Diese sicherte Impreglon die exklusive Anwendung des Chrom-Optics-Verfahrens für Lohnbeschichtungen innerhalb Deutschlands über einen Zeitraum von zwei Jahren zu. Die nunmehrige Beteiligung trägt aus unserer Sicht alle Züge einer strategischen Beteiligung. Henning J. Claassen, CEO der Impreglon, begründete den Schritt mit dem erwarteten enormen Potential durch eine Weiterentwicklung des Chrom-Optics-Verfahrens in den kommenden Jahren.

Zukünftig enge Zusammenarbeit mit Impreglon
Ropal und Impreglon haben vereinbart, das bestehende Ropal-Technikum zu erweitern und in die Nähe des Impreglon Standortes bzw. der Serienanlage nach Lüneburg zu verlagern. Die Vorteile einer noch engeren Kooperation mit Impreglon umfassen aus unserer Sicht: (1) die Verbesserung der technischen Möglichkeiten und der Kapazitäten im Technikum und deren Finanzierung, (2) eine starke Position bei der Akquisition zukünftiger Aufträge durch die räumliche Nähe von Entwicklung und Serienbeschichtung und (3) den Nachweis umfangreicher Zertifizierungen und einer leistungsfähigen Anlagentechnik durch Impreglon.

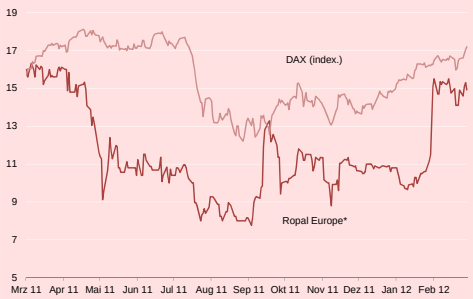
Bestätigung des Buy-Ratings, PT EUR 30,10
Wir bekräftigen unser Buy-Rating. Unser Kursziel von EUR 30,10 basiert auf einem dreistufigen DCF-Modell. Diesem liegen WACC von derzeit 15,1% und ein aus Fundamentalfaktoren abgeleitetes Beta von 3,0 zugrunde. Nach Erreichen unseres Kursziels würde Ropal mit 9,8x 2014e EV/EBIT und 12,3x 2014e KGV bewertet werden.

Risiken
Der Marktdurchbruch des Chrom-Optics-Verfahren steht noch am Anfang. Folglich sind unsere Ergebnisschätzungen systembedingt mit einer hohen Unsicherheit verbunden. Risiken sehen wir im Fall (1) unerwarteter Probleme oder Verzögerungen beim Beginn der Großserienfertigung, (2) eines ungünstigen Ausgangs des neuen Schiedsverfahrens mit der Hoppe Holding AG sowie (3) einer konjunkturell bedingten Abschwächung der Investitionsbereitschaft.

WKN/ISIN: A0SMMA / DE000A0SMMA0
Indizes: Entry All Share
Transparenz-Level: Entry Standard
Gewichtete Anzahl Aktien: 1,0 Mio.
Marktkapitalisierung: EUR 14,8 Mio.
Handelsvolumen/Tag: 1.500
Veröffentlichung 2011: Juni 2012

EUR Mio.	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	0,1	0,3	0,7	2,7
EBITDA	-2,2	-1,1	-0,6	1,0
EBIT	-2,6	-1,4	-1,0	0,6
EBT	-2,6	-1,5	-1,0	0,5
EAT	-2,7	-1,5	-1,0	0,5
% vom Umsatz	**2010**	**2011e**	**2012e**	**2013e**
EBITDA	n/a	n/a	n/a	36,7%
EBIT	n/a	n/a	n/a	21,5%
EBT	n/a	n/a	n/a	19,6%
EAT	n/a	n/a	n/a	19,4%
Je Aktie/EUR	**2010**	**2011e**	**2012e**	**2013e**
EPS	-0,41	-1,67	-0,97	0,54
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,21	0,47	0,29	0,83
Cashflow	-0,15	-1,36	-0,68	0,81
%	**2010**	**2011e**	**2012e**	**2013e**
EK-Quote	28,5%	12,0%	9,0%	23,0%
Gearing	48,5%	161,7%	232,1%	60,9%
x	**2010**	**2011e**	**2012e**	**2013e**
KGV	n/a	n/a	n/a	27,9
EV/Umsatz	311,36	46,69	21,53	5,57
EV/EBIT	n/a	n/a	n/a	25,9
KBV	13,1	31,6	50,9	18,0

EUR Mio.	2011e	2012e
Guidance: Umsatz	n/a	n/a
Guidance: EBT	n/a	>0



*Kursdaten adjustiert
QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

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

Bitte beachten Sie die Hinweise zu möglichen Interessenskonflikten und den Disclaimer auf den letzten Seiten dieser Studie.

