



Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Investment Research

Envio AG



Envio

www.envio-group.com

Marktsegment: Open Market (Entry Standard)
Branche: Entsorgung

Initial Coverage - IPO

3. September 2007

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
Das Angebot	5
Kurzprofil	6
Leistungsspektrum und Geschäftsbereiche	8
Markt und Marktumfeld	9
Strategische Perspektiven	12
Operative Entwicklung 2004-2006	13
Prognosen	14
Bewertung	15
Fazit	18
Anhang	19

ENVIO AG 4)Fair Value: 4,66 Euro je Aktie
(post-money)**Ereignis:**

Geplanter Börsengang

Einschätzung:

Fair Value: 4,66 Euro (post-money)

IR	2	-	2
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz

Ersteller: Björn Rosentreter (Analyst),
Zafer Rüzgar (Analyst)

- ⇒ Die Envio AG ist auf dem Gebiet der Entsorgung von Transformatoren tätig. Die wesentliche Kernkompetenz liegt dabei in der Entsorgung von PCB- (polychlorierte Biphenyle) haltigen Transformatoren, bei der Envio zu den weltweit führenden Anbietern gehört
- ⇒ Envio AG plant im September ein IPO im Teilbereich Entry Standard des Open Market an der Frankfurter Wertpapierbörse. Das Unternehmen will mit den Mitteln aus dem Börsengang in erster Linie die internationale Expansion vorantreiben. Zudem wird der Ausbau der bestehenden Entsorgungskapazitäten am Standort Dortmund beabsichtigt
- ⇒ In unseren Planungen ab 2008 unterstellen wir einen wesentlichen Beitrag aus der Expansion nach Korea (Umsatz: 2,4 Mio. Euro, Investitionen ca. 3,5 Mio. Euro). Die Expansion nach Korea ist mit großen Wachstumschancen, aber auch mit wesentlichen Unsicherheiten verbunden. Sollte der Börsengang nicht zu den von uns erwarteten Einnahmen führen, könnten hieraus evtl. Schwierigkeiten für die geplante Expansion nach Korea resultieren
- ⇒ Die Kombination aus DCF-Modell und Peer-Group ergibt bei einer Gewichtung von jeweils 50% einen fairen post-money Wert je Aktie von 4,66 Euro

Envio AG							Entsorgung
Land	DE			Geschäftsjahr			31.12.
Aktienanzahl (in Mio. Stk.)	7,696 (post-IPO)	6,157 (pre-IPO)	www.envio-group.de				Fairer Wert (in Euro): 4,66 Euro
ISIN: DE 000 A0N 4P1 9	WKN: A0N 4P1	Börsenkürzel: EIO		RL: HGB			
Aktionäre (Pre-IPO):	Christoph Harks (46,7%); Dr. Dirk Neupert (44,7%); Dr. Tatjana Hancke 1,0%; Alexandra Neupert 1,0%; Klaus Niemeyer (0,9%); Anika Kruse (0,8%) und CD Vermögensverwaltungs GbR (4,9%)					Keine Indexmitgliedschaft	
GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS	KGv*	
2004	2,547	0,317	0,297	0,225	-	-	EV/Umsatz 08e: 2,3 EV/EBIT 08e: 9,8
2005	4,330	0,653	0,602	0,361	-	-	Div-Rendite 06e: -
2006	7,264	1,846	1,756	1,385	-	-	CAGR Umsatz 04-09e: 41,5%
2007e	9,843	2,380	2,542	1,102	0,17	28,2	CAGR EBIT 04-09e: 60,9%
2008e	12,243	2,869	3,109	2,176	0,28	16,5	CAGR JÜ 04-09e: 63,5%
2009e	14,432	3,422	3,749	2,624	0,34	13,7	
Zahlen in Mio. Euro, außer EpS (in Euro)							
*Auf Basis unseres fairen Wertes von 4,66 Euro je Aktie							
Quelle: Independent Research							

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

STÄRKEN

- **Einer der international führenden Anbieter mit hohem Bekanntheitsgrad bei der Entsorgung PCB-kontaminierter Transformatoren**
- **Hohes Margenniveau durch Spezialisierung auf Nischenmarkt**
- **Geschäft mit PCB-haltigen Transformatoren besitzt relativ hohe Markteintrittsbarrieren**

CHANCEN

- **Kupferpreis sollte langfristig auf Grund der hohen Nachfrage aus China und Indien auf einem hohen Niveau bleiben, hiervon würde Envio profitieren**
- **Internationale Expansion mit konkreter Perspektive durch den geplanten Markteintritt in Korea in 2008. Darüber hinaus Chancen für Wachstum in weiteren Regionen wie Osteuropa oder der Türkei**
- **Hohes Wachstumspotenzial durch Aufbau neuer Kapazitäten in von fehlenden Entsorgungskapazitäten gekennzeichneten Märkten**

SCHWÄCHEN

- **Noch keine konkrete Planung für neue Geschäftsfelder, die langfristig das PCB-Geschäft ersetzen müssen**
- **Keine Erfahrung im Betrieb internationaler Standorte**
- **Vergleichsweise geringe Unternehmensgröße**

RISIKEN

- **PCB-Entsorgung wird langfristig auslaufen**
- **Hohe Abhängigkeit von der Entwicklung der Preise für Sekundärrohstoffe (insbesondere Kupfer)**
- **Risiken durch den geplanten Markteintritt in Korea, wo bislang noch keine Anlage in Betrieb ist, aber bereits in 2008 signifikante Umsätze erzielt werden sollen**

