



Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Investment Research

Envio AG



Envio

www.envio-group.com

Geschäftszahlen 2007

21. Mai 2008

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Haftungserklärung, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Finanzinstrumente auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen.

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung	3
SWOT-Analyse	4
Unternehmensprofil und Leistungsspektrum	5
Marktumfeld und Wettbewerbsstellung	9
Geschäftszahlen 2007	12
Mittelfristige Prognosen	14
Bewertung	15
Fazit	17
ANHANG	18

Envio mit überzeugenden Zahlen

Geschäftszahlen 2007

- ⇒ Envio hat das Geschäftsjahr 2007 aus unserer Sicht positiv abgeschlossen. Bei einem Umsatz von 9,83 (7,26; unsere Prognose: 9,56) Mio. Euro steigerte das Unternehmen das EBIT auf 2,72 (1,85; unsere Prognose: 2,44) Mio. Euro. Die EBIT-Marge verbesserte sich hierbei leicht auf 27,7% (25,4%; unsere Prognose: 25,5%).
- ⇒ Getragen wurde das Umsatzwachstum von einem nennenswerten Mengenanstieg entsorgter PCBs. Der preisgetriebene Umsatzanstieg lag im hohen einstelligen Prozentbereich. Die Ergebnisentwicklung wurde von den Kosten des Börsengangs (0,66 Mio. Euro) beeinflusst.
- ⇒ Die Geschäftszahlen 2007 sind nach unserer Einschätzung überzeugend ausgefallen. Envio konnte damit die im Rahmen des IPO gesteckten Ziele erreichen. Im Vordergrund steht für uns die erneute Verbesserung der Ergebnismargen.
- ⇒ In 2008 erwartet Envio einen Umsatz von rd. 15 Mio. Euro sowie ein EBIT von über 4 Mio. Euro. Wir haben unsere Schätzungen für die Jahre 2008e und 2009e angehoben.
- ⇒ Für 2008e prognostizieren wir nunmehr einen Umsatz von 14,54 (alt: 12,24) Mio. Euro. Unsere Prognose für das EBIT lautet 4,06 (alt: 2,87) Mio. Euro. Bei einem EpS von 0,38 (alt: 0,28) Euro prognostizieren wir erstmalig für 2008e eine Dividende von 0,10 Euro je Aktie. Unsere EpS-Prognose für 2009e lautet nunmehr 0,44 (alt: 0,34) Euro. Für das Geschäftsjahr 2010e prognostizieren wir erstmals bei einem Umsatz von 19,43 Mio. Euro ein EBIT von 5,45 Mio. Euro sowie ein EpS von 0,50 Euro.
- ⇒ Auf Basis unserer DCF- und Peer Group-Bewertung resultiert ein fairer Wert je Aktie von 5,77 (alt: 4,74) Euro. Wir votieren bei einem neuen Kursziel von 5,70 (alt: 4,70) unverändert mit Kaufen.

Envio AG 4)

Votum: **Kaufen**

alt: -
vom: -

Kursziel (in Euro) (6 Monate)	5,70
Kurs(Xetra) (in Euro)	3,55
20.05.2008 17:10 Uhr	
Kurspotenzial	60,56%

Unternehmensdaten

Land	GE
Branche	Entsorgung
Segment	Open Market (Entry Standard)
ISIN	DE000A0N4P19
Reuters	EIOG.DE
Bloomberg	EIO
Internet	www.envio-group.com

Aktiendaten

Aktienanzahl (in Mio. Stück)	7,696
Freefloat	22,00%
Marktkapitalisierung (in Mio Euro)	27,3
∅ Tagesumsatz	6.653
52W Hoch 07.11.2007	4,10 Euro
52W Tief 22.01.2008	2,95 Euro
Beta	1,20
Volatilität (60 Tage)	25,72

Bewertungsmultiplikatoren

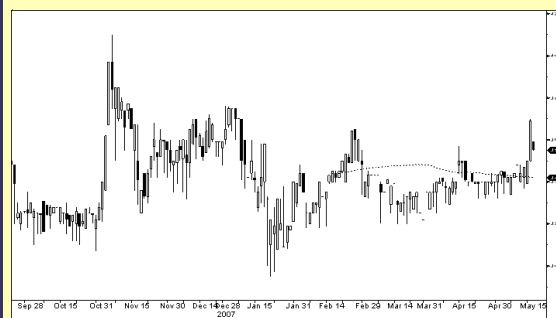
	EV/Umsatz	EV/EBIT	KGv	Div. Rendite
2006	-	-	-	-
2007	2,1	7,7	18,0	0,0%
2008e	1,5	5,4	9,4	2,8%
2009e	1,1	3,8	8,1	4,2%
2010e	0,7	2,5	7,1	4,2%

Performance (in %)

	1 Monat	3 Monate	6 Monate	12 Monate
absolut	4,4	1,4	6,6	-
relativ ggü.:				
DAX	-0,7	-1,9	12,3	-

Index-Gewichtung

keine Indexzugehörigkeit



Ersteller: Zafer Rüzgar (Analyst)

RL	GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS
HGB	2006	7,3	1,8	1,8	1,4	-
HGB	2007	9,8	2,7	2,6	1,3	0,19
HGB	2008e	14,5	4,1	4,1	2,9	0,38
HGB	2009e	16,9	4,7	4,8	3,4	0,44
HGB	2010e	19,4	5,4	5,5	3,8	0,50
CAGR 2006 - 2010e		27,9%	31,1%	33,0%	29,1%	

Zahlen in Mio. Euro außer EpS (in Euro), hist. KGv's auf Jahresdurchschnittskursen

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

STÄRKEN UND CHANCEN

- **International führenden Anbieter mit hohem Bekanntheitsgrad und Know-how bei der Entsorgung PCB-kontaminierter Transformatoren**
- **Überdurchschnittliches hohes Margenniveau durch Spezialisierung auf Nischenmarkt**
- **Relativ hohe Markteintrittsbarrieren führen zu oligopolistischer Marktstruktur**
- **Markteintritt in Südkorea unmittelbar erreicht**
- **Anhaltend hohes Wachstumspotenzial durch Erschließung neuer Märkte, die bislang keine Entsorgungskapazitäten aufweisen**

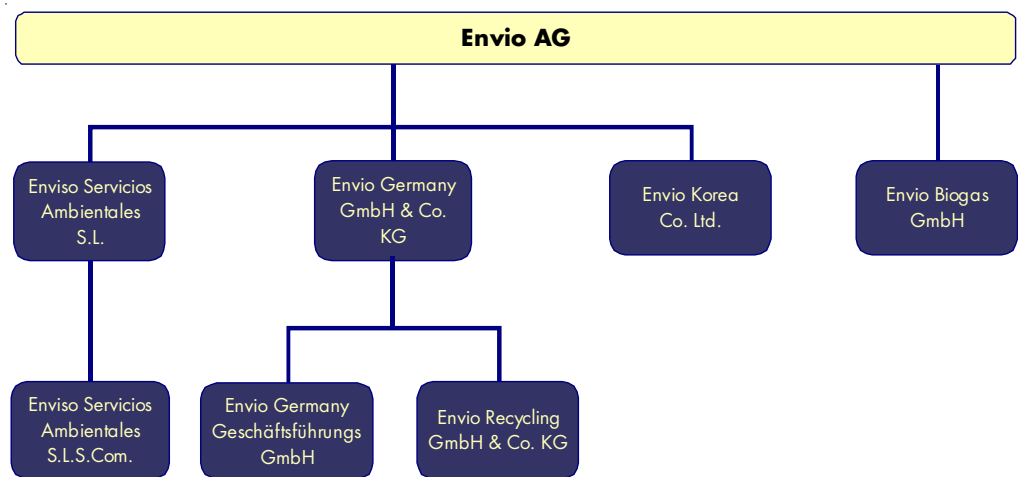
SCHWÄCHEN UND RISIKEN

- **Eintritt in neue Geschäftsfelder (bspw. Biogas) mit Risiken behaftet, Marktumfeld wettbewerbsintensiver als in der PCB-Entsorgung**
- **Keine Erfahrung im Betrieb internationaler Produktionsstandorte**
- **Vergleichsweise geringe Unternehmensgröße**
- **PCB-Entsorgung ist ein endliches Geschäft**
- **Geschäftsentwicklung im Handel mit Sekundärrohstoffen ist weitgehend von Kupfer abhängig**