Einschätzung der engen Kooperation mit Impreglon

Die Beteiligung von Impreglon trägt aus unserer Sicht alle Züge einer strategischen Beteiligung.

Den Abschluss der Lizenzvereinbarung mit Impreglon hatten wird bereits als Proof-of-Concept gewertet. Die nunmehrige Beteiligung trägt aus unserer Sicht alle Züge einer strategischen Beteiligung. Wir werten eine zukünftige Zusammenarbeit für beide Seiten als sehr positiv. Ropal könnte dabei insbesondere profitieren mit Blick auf die

- **Erweiterung des bestehenden Technikums und deren Finanzierung:** Mit Impreglon wurde vereinbart, das bestehende Ropal-Technikum zu erweitern und in die Nähe des Impreglon Standortes bzw. der Serienanlage nach Lüneburg zu verlagern. Die Serienanlage bei Impreglon wird in den kommenden Monaten (Q2 bis Q3) in Betrieb genommen werden. Bislang werden nur anspruchsvolle Kleinserien im Ropal-eigenen Technikum in Allendorf ausgeführt. Dabei sind die bestehenden Kapazitäten maximal ausgelastet; durch die hohe Auslastung konnte Ropal in den vergangenen Monaten operativ nahezu kostendeckend arbeiten. Nach einer Verbesserung der technischen Möglichkeiten und der Kapazitäten des Technikums wird Ropal zukünftig in der Lage sein, sowohl attraktive und komplexe Kleinserien zu beschichten als auch die Weiterentwicklung des Verfahrens und die Entwicklung neuer Beschichtungsaufbauten voranzutreiben. Wir gehen davon, dass nach der Beteiligung von Impreglon neue Finanzierungsmöglichkeiten realisiert werden können.
- **Akquisition von neuen Aufträgen durch den Nachweis von Zertifizierungen und einer leistungsfähigen Anlagentechnik durch Impreglon:** Impreglon könnte den kommerziellen Durchbruch des Chrom-Optics-Verfahrens entscheidend vorantreiben. Wir gehen davon aus, dass insbesondere zu Beginn der Großserienfertigung das Vertrauen in die Zuverlässigkeit und die Sicherheit des Verfahrens weiter gestärkt wird – ein wichtiger Erfolgsfaktor, da der Prozess der Oberflächenbeschichtung als Zwischenstufe in einer oft vielgliedrigen Wertschöpfungskette eng mit der Fertigung der auftragsgebenden Industrie verzahnt ist.
- **Akquisition von neuen Aufträgen dank der zukünftigen räumlichen Nähe von Entwicklung und Serienbeschichtung:** Die Vorteile einer räumlichen Nähe zwischen Entwicklung und Serienbeschichtung liegen sowohl in der Flexibilität und Umsetzung von Entwicklungsaufträgen und der Produktion von Großserien als auch in den Synergien und der Flexibilität bei der Ablaufplanung.

Erster Auftrag aus der Automobilindustrie

Der Auftrag aus der Automobilindustrie ist ein Meilenstein für Ropal und ein weiterer Nachweis für die Funktionsfähigkeit des Verfahrens.

Wir gehen davon aus, dass die Großserienanlage bei Impreglon nach vollständiger Inbetriebnahme kurzfristig eine zwei-Schichtauslastung und erreichen wird. Bereits im vergangenen Jahr konnte Ropal verschiedene Aufträge von Herstellern hochwertiger Möbel und zur Beschichtung von Zubehörartikeln im Sanitärbereich gewinnen. Zu Beginn des Jahres wurde nun der erste Auftrag aus der Automobilindustrie akquiriert: Seit Anfang Februar beschichtet Ropal für die Carlsson Autotechnik Außenblenden für den Tagfahrleuchtsatz der Fahrzeugreihen Peugeot RCZ und Peugeot 308. Möglich wurde der Auftrag, nachdem das Chrom-Optics-Verfahren alle internen Prüfungen bei PSA Peugeot Citroen erfolgreich durchlaufen und die Bauteilefreigabe erhalten hatte.

Carlsson Autotechnik ist vor allem auf Automobile von Mercedes-Benz spezialisiert; eine Auftragsvermittlung umgekehrt als im vorliegenden Fall – von PSA Peugeot Citroen zu Carlsson – wäre im Hinblick auf zukünftige Aufträge ebenso denkbar.