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

Das Angebot

Bis zu 1.693.140 nennwertlose Stückaktien werden angeboten

Im Zuge des IPOs werden im Rahmen eines öffentlichen Angebots insgesamt bis zu 1.693.140 auf den Inhaber lautende Aktien ohne Nennbetrag (Stückaktien) mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils 1 Euro angeboten. Die Aktien sind seit der Gründung/Eintragung der Envio AG am 4. Juni 2007 voll gewinnanteilsberechtigend. Bis zu 1.539.218 Aktien stammen aus einer am 28. Juni 2007 von der Hauptversammlung beschlossenen Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen. Bis zu 153.922 Aktien werden von Altaktionären im Rahmen einer Mehrzuteilungsoption (Greenshoe) abgegeben. Das gegenwärtige Grundkapital der Gesellschaft erhöht sich nach der vollständigen Durchführung des Angebots von 6.156.870 Euro auf 7.696.088 Euro.

Daten und Fakten zum Börsengang	
Kürzel	
ISIN:	DE 000 A0N 4P1 9
WKN:	A0N 4P1
Börsenkürzel:	EIO
Emissionsbank:	quirin bank AG
Marktsegment	Entry Standard des Open Market der Frankfurter Wertpapierbörse
Grundkapital pre-IPO in Euro	6.156.870
Grundkapital post-IPO in Euro	7.696.088
Nennwert je Stückaktie in Euro	1,00
Zeichnungsvolumen	
Angebotene Aktien aus Kapitalerhöhung	1.539.218
Angebotene Aktien der Altaktionäre (Mehrzuteilungsoption)	153.922
Angebotene Aktien insgesamt	1.693.140
Zeichnungsfrist (geplant)	September 2007
Notierungsaufnahme (geplant)	September 2007
Designated Sponsor	Close Brothers Seydler AG

Quelle: Envio AG

Die Envio AG hat sich verpflichtet, bis zu sechs Monate nach der Notierungsaufnahme der Aktien Kapitalmaßnahmen nicht ohne vorherige schriftliche Zustimmung der quirin bank AG durchzuführen. Zudem haben sich die Altaktionäre verpflichtet, bis zu zwölf Monate nach der Zulassung der Aktien zum Handel keine Aktien börslich oder außerbörslich ohne Zustimmung der quirin bank direkt oder indirekt zur Veräußerung anzubieten, zu veräußern oder dieses anzukündigen.

Streubesitz nach IPO: 22%

Unter Maßgabe der vollständigen Platzierung der Aktien einschließlich der Mehrzuteilungsoption wird sich der Streubesitz auf 22% belaufen.

Aktionär	vor dem Börsengang		nach dem Börsengang ohne Greenshoe		nach dem Börsengang mit Greenshoe	
	Aktien	in %	Aktien	in %	Aktien	in %
Dr. Dirk Neupert	2.752.562	44,7%	2.752.562	35,8%	2.675.601	34,8%
Christoph Harks	2.874.562	46,7%	2.874.562	37,4%	2.797.601	36,4%
Dr. Tatjana Hancke	61.000	1,0%	61.000	0,8%	61.000	0,8%
Alexandra Neupert	61.000	1,0%	61.000	0,8%	61.000	0,8%
Klaus Niemeyer	58.490	0,9%	58.490	0,8%	58.490	0,8%
Anika Kruse	49.256	0,8%	49.256	0,6%	49.256	0,6%
CD Vermögensverwaltungs GbR	300.000	4,9%	300.000	3,9%	300.000	3,9%
Streubesitz			1.539.218	20,0%	1.693.140	22,0%
Summe	6.156.870	100%	7.696.088	100%	7.696.088	100%

Quelle: Envio AG

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

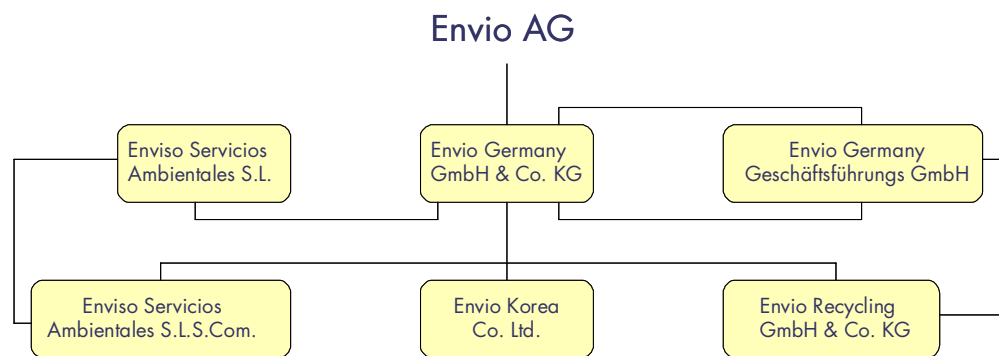
Kurzprofil

Spezialist bei der Entsorgung von PCB-belasteten Kondensatoren

Spinn-off von ABB

Die Envio AG ist auf dem Gebiet der Entsorgung von Transformatoren tätig. Die wesentliche Kernkompetenz liegt dabei in der Entsorgung von PCB- (polychlorierte Biphenyle) haltigen Transformatoren. 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. In Deutschland bestand diese Pflicht bis spätestens zum Jahr 1999.