Unternehmensprofil und Leistungsspektrum

Spezialist für PCB-Entsorgung

Die Envio AG, die 2004 infolge eines MBO aus dem ABB-Konzern entstanden ist, gehört nach eigenen Angaben zu den weltweit führenden Unternehmen in dem Nischenmarkt PCB-Entsorgung. Angesichts der krebsauslösenden Eigenschaften des PCB wurde in Deutschland die Produktion von PCBs bereits 1983 eingestellt. Mittlerweile besteht in vielen Ländern die Pflicht zur Entsorgung der PCB-Altlasten.

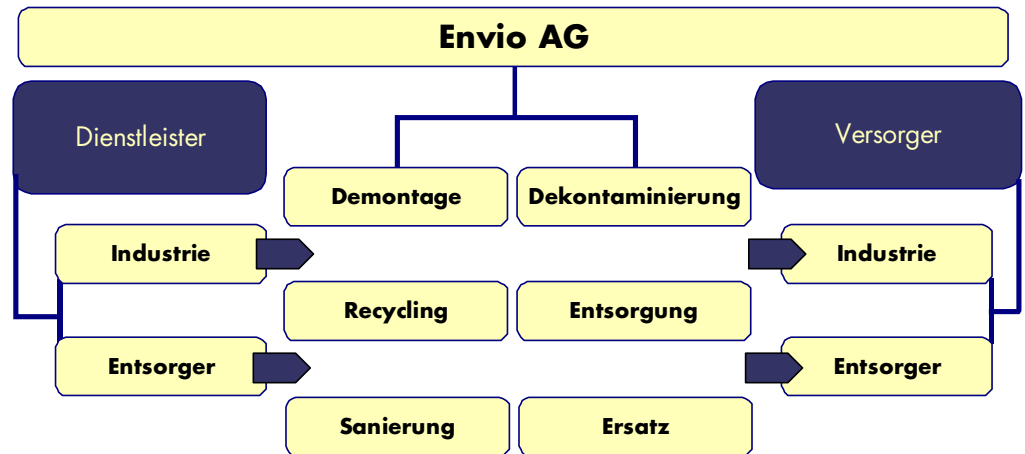


Quelle: Envio AG

Fertigstellung der Anlage in Korea

Full-Service-Anbieter mit weltweitem Partnernetzwerk

Envio ist auf dem Gebiet der Entsorgung und Dienstleistungen im Umweltsektor ein Full-Service-Anbieter. Neben der Kernkompetenz der eigentlichen Entsorgung von vornehmlich PCB-haltigen Transformatoren bietet das Unternehmen auch ergänzende Leistungen wie Demontage vor Ort und den Gefahrguttransport an. Zulieferer der Transformatoren sind meist lokale Entsorgungsunternehmen, die Teil des ausgeprägten, weltweiten Partnerschaftsnetzwerks der Envio AG sind. Der Anteil des Auslandsgeschäfts lag in 2007 bei 70%. Derzeit erfolgt die Dekontaminierung in der Verwertungsanlage in Dortmund (jährliche Kapazität ca. 8.000 t). Im Geschäftsjahr 2008 plant die Gesellschaft die kürzlich fertiggestellte Anlage in Korea (jährliche Kapazität ca. 10.000 t) in Betrieb zunehmen. Erste Betriebsgenehmigungen wurden bereits ausgestellt.



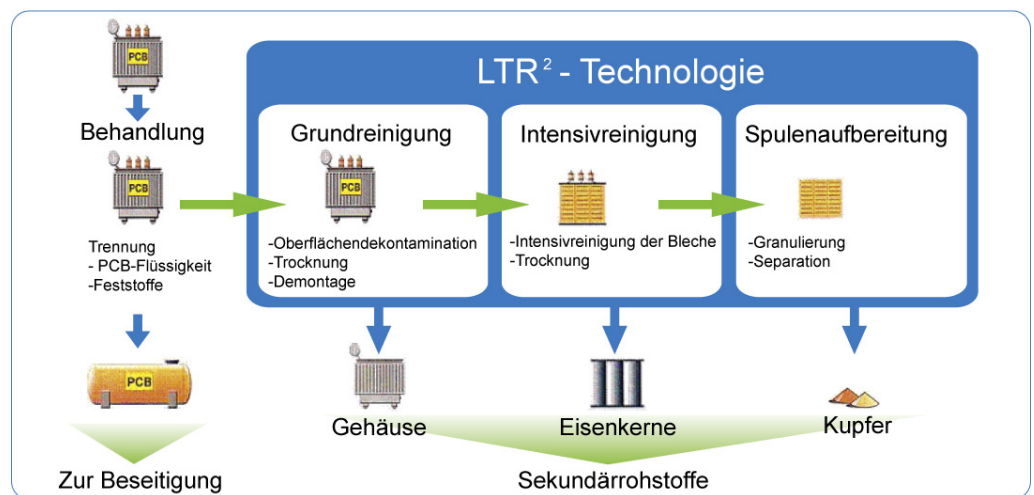
Quelle: Envio AG

Verwertung/Dekontamination von Transformatoren

Die Dekontaminierung von Transformatoren mit PCB-haltiger Isolierflüssigkeit findet unter Einhaltung höchster Sicherheitsanforderungen in der unternehmenseigenen Entsorgungsanlage in Dortmund statt. Das Unternehmen verwendet dazu die LTR²-Technologie (Low-Temperature Rinsing and Re-Use / Recovery-Technologie). Die selbstentwickelte Technologie zählt nach Angaben der Gesellschaft zu den sichersten Verfahren zur Dekontaminierung PCB-haltiger Transformatoren. Die Schlüsseltechnologie stellt nach unserer Einschätzung ein wichtiges Wettbewerbsmerkmal der Gesellschaft dar.

Durch die Anwendung dieses Verfahrens lassen sich von Transformatoren, die für einen weiteren Einsatz nicht mehr geeignet sind, bis zu 95% der Feststoffe für eine Wiederverwendung gewinnen. Neben PCB-haltigen Transformatoren entsorgt die Envio AG auch PCB-freie Transformatoren, deren PCB-Gehalt weniger als 50 mg/kg beträgt. Die Entsorgung findet hierbei unter den gleichen Umwelt- und Qualitätsstandards statt, die auch bei den kontaminierten Transformatoren angewandt werden.

Selbstentwickelte Schlüsseltechnologie als Wettbewerbsvorteil



Quelle: Envio AG

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Verkauf von Sekundärrohstoffen (aus verwerteten Transformatoren)

Zu den zentralen Geschäftstätigkeiten des Unternehmens gehört neben der Entsorgung der Transformatoren auch die Verwertung der anfallenden Reststoffe. Diese werden von der Envio AG recycelt und im Sekundärrohstoffhandel zu Marktpreisen an Abnehmer aus der Industrie veräußert. Ein wesentlicher Rohstoff, der im Verwertungsprozess anfällt, ist Kupfer mit einem wertmäßigen Anteil von 50-60%. Das hierbei gewonnene Kupfer weist gegenüber dem Primärrohstoff keinerlei Qualitätsunterschiede auf.