Während es sich bei den Beschichtungen für Carlsson um Außenteile handelt, entwickelt Ropal gegenwärtig auch Teile für den Fahrzeuginnenbereich. Das Chrom-Optics-Verfahren bietet dabei eine hohe Toleranz gegenüber den verwendeten Werkstoffen: Anstelle von Messing und Edelstahl lassen sich auch Aluminium und nicht-leitende Kunststoffe, inklusive filigraner Kunststoffteile, mit verschiedenen Chrom-optischen Beschichtungen versehen.

Katalysatoren für die Kursentwicklung

Fünf Katalysatoren für die weitere Aktienkursentwicklung.

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von Ropal in den kommenden Monaten sehen wir (1) die Gewinnung weiterer Entwicklungsaufträge, (2) Meldungen über neue Lizenzvereinbarungen möglicherweise erneut aus der Automobilindustrie, (3) den erfolgreichen Start der Impreg-

lon-Anlage und (4) deren zügige Auslastung durch Großserienbeschichtungen sowie (5) zusätzliche Kapazitäten durch eine technische Aufrüstung bzw. Finanzierung des Technikums für anspruchsvolle Kleinserien.

Neue Gesetze erhöhen den Druck, auf den Einsatz von Schwermetallen in der Oberflächenbeschichtung zu verzichten

Der entscheidende Nachteil der Galvanotechnik ist der Einsatz teilweise hochgiftiger Schwermetalle, insbesondere Chrom(VI).

Ab kommendem Jahr könnten verschiedene Chrom(VI)-Verbindungen, unter anderem Chrom(VI)-oxid und Chromsäure, in den Anhang XIV der REACH-Verordnung aufgenommen werden. Anhang XIV listet besonders besorgniserregende Stoffe (SVHC substance of very high concern). Ihr Einsatz unterliegt einer besonderen Überwachung. Im Fall einer Listung würde eine Genehmigung für die weitere Verwendung auch in der Produktion nach Mai 2016 zwingend erforderlich; die Einstufung verpflichtet darüber hinaus dazu, Substitute anzustreben. Seit Dezember 2011 stehen Chrom(VI)-oxid und Chromsäure auf der Kandidatenliste für eine Aufnahme in Anhang XIV. Chrom(VI)-oxid wird vor allem in der dekorativen Verchromung (Glanzverchromung), Hartverchromung, Kunststoffbeizen sowie bei Chromatierungen eingesetzt. Bevor es zu einem Verbot kommt, ist jedoch laut REACH-Verordnung zu prüfen, inwieweit geeignete technische Alternativen bestehen.

Beschreibung der Unternehmen

Ropal könnte mit einem industriellen Durchbruch des Chrom-Optics-Verfahrens nichts weniger gelingen als eine teilweise Substitution der galvanischen Verchromung. Das von Ropal entwickelte Chrom-Optics-Verfahren weist eine Reihe von Alleinstellungsmerkmalen gegenüber der Galvanik auf, insbesondere könnten verschärfte Umweltauflagen und strengere Gesetze den Einsatz des umweltfreundlichen Verfahrens fördern. Das Unternehmen gliedert sich in die zwei Geschäftsbereiche Lizenzen – Vermarktung der Anwendung, des Patents und der Marke Chrom-Optics sowie die Vergabe von Lizenzen an Lohnbeschichtungsunternehmen – und den Bereich Anlagenverkauf – dem Vertrieb von Anlagen für das Chrom-Optics-Verfahren; Ropal ist dabei nicht Generalunternehmer sondern liefert die für das Verfahren erforderlichen technischen Festlegungen.

Impreglon ist Muttergesellschaft und gleichzeitig Lizenzgeber für eine Gruppe von derzeit 21 Beschichtungsunternehmen in Deutschland, Asien und den USA. Impreglon entwickelt und appliziert hochwertige Oberflächen-Beschichtungen für spezielle Anwendungen in der Industrie und Produktion. Kunden der Impreglon sind Unternehmen aus so unterschiedlichen Branchen wie Lebensmittel, Automobil und Maschinenbau, Kunststoffe, Chemie, Vliesstoffe sowie der Druck- und Verpackungsindustrie. So unterschiedlich wie die Anwendungen und Anforderungen der jeweiligen Produkte sind auch die von Impreglon angebotenen Beschichtungen; optimiert werden Traktionseigenschaften, Korrosionsschutz, Antihafteigenschaften und Verschleißbeständigkeit. Die besondere Qualität von Impreglon besteht darin, gleiche und zuverlässige Standards für alle Beschichtungen an den verschiedenen Standorten weltweit und auch bei zukünftigen Folgeaufträgen sicher zu stellen.