Die Envio AG, die infolge eines MBO aus dem ABB-Konzern 2004 entstanden ist, gehört nach eigenen Angaben weltweit zu den führenden Unternehmen in dem Nischenmarkt PCB-Entsorgung. Ein wesentliches Wettbewerbsmerkmal des Unternehmens ist die Schlüsseltechnologie "LTR²". Die selbstentwickelte Technologie zählt nach Angaben der Gesellschaft zu den sichersten Verfahren zur Dekontaminierung PCB-haltiger Transformatoren. Neben der PCB-Entsorgung, die auf Grund des Herstellungsverbots einen endlichen Charakter hat, ist Envio auch in der Verwertung schadstofffreier Transformatoren tätig. Eine weitere wesentliche Einnahmequelle des Unternehmens ist der Sekundärrohstoffhandel. Die aus der Entsorgung gewonnenen Reststoffe (vor allem Kupfer und Bleche) werden von Envio recycelt und weiterverkauft.



Quelle: www.envio-group.com

IPO im Entry Standard geplant

Die Envio AG plant im September ein IPO im Teilbereich Entry Standard des Open Market an der Frankfurter Wertpapierbörse. Das Unternehmen will mit den Mitteln aus dem Börsengang in erster Linie die internationale Expansion vorantreiben. Zudem wird der Ausbau der bestehenden Entsorgungskapazitäten am Standort Dortmund beabsichtigt. Zum 30.06. beschäftigte das Unternehmen mit Hauptsitz in Dortmund 17 Mitarbeiter inkl. Vorstand.

Management

Dem Vorstand der Envio AG gehören derzeit zwei Mitglieder an.

Herr Dr.-Ing. **Dirk Neupert** (42) erwarb sein Diplom als Elektroingenieur sowie den Abschluss in Betriebswirtschaft an der Universität in Stuttgart und den "Master's Thesis" an der "Ecole Nationale Supérieure des Télécommunications" in Paris. Anschließend promovierte er an der RWTH Aachen in Process Control Engineering. Seine berufliche Laufbahn begann er bei der ABB Utility Automation GmbH in Mannheim als R&D Ingenieur und Projekt Manager. Dort übernahm er nach fünf Jahren als Verkaufsleiter u.a. für Frankreich und Nordafrika den Bereich Export. Schließlich wechselte er 1999 zur ABB Transformatoren GmbH in Dortmund und übernahm dort den Posten des General Manager für Environmental Services. Seit 2004 ist Dirk Neupert Geschäftsführer der Envio Geschäftsführungs GmbH.

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

Herr **Christoph Harks** (35) studierte nach seiner Lehre und seiner Tätigkeit als Elektronik-Spezialist bei der STEAG AG Energietechnik an der Fachhochschule Gelsenkirchen und hat ebenfalls einen Abschluss als Master of Business Administration von der International School of Management in Dortmund. Anschließend war er u.a. bei Siemens Components in Singapur und bei der E.U.S. GmbH als technischer Assistent tätig. Schließlich wechselte er zur ABB Service in Dortmund, wo er u.a. an der Geschäftsentwicklung ASSET "Customized Redeployment Solutions" mitwirkte und als Projekt-Ingenieur der ABB Transformatoren GmbH für die Regionen Lateinamerika, Spanien und Portugal arbeitete. Seit 2004 verantwortet er die Geschäftsentwicklung der Envio Germany GmbH & Co. KG.

Historie

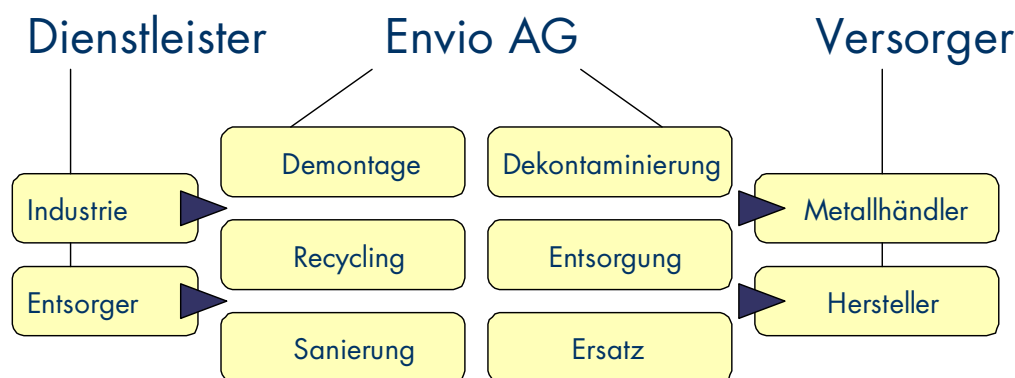
- | | |
|-------|---|
| 1984 | Beginn der Entsorgung PCB-haltiger Transformatoren und Kondensatoren in Deutschland. BBC (Brown Boveri & Cie) startet Entsorgung in Dortmund |
| 1989 | Fusion zwischen BBC und ASEA zum ABB-Konzern. PCB-Entsorgung wird unter ABB Environmental Services fortgesetzt |
| 1993 | Inbetriebnahme einer neuen Entsorgungsanlage in Dortmund. ABB Environmental Services entwickelt sich in den Folgejahren zum Marktführer für PCB-Entsorgung in Deutschland |
| 1999 | Ablauf der gesetzlichen Entsorgungsfrist in Deutschland |
| 2000 | Internationale Expansion: Die Vielzahl der in Dortmund behandelten PCB-Abfälle kommen nun 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 |
| 2006 | Envio Servicios Ambientales SL S.Com., die spanische Niederlassung der Gruppe, wird in Barcelona gegründet |
| 2007e | <ul style="list-style-type: none"> - Gründung der Envio Recycling GmbH & Co. KG u. a. durch die Envio Germany GmbH & Co. KG als Kommanditistin - Erwerb des Geschäftsbetriebes der Envio Germany GmbH & 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 - Geplantes Listing im Teilbereich Entry Standard des Open Market an der Frankfurter Wertpapierbörse |