Ganzheitlicher Lösungsansatz

Sanierung von Industrieanlagen

Auf Grund des Full-Service-Ansatzes der Envio AG kann das Unternehmen auch die Sanierung von Industrieanlagen anbieten. Das Leistungsspektrum reicht dabei von der Beseitigung kleinerer Lecks über die Entsorgung vereinzelter Systeme bis hin zur kompletten Sanierung einer ganzen Anlage. Die Gesellschaft kann hierbei vor allem von der langjährigen Erfahrung im Umgang mit Gefahrstoffen profitieren. Der Anteil des Geschäftsbereichs am Gesamtumsatz des Unternehmens liegt im mittleren einstelligen Prozentbereich.

Bau und Vertrieb von Biogasanlagen

Der Bereich Bau und Vertrieb von Biogasanlagen ist das jüngste Geschäftsfeld der Envio AG. Der Markteintritt erfolgte im Wesentlichen durch die Übernahme der Bebra Biogas GmbH. Die Kernkompetenz der Bebra besteht in der Weiterverwertung organischer Abfälle, die z. Bsp. bei der Lebensmittelproduktion anfallen. Bebra verfügt hierzu über ein 2001 patentiertes zweistufiges Verfahren, mit dem nahezu alle organischen Abfälle entsorgt werden können.

Technologietransfer durch Zukauf

Envio zufolge gibt es bereits Anfragen aus Deutschland und dem Ausland. In Korea wurde zudem eine Absichtserklärung mit der Provinz Gyeonggi-Do über die Errichtung mehrerer Biogasanlagen im Wert von insgesamt 100 Mio. USD unterzeichnet. Envio plant, mit der Umsetzung erster Projekte noch im Jahr 2008 zu beginnen. Mögliche Erträge aus dem noch jungen Geschäftsbereich haben wir in unseren Prognosen nicht berücksichtigt.

Historie

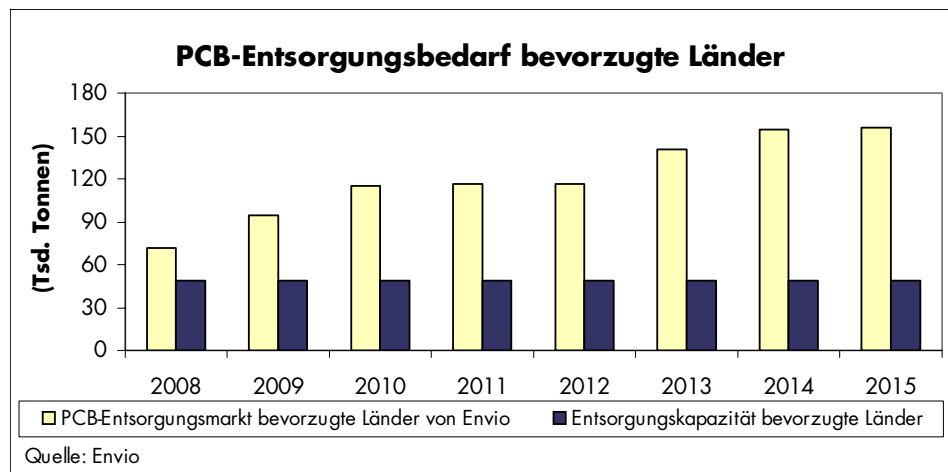
- 1984 In Deutschland beginnt die Entsorgung PCB-haltiger Transformatoren und Kondensatoren.
Der Entsorgungsbereich der BBC (Brown Boveri & Cie) in Dortmund nimmt seinen Betrieb auf.
- 1989 Aus BBC und ASEA entsteht der ABB-Konzern, der Geschäftsbereich Entsorgung und Umweltservice ("ABB Environmental Services") setzt die PCB-Entsorgung fort.
- 1993 Die neue Entsorgungsanlage in Dortmund wird in Betrieb genommen. ABB Environmental Services entwickelt sich in den Folgejahren zum Marktführer für PCB-Entsorgung in Deutschland.
- 2000 Internationale PCB-Entsorgungsprojekte überwiegen, die Mehrheit der in Dortmund behandelten PCB-Abfälle kommen aus dem Ausland.
- 2003 Gründung der Envio Germany GmbH & CO. KG.
- 2004 Management Buy Out der "ABB Environmental Services" und Einbringung des Geschäftsbetriebs in die Envio Germany GmbH & Co. KG.
- 2004 Envio Transformer Recycling AB in Schweden wird gegründet.
- 2006 Envio Servicios Ambientales SL S.Com., die spanische Niederlassung der Gruppe, wird in Barcelona gegründet.
- 2007 Gründung der Envio Recycling GmbH & Co. KG u.a. durch die Envio Germany GmbH und Co. KG als Kommanditistin.
Erwerb des Geschäftsbetriebes der Envio Germany GmbH und Co. KG durch die Envio Recycling GmbH & Co. KG.
Gründung der Envio Korea Co. Ltd., Anyangsi, Südkorea.
Gründung der Emittentin Envio AG, Einbringung der Envio Germany GmbH & Co. KG in die Envio AG.
Listing im Teilbereich Entry Standard des Open Market an der Frankfurter Wertpapierbörse. Damit verbundene Kapitalerhöhung durch die Ausgabe neuer Inhaber-Stückaktien: 1.539.218 Stück (Nennwert: 1,00 Euro; Aktienanzahl insgesamt: 7.696.088 Stück).
- 2008 Übernahme der wesentlichen Aktivitäten der Bebra Biogas GmbH und Einbringung in die Envio Biogas GmbH.
Fertigstellung der Entsorgungsanlage in Korea - Inbetriebnahme ist für das Q3 2008 vorgesehen.

Marktumfeld und Wettbewerbsstellung

Entstehung neuer Märkte durch Nachzügler

Stockholmer Konvention sieht vollständige Entsorgung bis 2025 vor

Einzelne Länder und Regionen befinden sich hinsichtlich der Entsorgung von PCB in sehr unterschiedlichen Stadien. Während in Nordamerika die Entsorgung bereits weit fortgeschritten ist, gibt es Länder, die die Ratifizierung der Stockholmer Konvention aus dem Jahr 2004 zur Entsorgung von PCB bis 2025 erst später vorgenommen haben und somit neue Märkte für die Envio AG öffnen. Die Envio AG profitiert aus unserer Sicht davon, nie in Nordamerika tätig gewesen zu sein und den Fokus neben Europa auf andere Regionen wie Asien und Osteuropa gelegt zu haben, die in den nächsten Jahren ein hohes Entsorgungsvolumen aufweisen werden.



Zwei Drittel des weltweiten Volumens noch nicht entsorgt

Entsorgungsfrist 2010 für EU-Mitgliedsstaaten nicht realistisch

In Korea wird das zu entsorgende Volumen beispielsweise auf 200.000 t, in Kasachstan auf 130.000 t geschätzt. Obwohl in Korea bereits mit der Zwischenlagerung von kontaminierten Transformatoren begonnen wurde, erwarten wir nicht, dass die angekündigte Entsorgung bis 2015 tatsächlich komplett abgeschlossen sein wird.