Gewinn- und Verlustrechnung

		2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatzerlöse	**kEUR**	**8.410,7**	**68,4**	**58,5**	**332,3**	**715,0**	**2.730,0**
YoY	%	262,6%	-99,2%	-14,5%	468,4%	115,2%	281,8%
Materialaufwand	kEUR	-2.466,5	-439,7	-10,7	-63,6	-92,0	-342,5
In % vom Konzernumsatz	%	-29,3%	-642,9%	-18,2%	-19,1%	-12,9%	-12,5%
Rohertrag	**kEUR**	**5.944,2**	**-371,3**	**47,8**	**268,7**	**623,0**	**2.387,5**
In % vom Konzernumsatz	%	70,7%	-542,9%	81,8%	80,9%	87,1%	87,5%
Sonstige betriebliche Erträge	kEUR	30,7	155,0	54,7	12,6	18,0	0,0
Selbst erstellte immaterielle Vermögenswerte	kEUR	395,0	27,3	33,3	17,1	17,6	0,0
Personalaufwand	kEUR	-1.158,4	-1.741,4	-321,1	-297,3	-302,6	-489,8
In % vom Konzernumsatz	%	-13,8%	n/a	-549,3%	-89,5%	-42,3%	-17,9%
Zuführung für Abfindungen	kEUR	0,0	-944,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Löhne, Gehälter, soziale Abgaben	kEUR	-1.158,0	-797,0	-321,1	-297,3	-302,6	-489,8
Abschreibungen	kEUR	-267,8	-517,2	-383,2	-371,7	-363,0	-415,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	kEUR	-1.510,0	-6.285,4	-2.053,0	-1.071,0	-953,0	-895,7
In % vom Konzernumsatz	%	-18,0%	n/a	n/a	-322,3%	-133,3%	-32,8%
Betriebsergebnis (EBIT)	**kEUR**	**3.433,6**	**-8.733,0**	**-2.621,6**	**-1.441,6**	**-960,0**	**587,0**
EBIT-Marge	%	40,8%	n/a	n/a	n/a	n/a	21,5%
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	kEUR	107,6	120,1	18,7	3,0	8,0	20,0
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	kEUR	-199,0	-129,4	-44,0	-48,0	-20,0	-71,0
Nettozinsergebnis	kEUR	-91,4	-9,3	-25,3	-45,0	-12,0	-51,0
Ergebnis vor Ertragssteuern (EBT)	**kEUR**	3.342,3	-8.742,4	-2.647,0	-1.486,5	-972,0	536,0
Ertragssteuern	kEUR	-1.136,8	1.535,4	-57,1	15,1	7,7	-5,5
In % Steuerquote	%	-34,0%	-17,6%	2,2%	-1,0%	-0,8%	-1,0%
Ergebnis fortgeführter Geschäftsbereiche	kEUR	2.205,5	-7.207,0	-2.704,1	-1.471,5	-964,3	530,6
Ergebnis nicht fortgeführter Geschäftsbereiche	kEUR	0,0	-585,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Laufender Verlust des Geschäftsbereiches	kEUR	0,0	-1.082,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn Veräußerung des Geschäftsbereiches	kEUR	0,0	497,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konzernergebnis	**kEUR**	**2.205,5**	**-7.792,9**	**-2.704,1**	**-1.471,5**	**-964,3**	**530,6**
Netto-Marge		26,2%	n/a	- n/a	n/a	n/a	19,4%
Anzahl der Aktien	k	5.539,9	5.873,1	6.522,6	882,7	989,8	991,1
Ergebnis je Aktie	**EUR**	**0,40**	**-1,33**	**-0,41**	**-1,67**	**-0,97**	**0,54**
Ergebnis je Aktie fortgeführte Geschäftsbereiche	EUR	0,40	-1,23	-0,41	-1,67	-0,97	0,54