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

Leistungsspektrum und Geschäftsbereiche

Kernkompetenz Entsorgung von PCB-haltigen Kondensatoren

Envio sieht sich als Full-Service-Anbieter auf dem Gebiet der Entsorgung und des Umweltservices mit weitreichenden Dienstleistungen. Die Kernkompetenz liegt dabei in der Entsorgung von vornehmlich PCB-haltigen Transformatoren. Envio verfügt über ein weltweites Netzwerk an Partnerschaften mit lokalen Entsorgungsunternehmen, die dem Unternehmen meist als Zulieferer von Transformatoren dienen. Bei nicht direkter Lieferung der Transformatoren durch den Kunden umfasst das Leistungsspektrum der Envio neben der eigentlichen Dekontaminierung in der Verwertungsanlage in Dortmund die Demontage und den Gefahrguttransport sowie die Entsorgung von Reststoffen. Die Fähigkeit ein ganzheitliches Lösungskonzept anbieten zu können, ist nach unserer Einschätzung ein wesentliches Wettbewerbsmerkmal des Unternehmens.



Quelle: www.envio-group.com

Die Geschäftsaktivitäten der Envio fallen in drei Geschäftsbereichen an, die im Folgenden erläutert werden:

Verwertung/Dekontamination von Transformatoren

In der unternehmenseigenen Entsorgungsanlage in Dortmund werden überwiegend Transformatoren mit der PCB-haltigen Isolierflüssigkeit unter Einhaltung höchster Sicherheitsanforderungen dekontaminiert. Hierbei verwendet das Unternehmen die LTR²-Technologie (Low-Temperature Rinsing and Re-Use / Recovery-Technologie). Envio zufolge zählt dieses Verfahren zu den Sichersten auf dem Gebiet der PCB-Dekontaminierung. Mit Hilfe dieses Verfahrens lassen sich aus Transformatoren, die für einen weiteren Einsatz nicht mehr geeignet sind, bis zu 95% der Feststoffe für eine Wiederverwendung gewinnen. Neben der Verwertung von PCB-haltigen Transformatoren werden auch PCB-freie Transformatoren entsorgt, die einen PCB-Gehalt von weniger als 50mg/kg aufweisen. Envio führt die Entsorgung unter gleichen Umwelt- und Qualitätsstandards durch wie von den kontaminierten Transformatoren.

Verkauf von Sekundärrohstoffen (aus verwerteten Transformatoren)

Neben der Entsorgung der Anlagen gehört die Verwertung der Reststoffe ebenfalls zu der zentralen Geschäftstätigkeit der Envio. Als Rohstoffversorger recycelt Envio Reststoffe und veräußert diese im Sekundärrohstoffhandel zu Marktpreisen an Abnehmer aus der Industrie. Ein wesentlicher Rohstoff, der infolge der Verwertung anfällt, ist Kupfer.

Handel mit Sekundärrohstoffen

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

Kunden wird ganzheitlicher Lösungsansatz geboten

Sanierung von Industrieanlagen

Die Sanierung von Industrieanlagen ist Teil des ganzheitlichen Lösungsansatzes der Envio. Das Unternehmen bietet hierbei neben der kompletten Sanierung einer ganzen Anlage auch die Entsorgung vereinzelter Systeme oder Beseitigung kleinerer Lecks an. Envio profitiert hierbei vor allem von der langjährigen Erfahrung im Umgang mit Gefahrstoffen. Der Umsatzanteil dieses Geschäftsbereiches liegt im mittleren einstelligen Prozentbereich des Gesamtumsatzes.

PCB-Entsorgung unterschiedlich weit fortgeschritten

Markt und Marktumfeld

Der für Envio wichtigste Markt, die Entsorgung von PCB-haltigen Transformatoren, ist vor allem durch hohe Markteintrittsbarrieren sowie die Endlichkeit des Geschäftes gekennzeichnet. Zur Dekontamination von Transformatoren werden relativ aufwendige Verfahren benötigt. Zudem unterliegt die Entsorgung hohen gesetzlichen Anforderungen. Nach Angaben von Envio ist daher in den letzten 15 Jahren kein neuer Konkurrent in der PCB-Entsorgung tätig geworden. Da ein neuer Wettbewerber voraussichtlich einige Jahre benötigen würde, um die notwendigen Prozesse effizient zu beherrschen und die PCB-Entsorgung zeitlich begrenzt ist, halten wir den Markteintritt weiterer Unternehmen für relativ unwahrscheinlich. Die PCB-Entsorgung wird nach Einschätzung von Envio noch ca. 30 Jahre andauern. Dabei ist jedoch zu beachten, dass sich die Märkte in den einzelnen Ländern in sehr unterschiedlichen Phasen der Entsorgung befinden. So ist die Entsorgung in Nordamerika bereits sehr weit fortgeschritten, so dass dort für die Jahre 2007-2010 ein dramatischer Rückgang des