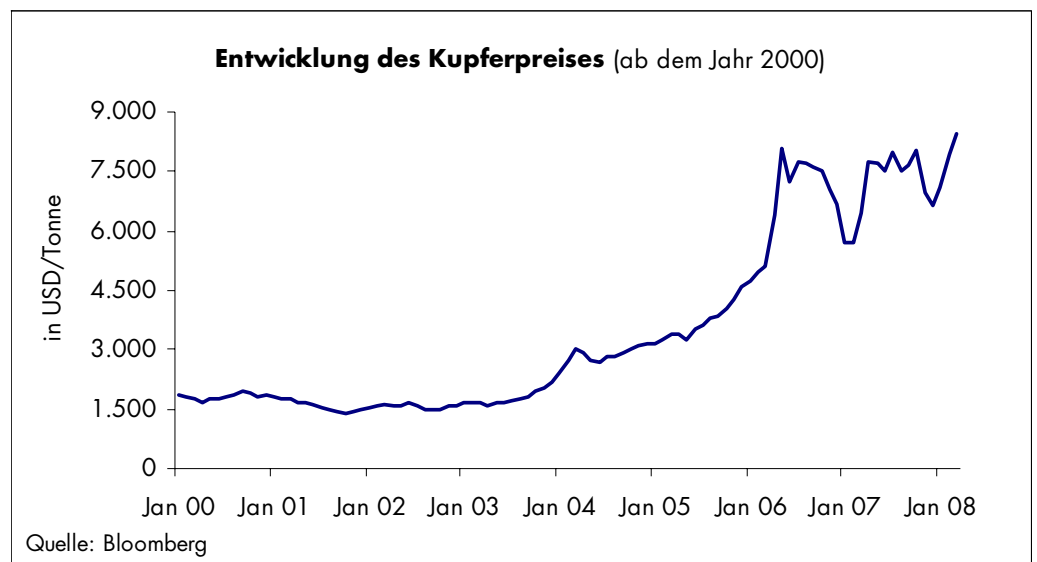
Die Entsorgung in Europa ist ebenfalls bereits weit fortgeschritten und soll bis 2010 in vielen EU-Mitgliedsstaaten abgeschlossen sein. Allerdings gehen wir nicht davon aus, dass diese Frist eingehalten wird. In Deutschland ist die gesetzliche Entsorgungsfrist bereits im Jahr 1999 ausgelaufen. Dennoch werden in Deutschland immer noch jedes Jahr PCBs entsorgt.

Wir rechnen in den letzten Jahren vor Ablauf der Frist mit einem hohen Volumen zu entsorgender Transformatoren. In den Jahren 2007-2010 wird nach Schätzungen von ABB das Volumen des europäischen PCB-Marktes auf 1.178 Mio. Euro (nach 874 Mio. Euro von 2003-2006) anwachsen. Einem Bericht des UNEP zufolge wurden bis 1989 weltweit rd. 10 Mio. t PCB-Transformatoren hergestellt. Dies entspricht rd. 1,5 Mio. t PCB-Flüssigkeit, wovon bislang lediglich ein Drittel entsorgt wurde.

*Steigende Nachfrage trotz
US-Konjunkturabschwung
zu erwarten*

Entwicklung des Kupferpreises beeinflusst Geschäftsentwicklung

Zusätzlich zu dem PCB-Marktvolumen ist auch die Entwicklung der Marktpreise im Sekundärrohstoffhandel für die operative Entwicklung der Envio bedeutend. Für Envio steht vor allem die Entwicklung des Kupferpreises im Fokus. Das hohe Niveau des Kupferpreises beruht aus unserer Sicht im Wesentlichen auf fundamentalen Faktoren. Auch vor dem Hintergrund einer durch den konjunkturellen Abschwung bedingten, sinkenden Nachfrage aus den USA gehen wir weiterhin von einer steigenden Nachfrage nach Kupfer aus. Durch das hohe Wachstum in China und Indien rechnen wir auch zukünftig mit einem Anstieg des Weltmarktpreises. Wir erwarten daher in den nächsten Jahren einen moderaten Ausbau der weltweiten Förderkapazitäten. Hinzu kommt, dass sich Kupfer in den meisten Anwendungsbereichen kaum ersetzen lässt und in einigen Industriebereichen (z.B. steigender Elektronikanteil im Automobilbau) zunehmend Verwendung findet.



Wettbewerbsstellung

Steigende Nachfrage trotz US-Konjunkturabschwung zu erwarten

Hohe Eintrittsbarrieren und Endlichkeit der Entsorgung

Der Markt für die Entsorgung PCB-haltiger Transformatoren ist gekennzeichnet von hohen Markteintrittsbarrieren - auf Grund der aufwendigen Verfahren zur Dekontamination - und der Endlichkeit des Geschäfts. Ferner unterliegt der Markt auf Grund der (weltweiten) gesetzlichen Pflicht zur Entsorgung starken Regularien. Vor dem Hintergrund, PCB bis zum Jahr 2025 bis 2030 vollständig zu entsorgen, weist der Markt zudem oligopolistische Strukturen auf. Laut Envio AG ist in den letzten 15 Jahren kein neuer Wettbewerber in den Markt zur PCB-Entsorgung eingetreten. Durch die zeitliche Begrenzung und die Tatsache, dass mögliche neue Wettbewerber einige Jahre benötigen würden um die notwendigen Prozesse effizient anzuwenden, rechnen wir nicht mit dem Markteintritt weiterer Unternehmen.

Envio mit Wettbewerbsvorteilen

Begrenzte Anzahl von Anbietern

Im Geschäftsfeld Entsorgung PCB-belasteter Transformatoren zählt Envio zu den international führenden Anbietern. Wesentliche Wettbewerber in diesem Segment sind vor allem Seche Environnement S.A. (Frankreich), Groupe Chimirec (Frankreich), Orion B.V. (Niederlande) sowie SITA Decontamination N.V. (Belgien). Das Unternehmen geht davon aus, dass seine Wettbewerber über Kapazitäten ähnlich wie die der Anlage in Dortmund verfügen. Zuverlässige Marktdaten für den PCB-Markt und -Wettbewerb gibt es jedoch nicht. Als wesentliche Stärken des Unternehmens sehen wir vor allem die internationale Präsenz (Verwertungsanlage in Korea, Markteintritt in Kasachstan). Bspw. ist Envio auf dem französischen Markt trotz starker Konkurrenz gut vertreten.

Profitieren kann die Envio AG ferner von den guten Kundenkontakten zur Energiebranche sowie der effizienten Verwertung der Transformatorbestandteile. Wir rechnen damit, dass der Markt auf Grund der begrenzten Anzahl an Teilnehmern auch in den nächsten Jahren durch knappe Entsorgungskapazitäten gekennzeichnet ist.

Fokus bei nicht PCB-haltigen Transformatoren auf Deutschland

Bei der Entsorgung nicht PBC-haltiger Transformatoren ist die Envio AG hauptsächlich auf den deutschen Markt fokussiert, der unseres Erachtens weniger konzentriert ist als der Markt für die PBC-Entsorgung. Wesentliche Wettbewerber sind nach Angaben des Unternehmens in diesem Segment die KMR Kabel-Metall-Recycling GmbH (Liebenwald), die NE Metall-Aufbereitungs GmbH & Co. KG (Ennepetal), die INTERSEROH Jade Stahl GmbH (Wilhelmshaven) sowie die Nickelhütte Aue GmbH. Als Full-Service-Anbieter, der das gesamte Leistungsspektrum - von der Abholung der Transformatoren bis zur Verwertung der Materialien - anbietet, hebt sich das Unternehmen von vielen seiner Wettbewerber ab.