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz

		2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Langfristige Vermögenswerte	**kEUR**	**5.133,3**	**3.855,9**	**3.170,4**	**2.795,5**	**2.496,5**	**2.701,0**
Immaterielle Vermögenswerte	kEUR	1.657,8	1.184,4	1.173,8	1.164,0	1.154,0	1.209,0
Sachanlagen	kEUR	2.972,1	1.477,0	1.149,2	830,6	522,6	652,6
Langfristige finanzielle Vermögenswerte	kEUR	170,0	467,3	170,0	170,0	170,0	170,0
Latente Ertragssteuerforderungen	kEUR	333,4	727,3	677,4	630,9	649,9	669,4
Kurzfristige Vermögenswerte	**kEUR**	**11.423,1**	**1.874,8**	**1.702,0**	**684,1**	**722,3**	**866,0**
Vorräte	kEUR	56,9	7,2	21,5	20,0	40,0	60,0
Forderungen Lieferungen & Leist.	kEUR	6.190,3	901,4	646,0	381,0	266,7	346,7
Laufende Ertragssteuerforderungen	kEUR	19,1	16,7	0,4	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	kEUR	3.228,2	214,8	196,4	186,6	195,9	205,7
Liquide Mittel	kEUR	1.928,6	734,7	837,7	96,5	219,7	253,6
Gesamt Aktiva	**kEUR**	**16.556,5**	**5.730,7**	**4.872,3**	**3.479,6**	**3.218,8**	**3.567,0**
Eigenkapital	**kEUR**	**9.433,5**	**3.086,1**	**1.387,0**	**416,2**	**290,0**	**820,6**
Gezeichnetes Kapital	kEUR	5.800,0	6.380,0	6.890,4	913,5	991,1	991,1
Kapitalrücklage	kEUR	62,2	927,7	-5.158,1	-5.075,1	-4.314,6	-4.314,6
Noch nicht verwendete Ergebnisse	kEUR	3.571,3	-4.221,6	-6.925,7	-2.002,6	-2.966,9	-2.436,3
Sonstiges Eigenkapital	kEUR	0,0	0,0	6.580,4	6.580,4	6.580,4	6.580,4
Langfristige Schulden	**kEUR**	**2.596,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**500,0**
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	kEUR	1.733,8	0,0	0,0	0,0	0,0	500,0
Latente Ertragssteuerschulden	kEUR	862,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Schulden	**kEUR**	**4.527,0**	**2.644,6**	**3.485,3**	**3.063,4**	**2.928,8**	**2.246,4**
Rückstellungen	kEUR	208,9	944,0	1.044,0	1.044,0	1.044,0	1.044,0
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	kEUR	716,8	265,0	672,9	673,0	673,0	0,0
Verbindlichkeiten Lieferungen & Leist.	kEUR	2.003,2	862,3	1.114,1	849,1	764,2	802,4
Laufende Ertragssteuerschulden	kEUR	147,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	kEUR	1.451,1	573,2	654,3	497,3	447,6	400,0
Gesamt Passiva	**kEUR**	**16.556,5**	**5.730,7**	**4.872,3**	**3.479,6**	**3.218,8**	**3.567,0**

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (Normalisierte Fassung)

		2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Langfristige Vermögenswerte	**%**	**31,0%**	**67,3%**	**65,1%**	**80,3%**	**77,6%**	**75,7%**
Immaterielle Vermögenswerte	%	10,0%	20,7%	24,1%	33,5%	35,9%	33,9%
Sachanlagen	%	18,0%	25,8%	23,6%	23,9%	16,2%	18,3%
Langfristige finanzielle Vermögenswerte	%	1,0%	8,2%	3,5%	4,9%	5,3%	4,8%
Latente Ertragssteuerforderungen	%	2,0%	12,7%	13,9%	18,1%	20,2%	18,8%
Kurzfristige Vermögenswerte	**%**	**69,0%**	**32,7%**	**34,9%**	**19,7%**	**22,4%**	**24,3%**
Vorräte	%	0,3%	0,1%	0,4%	0,6%	1,2%	1,7%
Forderungen Lieferungen & Leist.	%	37,4%	15,7%	13,3%	10,9%	8,3%	9,7%
Laufende Ertragssteuerforderungen	%	0,1%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	%	19,5%	3,7%	4,0%	5,4%	6,1%	5,8%
Liquide Mittel	%	11,6%	12,8%	17,2%	2,8%	6,8%	7,1%
Gesamt Aktiva	**%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**
Eigenkapital	**%**	**57,0%**	**53,9%**	**28,5%**	**12,0%**	**9,0%**	**23,0%**
Gezeichnetes Kapital	%	35,0%	111,3%	141,4%	26,3%	30,8%	27,8%
Kapitalrücklage	%	0,4%	16,2%	-105,9%	-145,9%	-134,0%	-121,0%
Noch nicht verwendete Ergebnisse	%	21,6%	-73,7%	-142,1%	-57,6%	-92,2%	-68,3%
Sonstiges Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	135,1%	189,1%	204,4%	184,5%
Langfristige Schulden	**%**	**15,7%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**	**14,0%**
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	%	10,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	14,0%
Latente Ertragssteuerschulden	%	5,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Schulden	**%**	**27,3%**	**46,1%**	**71,5%**	**88,0%**	**91,0%**	**63,0%**
Rückstellungen	%	1,3%	16,5%	21,4%	30,0%	32,4%	29,3%
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	%	4,3%	4,6%	13,8%	19,3%	20,9%	0,0%
Verbindlichkeiten Lieferungen & Leist.	%	12,1%	15,0%	22,9%	24,4%	23,7%	22,5%
Laufende Ertragssteuerschulden	%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	8,8%	10,0%	13,4%	14,3%	13,9%	11,2%
Gesamt Passiva	**%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Cashflow-Statement