Zeitplan für die PCB-Entsorgung in einzelnen Ländern

1979	Verbot der PCB-Verwendung in offenen Systemen
1989	Generelles Verbot der Verwendung von PCBs
1999	Endtermin der Entsorgung in Deutschland (tatsächlich noch immer nicht abgeschlossen)
2010	Angestrebter Endtermin der Entsorgung in der EU (ohne 2006 beigetretene Staaten)
2015	<ul style="list-style-type: none"> ■ Angestrebter Endtermin der 2006 in die EU-beigetretenen Staaten ■ Voraussichtlich angestrebter Endtermin für die Entsorgung in Korea (Einführung der Entsorgungspflicht bis 2015 steht kurz bevor)
Nach 2015	Voraussichtlich verstärkte Entsorgung in Ländern wie China und Indien
2025	Von der Stockholmer Konvention (von über 100 Staaten unterzeichnet) geplanter Termin für die vollständige Entsorgung

Quelle: Envio, Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit

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

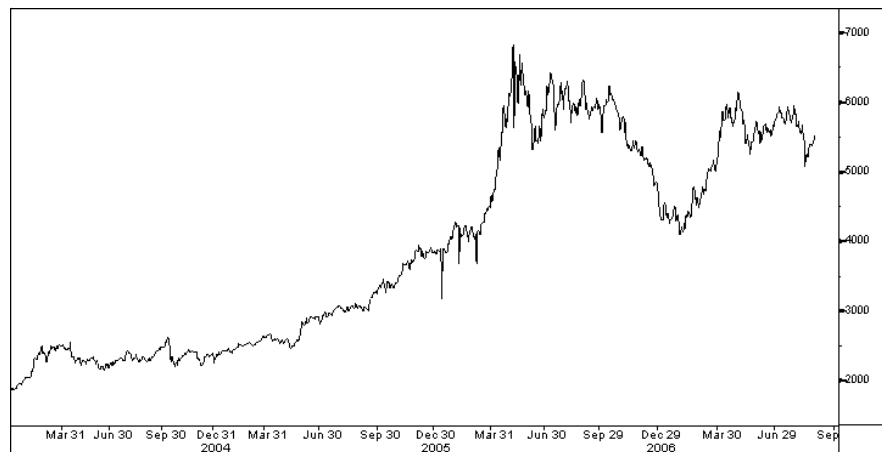
Entsorgung endet nicht mit Ablauf der vorgesehenen Fristen

Koreanischer Markt bietet gute Perspektiven für die nächsten Jahre

Marktvolumens prognostiziert wird. Da der dortige Markt durch Ein- und Ausfuhrbeschränkungen für PCBs praktisch abgeschlossen ist, besteht laut Envio keine Gefahr durch eine verstärkte Konkurrenz durch freiwerdende Kapazitäten in den USA. Da die Envio AG zu keiner Zeit in Nordamerika tätig war und auch nicht beabsichtigt, vor Ort aktiv zu werden, besteht für die weitere Entwicklung der Gesellschaft auf Grund des endenden Marktes in Nordamerika kein Risiko. Ebenso wirkt sich die Entwicklung in Nordamerika nicht auf das potenzielle Marktvolumen der Envio AG aus.

In Deutschland ist die PCB-Entsorgung ebenfalls weit fortgeschritten. Obwohl die gesetzliche Entsorgungsfrist schon 1999 ausgelaufen ist, haben aus Deutschland stammende PCB-haltige Transformatoren bei Envio noch immer einen Anteil von ca. 10%. In einigen anderen EU-Staaten wie Frankreich, Spanien und Italien soll die Entsorgung bis 2010 abgeschlossen sein. Wir erwarten hier in den letzten Jahren vor Ablauf der Frist ein hohes Volumen zu entsorgender Transformatoren. Ähnlich wie in Deutschland rechnen wir auf Grund der unvollständigen Erfassung der vorhandenen Transformatoren sowie Ausnahmeregelungen auch nach Ablauf der Frist noch mit einem erheblichen Geschäftsvolumen. Nach Schätzungen von ABB wird das Volumen des europäischen PCB-Marktes in den Jahren 2007-2010 auf 1.178 Mio. Euro nach 874 Mio. Euro von 2003-2006 wachsen. Regionen, die unserer Einschätzung nach in den nächsten Jahren beginnend, ebenfalls ein hohes Entsorgungsvolumen aufweisen werden, sind Osteuropa, die Türkei und Korea. In Korea wird das zu entsorgende Volumen beispielsweise auf 200.000 t geschätzt. Obwohl dort schon mit der Zwischenlagerung von kontaminierten Transformatoren begonnen wurde, erwarten wir nicht, dass die Entsorgung tatsächlich bis 2015 komplett abgeschlossen werden kann.