Geschäftszahlen 2007

Umsatzanstieg von 35% in 2007

Envio übertrifft unsere Ergebnisprognosen

Envio hat das Geschäftsjahr 2007 aus unserer Sicht positiv abgeschlossen. Hierbei konnte das Unternehmen unsere Ergebnisprognosen, die wir zuletzt im Dezember 2007 angehoben hatten, übertreffen. Den Umsatz steigerte Envio um 35% auf 9,83 (7,26; unsere Prognose: 9,56) Mio. Euro. Wir hatten im Dezember 2007 auf Grund einiger Produktionsprobleme im dritten Quartal unsere ursprüngliche Umsatzschätzung von 9,84 Mio. Euro auf 9,56 Mio. Euro revidiert. Getragen wurde das Umsatzwachstum von einem nennenswerten Mengenanstieg entsorgter PCBs. Der preisgetriebene Umsatzanstieg lag im hohen einstelligen Prozentbereich.

Envio AG			
Ausgewählte Kennzahlen der Gewinn- und Verlustrechnung			
Einheit : Mio. Euro Geschäftsjahresende : 31. Dez Rechnungslegungsstandard : HGB	2006	2007	2007 (unsere Prognosen)
Umsatzerlöse in % ggü. Vorjahr	7,26	9,83 35,3%	9,56 31,6%
Rohertrag Rohertragsmarge	3,96 54,5%	7,20 73,3%	5,03 52,6%
EBIT EBIT-Marge	1,85 25,4%	2,72 27,7%	2,44 25,5%
EBT EBT-Marge	1,76 24,2%	2,60 26,4%	2,32 24,2%
Jahresüberschuss Umsatzrendite	1,38 19,1%	1,28 13,1%	1,27 13,3%
Ergebnis Aktie (in Euro)	-	0,19	0,19

Quelle: Independent Research; Envio AG

Sonderaufwendungen belasten teilweise EBIT-Entwicklung

Ausweitung der Rohertragsmarge auf 73,3%

Der positive Preiseffekt macht sich insbesondere bei der Rohertragsmarge bemerkbar, die auf beachtliche 73,3% (54,5%; unsere Prognose: 52,6%) verbessert werden konnte. Für den Rückgang der Materialquote war auch die Festanstellung von ehemaligen Zeitarbeitskräften, die vorher als Fremdleistungen im Materialaufwand bilanziert wurden und nunmehr in den Personalkosten berücksichtigt werden. Angesichts der Tatsache ist die Kostenentwicklung über unseren Erwartungen ausgefallen. Insbesondere die sonstigen betrieblichen Aufwendungen (2,97 (1,44, unsere Prognose: 1,97) Mio. Euro haben unsere Erwartungen auf Grund von einmaligen Sonderaufwendungen übertroffen. Belastend auf das EBIT wirkten u.a. nicht aktivierungsfähige Kosten im Zusammenhang mit dem Aufbau der neuen Anlage in Südkorea. Envio beziffert diesen Aufwand auf 0,22 Mio. Euro. Ungeachtet dessen fiel das EBIT mit 2,72 (1,85; unsere Prognose: 2,44) Mio. Euro über unseren Erwartungen aus. Die EBIT-Marge stieg leicht auf 27,7% (25,4%; unsere Prognose: 25,5%) an.

Kosten des Börsengangs bei 0,66 Mio. Euro

Unter dem Strich bezifferte sich das Nettoergebnis auf 1,28 (1,38; unsere Prognose: 1,27) Mio. Euro und das EpS auf 0,19 (unsere Prognose: 0,19) Euro. Sonderaufwendungen im Zusammenhang mit dem Börsengang in Höhe von 0,66 (unsere Prognose: 0,50) Mio. Euro drückten die Ergebnisentwicklung. Der Steueraufwand lag in 2007 bei 0,65 (0,37; unsere Prognose: 0,55) Mio. Euro, die Steuerquote bei 27,1% (21,1%; unsere Prognose: 23,7%).

Liquidität ausreichend für neue Anlagen

Die Bilanzsumme stieg im Rahmen des Börsengang und der Einbringung der GmbH in die AG in 2007 auf 22,20 (6,39) Mio. Euro. Bei einem Eigenkapital von 13,40 (0,12) Mio. Euro bezifferte sich die Eigenkapitalquote auf komfortable 60,4% (1,9%). Aus dem Börsengang Mitte September 2007 sind der Gesellschaft rd. 4,3 Mio. Euro netto zugeflossen. Die liquiden Mittel lagen per 31.12.2007 bei 4,07 Mio. Euro. Bankverbindlichkeiten sind im geringen Umfang (0,59 Mio. Euro) vorhanden. Aus unserer Sicht verfügt die Gesellschaft über eine solide Kapitalstruktur. Für die Anlage in Südkorea (Investitionsvolumen: rd. 3,5 Mio. Euro) sind keine Investitionsausgaben mehr zu erwarten. Angesichts dessen steht der Kassenbestand vollständig für neue Anlagen zur Verfügung.

Envio arbeitet bei nahezu Vollausslastung

Die Geschäftszahlen 2007 sind nach unserer Einschätzung überzeugend ausgefallen. Envio konnte damit die im Rahmen des IPO gesteckten Ziele erreichen. Im Vordergrund steht für uns die erneute Verbesserung der Ergebnismargen. Hierzu haben sicherlich auch günstige Einkaufskonditionen beigetragen. Angesichts der nahezu oligopolistischen Marktstruktur ist jedoch eine EBIT-Marge von über 25% für das Unternehmen realistisch. Die entsorgte PCB-Menge von 7,938 t deutet auf eine nahezu Vollausslastung der aktuellen Kapazität am Standort Dortmund (Kapazität: 8.000t/p.a.) und damit auf eine ungebrochen stabile Nachfrage hin.

Eigenkapitalquote erreicht komfortable 60,4%

Günstige Einkaufskonditionen beflügeln Margenanstieg

Mittelfristige Prognosen

Ausblick für 2008

Im laufenden Geschäftsjahr erwartet Envio einen Umsatz von rd. 15 Mio. Euro. Die Umsatzerwartung der Gesellschaft basiert auf einer Ausweitung der jährlichen Kapazität in Dortmund auf rd. 10.000 t. Zudem rechnet das Unternehmen mit einem Umsatzbeitrag von etwa 3 Mio. Euro aus Korea. Beim EBIT erwartet Envio einen Anstieg auf über 4 Mio. Euro.

Anhebung unserer Prognosen für 2008e und 2009e

Wir halten die Zielsetzung des Unternehmens für erreichbar und heben unsere Schätzungen für die Jahre 2008e und 2009e an. Für 2008e prognostizieren wir nunmehr einen Umsatz von 14,54 (alt: 12,24) Mio. Euro. Hierbei berücksichtigen wir den Korea-Umsatz mit 3,0 (alt: 2,4) Mio. Euro. Unsere Prognose für das EBIT lautet 4,06 (alt: 2,87) Mio. Euro. Die EBIT-Marge erwarten wir bei 27,9% (alt: 23,4%). Anlass für die Anhebung der Ergebnis- und Margenprognosen sind aus unserer Sicht Größenvorteile und Kostenreduzierungen. Das Nettoergebnis in 2008e erwarten wir bei 2,90 (alt: 2,18) Mio. Euro. Bei einem EpS von 0,38 (alt: 0,28) Euro prognostizieren wir erstmalig für 2008e eine Dividende von 0,10 Euro je Aktie.