		2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Konzernergebnis	kEUR	2.205,5	-7.792,9	-2.704,1	-1.471,5	-964,3	530,6
Planmäßige Abschreibungen	kEUR	267,8	517,2	383,2	371,7	363,0	415,0
Gewinn Verkauf nicht fortgeführter Geschäftsbereich	kEUR	0,0	-497,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wertminderungen auf Forderungen	kEUR	0,0	5.275,4	570,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung der Rückstellungen	kEUR	207,8	735,1	100,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung der latenten Steuern	kEUR	771,0	-1.256,1	49,9	46,4	-18,9	-19,5
Veränderung der Vorräte, Forderungen u. a. Aktiva	kEUR	-7.637,4	3.079,1	-294,2	276,7	85,0	-109,8
Veränderung der Verbindlichkeiten u. a. Passiva	kEUR	4.421,3	-1.868,8	332,9	-422,0	-134,6	-9,4
Bereinigungen	kEUR	834,0	-2.292,6	554,4	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	**kEUR**	**1.070,0**	**-4.100,5**	**-1.008,0**	**-1.198,7**	**-669,9**	**806,9**
Investitionen in immaterielles Vermögen	kEUR	-405,0	-40,0	-33,0	-33,0	-33,0	-100,0
Investitionen in Sachanlagen	kEUR	-2.033,0	-33,0	-12,0	-12,0	-12,0	-500,0
Investitionen in Finanzanlagen	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in kurzfristige Darlehen	kEUR	-1.306,0	-297,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einzahlungen aus Rückzahlung kurzfristiger Darlehen	kEUR	0,0	1.542,5	-272,9	0,0	0,0	0,0
Bereinigungen	kEUR	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	**kEUR**	**-3.744,0**	**1.172,2**	**-317,7**	**-45,0**	**-45,0**	**-600,0**
Free Cashflow	**kEUR**	**-2.674,0**	**-2.928,4**	**-1.325,7**	**-1.243,7**	**-714,9**	**206,9**
Einzahlungen aus Barkapitalerhöhungen	kEUR	5.550,1	1.445,5	1.005,0	502,5	838,1	0,0
Einzahlungen Aufnahme Finanzverbindlichkeiten	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	500,0
Auszahlungen aus Tilgung von Finanzverbindlichkeiten	kEUR	-158,3	-1.733,8	407,9	0,0	0,0	-673,0
Bereinigungen	kEUR	0,0	2.022,8	15,8	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	**kEUR**	**5.391,8**	**1.734,5**	**1.428,7**	**502,5**	**838,1**	**-173,0**
Zahlungswirksame Veränderung liquide Mittel	kEUR	2.717,8	-1.193,9	103,0	-741,2	123,2	33,9
Liquide Mittel am Anfang der Periode	kEUR	72,7	1.928,6	734,7	837,7	96,5	219,7
Liquide Mittel am Ende der Periode	**kEUR**	**2.790,4**	**734,7**	**837,7**	**96,5**	**219,7**	**253,6**