Kupferpreis in Euro pro Tonne



Quelle: Bloomberg

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

Nachfrage nach Kupfer wächst weiter

Neben dem Markt für PCB-Dekontaminierung sind auch die durch den Verkauf von Sekundärrohstoffen erzielbaren Preise von entscheidender Bedeutung für die Geschäftsentwicklung von Envio. Dabei ist vor allem die Entwicklung des Kupferpreises wichtig. Das hohe Niveau des Kupferpreises beruht aus unserer Sicht im Wesentlichen auf fundamentalen Faktoren. Wir erwarten in den nächsten Jahren einen moderaten Ausbau der weltweiten Förderkapazitäten. Gleichzeitig ist jedoch auch mit einer stark steigenden Nachfrage nach Kupfer zu rechnen. Wir erwarten dabei insbesondere durch das hohe Wachstum in China und Indien einen hohen Kupferbedarf. Dies sehen wir auch als Unterstützung für die zukünftige Entwicklung des Weltmarktpreises. Außerdem lässt sich Kupfer in den meisten Anwendungsbereichen kaum durch andere Materialien ersetzen und wird in einigen Bereichen (z.B. Automobilbau durch steigenden Elektronikanteil) mit zunehmender Tendenz eingesetzt.

Envio zählt zu den führenden Unternehmen in der PCB-Entsorgung

Wettbewerbsstellung

Im Bereich der Entsorgung PCB-belasteter Transformatoren zählt Envio zu den international führenden Anbietern. Konkurrenten in diesem Segment sind vor allem Seche Environnement S.A. (Frankreich), Groupe Chimirec (Frankreich), Orion B.V. (Niederlande), SITA Decontamination N.V. (Belgien). Zuverlässige Marktdaten für den PCB-Markt existieren nicht, Envio geht jedoch davon aus, dass die Wettbewerber über Kapazitäten in einer mit der Anlage in Dortmund vergleichbaren Größenordnung verfügen. Als eine wesentliche Stärke von Envio erachten wir die Kenntnisse, die das Unternehmen noch aus der früheren Zugehörigkeit zu ABB im Bereich Transformatoren besitzt. Neben guten Kundenkontakten in der Energiebranche profitiert Envio dabei besonders von der effizienten Verwertung der Transformatorbestandteile. Insgesamt weist der PCB-Markt unserer Einschätzung nach oligopolistische Strukturen auf und ist zur Zeit und wahrscheinlich auch in den nächsten Jahren durch knappe Entsorgungskapazitäten gekennzeichnet.

Im Bereich der Entsorgung nicht PCB-haltiger Transformatoren konzentriert sich Envio auf den deutschen Markt. Wesentliche Wettbewerber sind dabei nach Angaben von Envio die KMR Kabel-Metall-Recycling GmbH (Liebenwald), die NE Metall-Aufbereitungs GmbH & Co. KG (Ennepetal), die INTERSEROH Jade Stahl GmbH (Wilhelmshaven) und die Nickelhütte Aue GmbH. Wir sehen den Markt in diesem Segment als weniger konzentriert an als im Segment der PCB-Entsorgung. Envio bietet ein umfassendes Konzept von der Abholung der Transformatoren bis zur Verwertung der Materialien an und hebt sich mit diesem Leistungsspektrum von vielen Wettbewerbern ab. Beim Verkauf der aus den Transformatoren gewonnenen Sekundärrohstoffe ist vor allem Kupfer mit einem wertmäßigen Anteil von ca. 60%-70% von entscheidender Bedeutung. Das von Envio recycelte Kupfer weist im Vergleich zum Primärrohstoff keine Qualitätsunterschiede auf. Daher kann es wie auch der Primärrohstoff weltweit verkauft werden. Damit ist die Envio AG beim Kupferverkauf nicht von einzelnen Abnehmern abhängig. Problematisch ist jedoch, dass Envio praktisch keinen Einfluss auf die Verkaufspreise hat und damit eine hohe Abhängigkeit von der Entwicklung des Kupferpreises aufweist. Der Kupferpreis wirkt jedoch nicht direkt auf die Ergebnisse der Envio AG, da Änderungen beim Kupferpreis sich teilweise in einer entgegengesetzten Veränderung der Preise für die Dekontamination niederschlagen.

Keine Abhängigkeit von einzelnen Kunden beim Verkauf von Sekundärrohstoffen

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

Strategische Perspektiven

Internationale Expansion im PCB-Geschäft

Das wichtigste kurz- und mittelfristige strategische Ziel der Envio AG besteht in der internationalen Expansion im Geschäftsfeld der Entsorgung PCB-haltiger Transformatoren. Dabei ist zunächst für 2008 der Eintritt in den südkoreanischen Markt geplant. Die entsprechende Anlage befindet sich zur Zeit im Bau und soll in Q1 2008 in Betrieb gehen.