EBIT-Marge in 2008e:
27,9% (alt: 23,4%)

Envio AG					
Ausgewählte Prognosen der Gewinn- und Verlustrechnung					
Einheit : Mio. Euro	2008e	2008e	2009e	2009e	2010e
Geschäftsjahresende : 31. Dez	alt	neu	alt	neu	erstmalig
Rechnungslegungsstandard : HGB					
Umsatzerlöse	12,24	14,54	14,43	16,89	19,43
Roherttrag	6,60	8,12	7,70	9,05	10,01
Roherttragsmarge	53,9%	55,9%	53,3%	53,6%	51,5%
EBIT	2,87	4,06	3,42	4,74	5,45
EBIT-Marge	23,4%	27,9%	23,7%	28,1%	28,0%
EBT	3,11	4,14	3,75	4,80	5,49
EBT-Marge	25,4%	28,5%	26,0%	28,4%	28,3%
Jahresüberschuss	2,18	2,90	2,62	3,36	3,84
Umsatzrendite	17,8%	19,9%	18,2%	19,9%	19,8%
Ergebnis Aktie (in Euro)	0,28	0,38	0,34	0,44	0,50

Quelle: Independent Research

Fortsetzung der Umsatzdynamik erwartet

In 2009e wird sich nach unserer Einschätzung die Umsatzdynamik, wenn auch mit abflachendem Wachstum fortsetzen. Wachstumsimpulse ab 2009e sind aus der Erschließung neuer Märkte zu erwarten. Unsere EpS-Prognose für 2009e lautet nunmehr 0,44 (alt: 0,34) Euro. Für das Geschäftsjahr 2010e prognostizieren wir erstmals bei einem Umsatz von 19,43 Mio. Euro ein EBIT von 5,45 Mio. Euro sowie ein EpS von 0,50 Euro.

Bewertung

Fairer Wert je Aktie nach DCF-Bewertung: 4,99 (alt: 4,31) Euro

WACC: 10,4% (alt: 9,0%)

Der risikofreie Zins wird mit 4,5% angenommen. Die Risikoprämie auf das Eigenkapital beläuft sich weiterhin auf 8,0%, beim Fremdkapital rechnen wir mit 2,5%. Darüber hinaus unterstellen wir ein Beta von 1,20. Hinsichtlich der langfristigen Bilanzstruktur gehen wir nunmehr von einem Anteil des Eigenkapitals von 60% (alt: 45%) und des Fremdkapitals von 40% (alt: 55%) aus. Aus diesen Prämissen ergibt sich ein neues WACC von 10,4% (alt: 9,0%). Unter Berücksichtigung dieser Annahmen resultiert bei einer Nettoliquidität von 3,5 (alt: 7,8) Mio. Euro ein Marktwert des Eigenkapitals von 38,4 (alt: 33,1) Mio. Euro. Bei einer Aktienanzahl von 7,696 Mio. Stück entspricht das einem Kurs je Aktie von 4,99 (alt: 4,31) Euro.

in Mio. Euro	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Umsatz	14,54	16,89	19,43	21,37	23,51	25,86	27,15	28,51	29,93	31,43
Wachstum Umsatz		16,2%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT-Marge	27,9%	28,1%	28,0%	23,0%	23,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
EBIT	4,06	4,74	5,45	4,92	5,41	5,17	5,43	5,70	5,99	6,29
- Ertragssteuern	-1,22	-1,42	-1,63	-1,47	-1,62	-1,55	-1,63	-1,71	-1,80	-1,89
+ Abschreibungen	0,36	0,42	0,49	0,53	0,59	0,65	0,68	0,71	0,75	0,79
+/- Veränderung langfristiger Rückstellungen	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Operativer Brutto Cashflow	3,21	3,75	4,31	3,98	4,38	4,27	4,48	4,71	4,94	5,19
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-0,11	-0,17	-0,23	-0,32	-0,35	-0,39	-0,41	-0,42	-0,45	-0,47
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-0,50	-0,50	-0,40	-0,44	-0,48	-0,53	-0,56	-0,59	-0,62	-0,65
Free Cashflow	2,60	3,08	3,67	3,22	3,54	3,35	3,52	3,70	3,88	4,07
Barwerte	2,44	2,60	2,80	2,21	2,19	1,87	1,76	1,67	1,58	1,49
Summe Barwerte	20,60									
Terminalwert	14,34									
Wert des operativen Geschäfts in Mio. Euro	34,94									
+ überschüssige liquide Mittel in Mio. Euro	4,07									
- Fremdkapital in Mio. Euro	-0,59									
Marktwert Eigenkapital in Mio. Euro	38,42									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	7,696									
Kurs in Euro	4,99									

in % vom Gesamtwert : 41%

Modell-Parameter / Entity-DCF-Model:					
langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital:	60%	Fremdkapital:	40%	
risikofreie Rendite:	4,50%	Beta:	1,20	Risikoprämie FK:	2,50%
		Risikoprämie:	8,0%	Tax-Shield:	30,0%
		Zins EK:	14,1%	Zins FK:	4,90%
Wachstumsrate FCF:	0,0%	WACC:	10,4%	Datum:	19.05.08

Quelle: Independent Research

Sensitivitätsanalyse (in Euro)					
		Diskontierungszinssatz			
		9,9%	10,4%	10,9%	11,4%
Wachstum	0,0%	5,24	4,99	4,76	4,55
	0,5%	5,36	5,10	4,85	4,63
	1,0%	5,50	5,21	4,95	4,72
	1,5%	5,65	5,34	5,06	4,81

Quelle: Independent Research

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Fairer Wert je Aktie nach Peer Group-Betrachtung: 6,55 (alt: 5,39) Euro

Peer Group-Vergleich

Wir haben für die Peer Group-Betrachtung die Multiplikatoren EV/Umsatz, EV/EBIT und das KGV für die Jahre 2008e und 2009e jeweils gleichgewichtet herangezogen. Auf dieser Basis ermitteln wir einen fairen Wert je Aktie von 6,55 (alt: 5,39) Euro. Der Bewertungsanstieg resultiert aus der Anhebung unserer Prognosen und einer höheren Bewertung der Peer Group.

Peer Group-Vergleich						
Unternehmen	KGV		EV / EBIT		EV / Umsatz	
	2008e	2009e	2008e	2009e	2008e	2009e
American Ecology Corporation	20,2	18,5	11,4	10,2	2,2	2,1
Groupe Pizzorno	17,2	15,2	18,2	14,9	0,7	0,7
Seche Environnement S.A	18,9	17,6	18,4	16,2	2,6	2,4
ZhongDe	13,4	10,4	12,3	8,1	3,9	2,6
Mittelwert	17,4	15,4	15,1	12,4	2,3	1,9
Envio auf Basis des fairen Wertes	15,3	13,2	10,1	8,6	2,8	2,4

Quelle: Independent Research; Bloomberg

Kurse vom 16.05.2008

in Mio. Euro, Ergebnis je Aktie in Euro	Ergebnis je Aktie		EBIT		Umsatz	
	2008e	2009e	2008e	2009e	2008e	2009e
Envio	0,38	0,44	4,06	4,74	14,54	16,89
Enterprise Value	6,56	6,73	61,23	58,63	34,16	32,81
Durchschnittswert	6,65		59,93		33,49	
Liquide Mittel					4,07	
Finanzverbindlichkeiten					-0,59	
Faire Marktkapitalisierung			63,40		36,96	
Aktienanzahl			7,696		7,696	
Fairer Wert je Aktie in Euro	6,65		8,24		4,80	
Gewichtung	1/3		1/3		1/3	
Fairer Wert je Aktie in Euro			6,55			

Quelle: Independent Research

Neues Kursziel von 5,70 (alt: 4,70) Euro

Insgesamt ergibt sich auf Basis der DCF- und Peer Group-Bewertung ein fairer Wert je Aktie von 5,77 (alt: 4,74) Euro. Wir heben daher unser Kursziel auf 5,70 (alt: 4,70) an. Trotz einer Anhebung des Kursziels um rd. 21% ergeben sich für die Aktie auf dem Kurszielniveau aus unserer Sicht moderate Bewertungsmultiplikatoren gegenüber der Peer Group.