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

DCF-Modell

			2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Nettoerlöse	**kEUR**		**332**	**715**	**2.730**	**5.673**	**9.747**	**13.334**	**15.908**	**17.308**	**17.983**	**18.382**	**18.720**
YoY	%			115,2%	281,8%	141,8%	71,8%	36,8%	19,3%	8,8%	3,9%	2,2%	1,8%
EBIT	**kEUR**		**-1.487**	**-960**	**587**	**2.964**	**4.800**	**6.167**	**6.880**	**6.966**	**6.699**	**6.296**	**5.850**
in % der Umsätze	%		n/a	n/a	21,5%	52,3%	49,3%	46,3%	43,3%	40,3%	37,3%	34,3%	31,3%
Steuerquote	%		1,0%	0,8%	1,0%	27,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
EBIT(1-t)	**kEUR**		**-1.471**	**-952**	**581**	**2.164**	**3.312**	**4.255**	**4.747**	**4.807**	**4.622**	**4.344**	**4.037**
Reinvestment	kEUR		-45	-45	-600	-589	-815	-717	-515	-280	-135	-80	-68
FCFF	kEUR		-1.516	-997	-19	1.575	2.498	3.538	4.233	4.527	4.487	4.264	3.969
Investiertes Kapital	kEUR		993	743	1.067	1.656	2.470	3.188	3.702	3.982	4.117	4.197	4.265
ROCE	%		n/a	n/a	54,5%	130,7%	134,1%	133,5%	128,2%	120,7%	112,3%	103,5%	94,6%
WACC	%		15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	13,5%	11,8%	10,1%	8,5%	6,8%
PV (FCFF)	kEUR		-1.516	-866	-14	1.032	1.421	1.749	1.844	1.764	1.587	1.391	1.212
Terminal Cashflow	kEUR	3.661											
Terminal Cost of Capital	%	6,8%											
Terminal Value	kEUR	73.217											
PV (Terminal Value)	kEUR	22.357											
PV (CF über 10 Jahre)	kEUR	9.602											
Summe PV	**kEUR**	**31.959**											
Insolvenzrisiko	%	5,0%											
PV (Operative Assets)	kEUR	30.361											
Debt	kEUR	673											
Cash	kEUR	97											
Wert des Eigenkapitals	kEUR	29.785											
Anzahl der Aktien	k	991											
Wert je Aktie	**kEUR**	**30,10**											

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Auf einen Blick I

Key Data		2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	kEUR	2.319,7	8.410,7	68,4	58,5	332,3	715,0	2.730,0
Rohertrag	kEUR	1.972,0	5.944,2	-371,3	47,8	268,7	623,0	2.387,5
EBITDA	kEUR	1.717,0	3.701,5	-8.215,8	-2.238,4	-1.069,9	-597,0	1.002,0
EBIT	kEUR	1.658,0	3.433,6	-8.733,0	-2.621,6	-1.441,6	-960,0	587,0
EBT	kEUR	1.597,7	3.342,3	-8.742,4	-2.647,0	-1.486,5	-972,0	536,0
Nettoergebnis	kEUR	1.333,8	2.205,5	-7.207,0	-2.704,1	-1.471,5	-964,3	530,6
Anzahl Mitarbeiter		20	27	4	6	7	9	11
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR		11,03	9,54	3,79	20,80		
Kurs Tief	EUR		7,80	1,95	1,50	7,67		
Kurs Durchschnitt	EUR		9,31	5,17	2,55	12,26		
Schlusskurs	EUR		9,59	3,09	2,79	14,92	14,92	14,92
EPS	EUR	0,24	0,40	-1,33	-0,41	-1,67	-0,97	0,54
BVPS	EUR	0,30	1,70	0,53	0,21	0,47	0,29	0,83
CFPS	EUR	0,06	0,19	-0,70	-0,15	-1,36	-0,68	0,81
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							30,10
Profitabilitätskennzahlen								
EBITDA-Marge	%	74,0%	44,0%	n/a	n/a	n/a	n/a	36,7%
EBIT-Marge	%	71,5%	40,8%	n/a	n/a	n/a	n/a	21,5%
EBT-Marge	%	68,9%	39,7%	n/a	n/a	n/a	n/a	19,6%
Netto-Marge	%	57,5%	26,2%	n/a	n/a	n/a	n/a	19,4%
FCF-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	7,6%
ROE	%	79,5%	23,4%	n/a	n/a	n/a	n/a	64,7%
NWC/Umsatz	%	38,3%	71,4%	-12,5%	-934,4%	-166,8%	-73,4%	-16,6%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	116,0	311,5	17,1	9,7	47,5	79,4	248,2
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	82,9	127,2	-2.183,3	-436,9	-205,9	-106,7	53,4
Capex/Umsatz	%	59,0%	24,3%	67,3%	20,5%	3,6%	1,7%	18,3%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	n/a	262,6%	-99,2%	-14,5%	468,4%	115,2%	281,8%
Rohertrag	%	n/a	201,4%	-106,2%	-112,9%	462,1%	131,9%	283,2%
EBITDA	%	n/a	115,6%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBIT	%	n/a	107,1%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBT	%	n/a	109,2%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Nettoergebnis	%	n/a	65,3%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EPS	%	n/a	65,3%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
CFPS	%	n/a	231,2%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	kEUR	1.155,9	2.972,1	1.477,0	1.149,2	830,6	522,6	652,6
Umlaufvermögen	kEUR	1.929,8	11.423,1	1.874,8	1.702,0	684,1	722,3	866,0
Eigenkapital	kEUR	1.678,0	9.433,5	3.086,1	1.387,0	416,2	290,0	820,6
Verbindlichkeiten	kEUR	3.193,3	7.122,9	2.644,6	3.485,3	3.063,4	2.928,8	2.746,4
EK-Quote	%	34,4%	57,0%	53,9%	28,5%	12,0%	9,0%	23,0%
Gearing	%	190,3%	75,5%	85,7%	251,3%	736,1%	1010,0%	334,7%
Working Capital	kEUR	755,5	4.243,9	46,3	-446,7	-448,1	-457,5	-395,7
Capital Employed	kEUR	3.215,2	8.873,9	2.707,7	1.876,3	1.546,5	1.219,1	1.465,9