Die Investitionen für das Projekt in Korea sind mit 3-4 Mio. Euro kalkuliert. Dies sehen wir als eines der wesentlichen Motive von Envio für den Börsengang an, da wir den Markteintritt in Korea ohne den Emissionserlös nur für schwer finanzierbar halten. Envio wird zunächst voraussichtlich relativ wenig Konkurrenz (evtl. ein einheimischer Wettbewerber) in Korea haben und sollte dort von Personalkosten deutlich unter dem Niveau in Deutschland profitieren. Daher rechnen wir dort mit einer vergleichsweise starken Margenentwicklung. Zusätzliche Chancen für Wachstum sehen wir durch die Überlegungen von Envio, die PCB-Entsorgung auf weitere Regionen und Staaten wie Osteuropa, die Türkei oder Vietnam auszudehnen. Wir erwarten dabei, dass Envio je nach Entwicklung des dortigen Entsorgungsvolumens insgesamt zumindest eine weitere Anlage oder aber mehrere kleine Anlagen errichten wird. Dabei ist die Skalierbarkeit der verwendeten Anlagen und Prozesse unserer Einschätzung nach ein wichtiges Kriterium für die erfolgreiche internationale Expansion. Wir sehen für das Geschäftsfeld der Entsorgung der PCB-haltigen Transformatoren in den nächsten ca. 10-15 Jahren und in einigen Regionen auch darüber hinaus gute Perspektiven. Langfristig muss das Unternehmen sein Geschäft wegen der Endlichkeit der PCB-Entsorgung jedoch auf andere Geschäftsfelder verlagern. Die Entsorgung nicht PCB-haltiger Transformatoren sollte sich dabei unserer Einschätzung nach relativ leicht ausdehnen lassen. Envio ist in diesem Bereich bereits etabliert und sollte zudem mittel- und langfristig von den voraussichtlich hohen Investitionen der Energieversorger in das Leitungsnetz profitieren. Jedoch schätzen wir das Potenzial dieses Geschäftsfeldes wegen der niedrigeren Markteintrittsbarrieren und der daraus resultierenden höheren Konkurrenz bzw. der niedrigeren Margen als nicht ausreichend ein, um den Wegfall des PCB-Geschäftes vollständig zu kompensieren. Um mögliche neue Geschäftsfelder zu erschließen hat Envio aus unserer Sicht noch einige Jahre Zeit. Für eine positive Entwicklung der Envio-Aktie sollte sich dies aber zumindest mittelfristig konkretisieren.

Langfristig müssen neue Geschäftsfelder gefunden werden

Strategische Perspektive der Envio AG



Quelle: Envio

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

Operative Entwicklung 2004 - 2006

*Starkes Umsatzwachstum
in den letzten Jahren*

Die jüngste Vergangenheit der Envio AG war von einem stürmischen Wachstum geprägt. So lag das durchschnittliche jährliche Umsatzwachstum (CAGR) in den Jahren 2004 bis 2006 bei rd. 69%. Envio erzielt seine Umsätze durch den Weiterverkauf aus der Entsorgung gewonnener Rohstoffe und der Entsorgungsvergütung, die von Kunden für die Entsorgung der PCB-haltigen Geräte gezahlt wird. Envio zufolge macht der Handel mit Rohstoffen (u.a. Kupfer) derzeit über 80% des Umsatzes aus. Ein wesentlicher Umsatztreiber in der jüngsten Vergangenheit war der gestiegene Kupferpreis. Beschleunigt wurde der Umsatzanstieg zudem durch eine nahezu Verdoppelung der Entsorgungsmenge auf rd. 6.000 (2004: 3.200) Tonnen.

Envio				
Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung				
	Einheit : Mio. Euro	2004	2005	2006
	Geschäftsjahresende : 31. Dez			
	Rechnungslegungsstandard : HGB			
Umsatzerlöse		2,547	4,330	7,264
Veränderung ggü. Vorjahr			70,0%	67,7%
Rohertrag		2,027	2,945	3,960
Rohertragsmarge		79,6%	68,0%	54,5%
EBIT		0,317	0,653	1,846
EBIT-Marge		12,5%	15,1%	25,4%
EBT		0,297	0,602	1,756
EBT-Marge		11,7%	13,9%	24,2%
Jahresüberschuss		0,225	0,361	1,385
Umsatzrendite		8,8%	8,3%	19,1%

Quelle: Envio

EBIT-Marge deutlich ausgeweitet

Der Grund für die rückläufige Entwicklung der Rohertragsmarge liegt Envio zufolge in der zunehmenden Bilanzierung der Fremdleistungen zur Erbringung der Entsorgungsaktivitäten im Materialaufwand. Parallel hierzu verringerte sich der Personalaufwand in gleicher Höhe, so dass auf EBIT-Ebene dieser Effekt sich wieder ausgleicht. Verantwortlich für die signifikante Verbesserung der EBIT-Marge ist vor allem die Umsatzausweitung und die damit verbundenen Skalenvorteile.

Mit der Geschäftsausweitung ist in den letzten Jahren die Bilanzsumme der Envio Germany GmbH & Co KG (operative Tochtergesellschaft der Envio Gruppe) auf 6,385 (2004: 1,297) Mio. Euro angestiegen. Das Eigenkapital der Envio Germany GmbH & Co KG betrug über den Zeitraum 2004 - 2006 anhaltend 120 Tsd. Euro. Negativ anzumerken ist, dass das Working Capital (ohne liquide Mittel) permanent negativ war und in 2006 auf -3,929 (-0,532) Mio. Euro angestiegen ist.

*Positive Entwicklung in H1
2007*

Zum 1. Halbjahr 2007 lag der Umsatz der Envio Gruppe bei 5,059 Mio. Euro. Im gleichen Zeitraum wurden der Gesellschaft 3.850 (2006: 6.300) t Abfall zur Entsorgung angeliefert. Bei einem EBIT von 1,313 Mio. Euro (EBIT-Marge: 25,96%) betrug der bereinigte Periodenüberschuss der Gesellschaft 0,919 Mio. Euro. Das Eigenkapital der Envio Gruppe bezifferte sich zum 30.06. auf 6,768 Mio. Euro (Eigenkapitalquote: 50,44%), die Bilanzsumme betrug 13,418 Mio. Euro.