Zusammenführende Bewertung		
	Peer Group-Vergleich	DCF-Modell
Fairer Wert je Aktie (Euro)	6,55	4,99
Gewichtung	50%	50%
Fairer Wert Gesamt je Aktie (Euro)	5,77	

Quelle: Independent Research

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Fazit

Envio erzielte in 2007 bei einem Umsatz von 9,83 (7,26; unsere Prognose: 9,56) Mio. Euro ein EBIT von 2,72 (1,85; unsere Prognose: 2,44) Mio. Euro. Die EBIT-Marge stieg hierbei leicht auf 27,7% (25,4%; unsere Prognose: 25,5%) an. Das Nettoergebnis bezifferte sich auf 1,28 (1,38; unsere Prognose: 1,27) Mio. Euro.

Positiver Geschäftsverlauf in 2007

Das Geschäftsjahr 2007 verlief nach unserer Einschätzung positiv. Envio konnte unsere zuletzt im Dezember 2007 angehoben Ergebnisprognosen übertreffen. Verantwortlich für die erfreuliche operative Entwicklung war ein nennenswerter Mengenanstieg entsorgter PCBs. Belastet wurde das Ergebnis in 2007 durch die Kosten des Börsengangs (0,66 Mio. Euro).

Im laufenden Geschäftsjahr rechnet Envio einen Umsatz von rd. 15 Mio. Euro. Die Umsatzerwartung der Gesellschaft basiert auf einer Ausweitung der jährlichen Kapazität in Dortmund auf rd. 10.000 t. Zudem rechnet das Unternehmen mit einem Umsatzbeitrag von etwa 3 Mio. Euro aus Korea. Beim EBIT erwartet Envio einen Anstieg auf über 4 Mio. Euro.

Anhebung unserer Schätzungen

Wir haben unsere Schätzungen für die Jahre 2008e und 2009e angehoben. Für 2008e prognostizieren wir nunmehr einen Umsatz von 14,54 (alt: 12,24) Mio. Euro. Unsere Prognose für das EBIT lautet 4,06 (alt: 2,87) Mio. Euro. Bei einem EpS von 0,38 (alt: 0,28) Euro prognostizieren wir erstmalig für 2008e eine Dividende von 0,10 Euro je Aktie. Unsere EpS-Prognose für 2009e lautet nunmehr 0,44 (alt: 0,34) Euro. Für das Geschäftsjahr 2010e prognostizieren wir erstmals bei einem Umsatz von 19,43 Mio. Euro ein EBIT von 5,45 Mio. Euro sowie ein EpS von 0,50 Euro.

Wir votieren bei einem neuen Kursziel von 5,70 (alt: 4,70) Euro weiterhin mit Kaufen

Insgesamt ergibt sich auf Basis der DCF- und Peer Group-Bewertung ein fairer Wert je Aktie von 5,77 (alt: 4,74) Euro. Wir heben daher unser Kursziel auf 5,70 (alt: 4,70) an. Die Aktie der Envio konnte seit dem Börsengang (Erstnotiz 24.09.2007) in einem schlechten Börsenumfeld um rd. 14% zulegen. Der Kursanstieg spricht nach unserer Einschätzung für die Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells. Allerdings findet die Aktie aus unserer Sicht bislang nicht die verdiente Anerkennung von Investoren und ist nach wie vor deutlich unterbewertet. Wir bestätigen daher bei einem Kurspotenzial von rd. 54% unser Kaufen-Votum.

Envio AG					
Ausgewählte Kennzahlen					
Einheit : Mio. Euro	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Geschäftsjahresende : 31. Dez					
Rechnungslegungsstandard : HGB					
GuV-Kennzahlen					
Umsatz (in Mio. Euro)	7,26	9,83	14,54	16,89	19,43
EBITDA-Marge	26,0%	29,8%	30,4%	30,6%	30,5%
EBIT-Marge	25,4%	27,7%	27,9%	28,1%	28,0%
Nettorendite	19,1%	13,1%	19,9%	19,9%	19,8%
Abschreibungsquote	0,6%	2,2%	2,5%	2,5%	2,5%
Operative Kosten / Umsatz	28,5%	43,4%	25,4%	23,0%	21,0%
Zinsdeckungsgrad	-20,5	-22,1	50,8	79,1	136,2
Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen					
Eigenkapitalrendite (ROE)	1154,0%	9,6%	17,8%	17,1%	16,3%
ROCE	-50,2%	20,3%	29,8%	34,6%	39,8%
ROI	21,7%	5,8%	10,5%	10,4%	10,2%
Bilanzkennzahlen					
Eigenkapitalquote	1,9%	60,4%	59,3%	60,9%	62,4%
Anlagendeckungsgrad	47,6%	94,8%	114,2%	137,0%	163,6%
Anlagenintensität	3,9%	63,7%	51,9%	44,5%	38,1%
Forderungen / Umsatz	8,0%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Capex / Abschreibungen	-	-	137,5%	118,4%	102,9%
Capex / Umsatz	-	-	3,4%	3,0%	2,6%
Working Capital-Quote	-54,1%	-7,5%	-4,3%	-3,8%	-3,4%
Kennziffern je Aktie (in Euro)					
Ergebnis je Aktie	-	0,19	0,38	0,44	0,50
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,10	0,15	0,15
Cash je Aktie	0,00	0,43	0,79	1,28	1,84
Buchwert je Aktie	0,00	2,01	2,12	2,55	3,05
Bewertungskennzahlen					
EV / Umsatz	-	2,1	1,5	1,1	0,7
EV / EBITDA	-	7,1	4,9	3,5	2,3
EV / EBIT	-	7,7	5,4	3,8	2,5
KGV	-	18,0	9,4	8,1	7,1
KBV	-	1,7	1,7	1,4	1,2
KCV	-	8,1	4,5	2,8	1,9
KUV	-	2,3	1,9	1,6	1,4
Dividendenrendite	-	0,0%	2,8%	4,2%	4,2%