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Auf einen Blick II

Enterprise Value		2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Anzahl Aktien	mn	5,5	5,5	5,9	6,5	1,0	1,0	1,0
MK Hoch	kEUR	0,0	61.105,0	56.029,3	24.720,8	20.588,3	0,0	0,0
MK Tief	kEUR	0,0	43.211,1	11.452,5	9.783,9	7.592,0	0,0	0,0
MK Durchschnitt	kEUR	0,0	51.576,4	30.363,9	16.632,7	12.135,2	0,0	0,0
MK Schlusskurs	kEUR	0,0	53.127,6	18.147,9	18.198,1	14.768,2	14.768,2	14.787,2
Nettoverschuldung	kEUR	2.564,0	521,9	-469,7	-164,8	576,5	453,3	246,4
Pensionsrückstellungen	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen des AV	kEUR	170,0	170,0	467,3	170,0	170,0	170,0	170,0
EV Hoch	kEUR	2.734,0	61.796,9	56.026,9	24.725,9	21.334,8	n/a	n/a
EV Tief	kEUR	2.734,0	43.903,1	11.450,1	9.789,1	8.338,5	n/a	n/a
EV Durchschnitt	kEUR	2.734,0	52.268,3	30.361,4	16.637,9	12.881,7	n/a	n/a
EV Schlusskurs	kEUR	2.734,0	53.819,5	18.145,4	18.203,3	15.514,7	15.391,5	15.203,6
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	1,18	7,35	819,20	422,93	64,20	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	1,18	5,22	167,42	167,44	25,09	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	1,18	6,21	443,93	284,59	38,76	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	1,18	6,40	265,31	311,36	46,69	21,53	5,57
EV/EBITDA	x	1,6	14,5	n/a	n/a	n/a	n/a	15,2
EV/EBIT Hoch	x	1,6	18,0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	1,6	12,8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	1,6	15,2	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	1,6	15,7	n/a	n/a	n/a	n/a	25,9
KGV Hoch	x	n/a	27,7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	19,6	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	23,4	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	24,1	n/a	n/a	n/a	n/a	27,9
KBV	x	n/a	5,6	5,9	13,1	31,6	50,9	18,0
KCF	x	n/a	49,7	n/a	n/a	n/a	n/a	18,3
FCF-Yield	%	n/a	-5,0%	-16,1%	-7,3%	-8,4%	-4,8%	1,4%
Dividendenrendite	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cashflow								
Operativer Cashflow	kEUR	323,1	1.070,0	-4.100,5	-1.008,0	-1.198,7	-669,9	806,9
Investiver Cashflow	kEUR	-3.195,3	-3.744,0	1.172,2	-317,7	-45,0	-45,0	-600,0
Free Cashflow	kEUR	-2.872,2	-2.674,0	-2.928,4	-1.325,7	-1.243,7	-714,9	206,9
Finanz-Cashflow	kEUR	2.886,6	5.391,8	1.734,5	1.428,7	502,5	838,1	-173,0

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Diese Studie wurde erstellt durch die

Sphene capital

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

Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH erstellt und ist in der Bundesrepublik Deutschland nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältig, 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 ersetzten. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.

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

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

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

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

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Buy: Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.
Hold: Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.
Sell: Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

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

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

- an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierte 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 analysierten 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:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
16.03.2012	EUR 30,10	Buy	1, 2, 8
09.01.2012	EUR 30,10	Buy	1, 2, 8
06.09.2011	EUR 4,40 (unadjustiert)	Buy	1, 2, 8
22.02.2011	EUR 5,30 (unadjustiert)	Buy	1, 2, 8
06.12.2010	EUR 5,30 (unadjustiert)	Buy	1, 2, 8

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

Erklärungen gemäß § 34b Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung:
Informationsquellen
Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenanbietern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

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

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

Erklärung des Erstellers dieser Studie
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.