Quelle: Independent Research; Envio AG

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Envio AG					
Konzern Gewinn- und Verlustrechnung					
Einheit : Mio. Euro	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Geschäftsjahresende : 31. Dez					
Rechnungslegungsstandard : HGB					
Umsatzerlöse	7,26	9,83	14,54	16,89	19,43
Veränderung ggü. Vorjahr	67,7%	35,3%	48,0%	16,2%	15,0%
Bestandsveränderung	0,07	0,97	0,30	0,30	0,30
andere aktivierte Eigenleistungen	0,00	0,10	0,00	0,00	0,00
sonstige betrieblichen Erträge	0,17	0,50	0,00	0,00	0,00
Gesamtleistung	7,50	11,40	14,84	17,19	19,73
Materialaufwand	3,54	4,20	6,72	8,14	9,71
in % vom Umsatz	48,8%	42,7%	46,2%	48,2%	50,0%
Rohertrag	3,96	7,20	8,12	9,05	10,01
Rohertragsmarge	54,5%	73,3%	55,9%	53,6%	51,5%
Personalaufwand	0,63	1,30	1,43	1,50	1,58
in % vom Umsatz	8,7%	13,2%	9,8%	8,9%	8,1%
Abschreibungen	0,05	0,21	0,36	0,42	0,49
in % vom Umsatz	0,6%	2,2%	2,5%	2,5%	2,5%
sonstige betriebliche Aufwendungen	1,43	2,97	2,27	2,38	2,50
in % vom Umsatz	19,8%	30,2%	15,6%	14,1%	12,9%
EBIT	1,85	2,72	4,06	4,74	5,45
EBIT-Marge	25,4%	27,7%	27,9%	28,1%	28,0%
Finanzergebnis	-0,09	-0,12	0,08	0,06	0,04
EBT	1,76	2,60	4,14	4,80	5,49
EBT-Marge	24,2%	26,4%	28,5%	28,4%	28,3%
Außerordentliche Aufwendungen	0,00	0,66	0,00	0,00	0,00
Steuern	0,37	0,65	1,24	1,44	1,65
in % vom EBT	21,1%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Jahresüberschuss	1,38	1,28	2,90	3,36	3,84
Umsatzrendite	19,1%	13,1%	19,9%	19,9%	19,8%
Anzahl der Aktien (in Mio. Stück) *	-	6,670	7,696	7,696	7,696
Ergebnis je Aktie (in Euro)	-	0,19	0,38	0,44	0,50
Dividende je Aktie (in Euro)	0,00	0,00	0,10	0,15	0,15
* 2007 gewichtete Aktienanzahl					

Quelle: Independent Research; Envio AG

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Envio AG					
Bilanz					
Einheit : Mio. Euro	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Geschäftsjahresende : 31. Dez					
Rechnungslegungsstandard : HGB					
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,00	8,38	8,46	8,51	8,51
Sachanlagen	0,25	5,56	5,61	5,65	5,65
Finanzanlagen	0,00	0,20	0,20	0,20	0,20
Anlagevermögen	0,25	14,14	14,27	14,35	14,37
Vorräte	0,28	1,13	1,67	1,95	2,24
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,58	0,75	1,11	1,29	1,48
Sonstige Vermögensgegenstände	1,92	1,86	2,75	3,19	3,67
Kassenbestand	2,88	2,84	6,07	9,83	14,18
Umlaufvermögen	5,67	7,81	12,83	17,48	22,80
Rechnungsabgrenzungsposten	0,47	0,25	0,38	0,44	0,50
Aktiva	6,39	22,20	27,48	32,27	37,67
Gezeichnetes Kapital	0,12	7,70	7,70	7,70	7,70
Kapitalrücklage	0,00	4,89	4,89	4,89	4,89
Eigenkapitaldifferenz aus Währungsumrechnung	0,00	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
Jahresüberschuss	0,00	0,82	3,72	7,08	10,92
Eigenkapital	0,12	13,40	16,30	19,66	23,50
Steuerrückstellungen	0,47	2,17	3,21	3,73	4,29
Sonstige Rückstellungen	0,37	0,54	0,80	0,93	1,07
Rückstellungen	0,84	2,71	4,01	4,66	5,36
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	0,00	0,59	0,59	0,59	0,59
Erhaltene Anzahlungen	3,65	1,23	1,35	1,49	1,63
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1,14	1,39	2,06	2,39	2,75
Sonstige Verbindlichkeiten	0,64	2,87	3,16	3,47	3,82
Verbindlichkeiten	5,43	6,08	7,16	7,95	8,80
Passiva	6,39	22,20	27,48	32,27	37,67

Quelle: Independent Research; Envio AG

Disclaimer

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten -:

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Akkumulieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn zwischen 0% und 15% aufweisen.
Reduzieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust von mindestens 15% aufweisen.

Haftungserklärung

Dieses Dokument ist von der Independent Research GmbH unabhängig von den genannten Emittenten erstellt worden. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Prognosen sind allein diejenigen der Independent Research GmbH. Die Informationen und Meinungen sind datumsbezogen und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die Independent Research GmbH hat den Inhalt dieses Dokumentes erstellt auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, diese aber nicht unabhängig geprüft. Daher wird die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen weder ausdrücklich gewährleistet noch eine solche Gewährleistung hierdurch impliziert. Der Empfänger dieses Dokumentes sollte sich auf diese Informationen oder Meinungen nicht verlassen. Die Independent Research GmbH übernimmt keine Verantwortung oder Haftung für einen Schaden, der sich aus einer Verwendung dieses Dokumentes oder der darin enthaltenen Angaben oder der sich anderweitig im Zusammenhang damit ergibt. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß genehmigten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieses Dokumentes.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Wertpapiers dar, noch bildet dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art.

Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt. Dieses Dokument unterliegt dem Urheberrecht der Independent Research GmbH; es darf weder als Ganzes noch teilweise reproduziert werden oder an eine andere Person weiterverteilt werden. Zitierungen aus diesem Dokument sind mit einer Quellenangabe zu versehen. Jede darüber hinaus gehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Independent Research GmbH.

Dieses Dokument ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11(3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder dieses Dokument noch eine Kopie hiervon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, nach Kanada oder nach Japan oder in ihre jeweiligen Territorien oder Besitzungen geschickt, gebracht oder verteilt werden noch darf es an eine US-Person im Sinne der Bestimmungen des US Securities Act 1933 oder an Personen mit Wohnsitz in Kanada oder Japan verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokumentes in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen.

Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen und/oder Mitglieder ihrer Geschäftsleitung, ihrer leitenden Angestellten und/oder ihrer Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumenten oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Finanzinstrumente oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern. Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen können als Berater für die Finanzinstrumente oder damit zusammenhängender Investments fungieren, Dienstleistungen für oder in Bezug auf diese Emittenten erbringen oder solche Dienstleistungen anbieten und können auch im Vorstand, sonstigen Organen oder Ausschüssen dieser Emittenten vertreten sein. Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsen-Zeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinnten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Technische Analysen:

Zur technischen Analyse werden historische Kurs- und Umsatzentwicklungen mit Hilfe mathematisch-statistischer Verfahren (Charttechnik, Indikatorteknik, Elliott-Wellen-Theorie, Sentiment-Betrachtungen sowie Relative Stärke-Ansätze) analysiert und Prognosen über künftige Entwicklungen erstellt.

Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen, können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

Aktienanalysen:

Die Independent Research GmbH führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen ("Coverliste Aktienanalysen") veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX® und EuroStoxx 50SM). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der Independent Research GmbH, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird fortlaufend über aktuelle unternehmensspezifische Ereignisse berichtet. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften zur Konkretisierung der Organisationspflichten gemäß § 34b Abs.5, Abs.8 S.1 WpHG (<http://www.bafin.de>).

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 21.05.2008

Weder die Independent Research GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- 1) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals.
- 2) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt.
- 3) halten an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals
- 4) hat die analysierten Wertpapiere aufgrund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut. Ausnahme hiervon ist das Unternehmen Envio AG; zwischen diesem Unternehmen und Independent Research bestehen vertragliche Beziehungen für die Erstellung von Research-Berichten.

DURCH ANNAHME DIESES DOKUMENTS AKZEPTIERT DER EMPFÄNGER DIE VERBINDLICHKEIT DER VORSTEHENDEN BESCHRÄNKUNGEN.

Stand: 21.05.2008

**Independent Research GmbH
Senckenberganlage 10-12
60325 Frankfurt**

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn
und
Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt



Independent Research

Senckenberganlage 10-12
60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0
Telefax: +49 (69) 971490-90
E-Mail: info@irffm.de