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

Prognosen

Dynamisches Wachstum setzt sich fort

Risiko: Markteintritt Korea

Wir prognostizieren für 2007 einen Umsatzanstieg auf 9,84 (7,26) Mio. Euro. Dabei wird Envio unserer Einschätzung nach sowohl von einem steigenden Entsorgungsvolumen als auch vom derzeit hohen Niveau des Kupferpreises profitieren. Für 2008 erwarten wir einen deutlichen Umsatzanstieg auf 12,24 Mio. Euro. Darin enthalten sind 2,4 (Unternehmensplanung: 3,2) Mio. Euro durch den Start der Entsorgungstätigkeit in Korea. Wir halten die Chancen für einen erfolgreichen Markteintritt in Korea für hoch, dennoch liegt hier ein wesentlicher Unsicherheitsfaktor in unseren Prognosen. Sollte der Börsengang nicht zu den von uns erwarteten Einnahmen führen, könnten hieraus möglicherweise Schwierigkeiten für die Umsetzung der geplanten Expansion nach Korea resultieren. Zudem sehen wir in Korea auch regulatorische Risiken, da das Gesetz für die Entsorgung bis 2015 noch nicht endgültig beschlossen ist. Mit den von uns erwarteten Umsätzen für Korea in 2008 von 2,4 Mio. Euro berücksichtigen wir bereits eine mögliche zeitliche Verschiebung des Entsorgungsstarts. Sollte der Markteintritt in Korea entgegen unseren Erwartungen komplett scheitern, so hätte dies deutliche Konsequenzen für die Umsatz- und Ergebnisentwicklung. Jedoch hätte Envio unserer Einschätzung nach in anderen Regionen wie Osteuropa bzw. der Türkei gute Alternativen für einen weiteren Standort, der jedoch gegenüber der Planung für Korea nur mit einer erheblichen zeitlichen Verzögerung die Entsorgung aufnehmen könnte. Für 2009 erwarten wir dann auf Grund der höheren Entsorgungsmengen besonders in Korea einen Umsatzzuwachs auf 14,43 Mio. Euro. Nicht in unseren Prognosen enthalten sind mögliche Umsätze aus zusätzlichen Anlagen beispielsweise in Osteuropa oder der Türkei.

Envio				
Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung				
	Einheit : Mio. Euro	2007e	2008e	2009e
	Geschäftsjahresende : 31. Dez			
	Rechnungslegungsstandard : HGB			
Umsatzerlöse		9,843	12,243	14,432
Veränderung ggü. Vorjahr		35,5%	24,4%	17,9%
Rohertrag		5,174	6,597	7,698
Rohertragsmarge		52,6%	53,9%	53,3%
EBIT		2,380	2,869	3,422
EBIT-Marge		24,2%	23,4%	23,7%
EBT		2,542	3,109	3,749
EBT-Marge		25,8%	25,4%	26,0%
Jahresüberschuss		1,102	2,176	2,624
Umsatzrendite		11,2%	17,8%	18,2%
Anzahl der Aktien (in Mio. Stück)		6,670*	7,696	7,696
Ergebnis je Aktie		0,17	0,28	0,34
* gewichtete Aktienanzahl				

Quelle: Independent Research

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

Hohes Margenniveau bietet Polster für Kupferpreisschwankungen

Neben den Risiken aus dem Markteintritt in Korea sehen wir insbesondere die Entwicklung des Kupferpreises als wichtigen Risikofaktor für die Ergebnisentwicklung. Wir gehen in unseren Prognosen von einem Kupferpreis auf dem Niveau des durchschnittlich von Envio im Jahr 2006 erzielten Preises (4.700 Euro/t) aus, obwohl der Kupferpreis zuletzt im Bereich zwischen 5.000 und 6.000 Euro/t lag. Zudem erwarten wir, dass Envio Effekte aus Änderungen des Kupferpreises zu etwas mehr als 50% selbst tragen muss und die übrigen knapp 50% durch eine Anpassung des Preises für die Dekontamination an die Kunden weitergeben kann bzw. muss. Auf Grund des insgesamt hohen Margenniveaus würde Envio jedoch nach Berechnungen des Unternehmens auch bei einem Preisrückgang um 25% gegenüber dem Niveau von 2006 (bei unveränderten Entsorgungsmengen) mit 18,3% immer noch eine deutlich zweistellige EBIT-Marge erzielen. Bei einem Preisrückgang um 50% würde sich eine EBIT-Marge von 10,6% ergeben. Im Gegenzug würde ein Anstieg des Kupferpreises um 25% bzw. 50% eine EBIT-Margenausweitung auf 28,8% bzw. 32,6% ermöglichen.

Für 2007 prognostizieren wir einen leichten Rückgang der EBIT-Marge auf 24,2% (25,4%) bzw. ein EBIT von 2,38 (1,85) Mio. Euro. In 2008 und 2009 erwarten wir dann EBIT-Margen von 23,4% bzw. 23,7%. Dabei sollte Envio davon profitieren, dass in Korea ausschließlich das margenstarke PCB-Geschäft betrieben werden soll. Gleichzeitig erwarten wir jedoch durch Anlaufkosten in Korea zunächst eine leichte Margenbelastung. Beim Nettoergebnis prognostizieren wir für 2007 auf Grund der IPO-Kosten zunächst einen Rückgang, für 2008 und 2009 rechnen wir dann mit einem deutlichen Anstieg. Dementsprechend prognostizieren wir für 2007 ein EpS von 0,17 Euro, für 2008 und 2009 jeweils 0,28 bzw. 0,34 Euro.

Bewertung

DCF-Modell

Wir haben bei unserer Bewertung der Envio AG ein Discounted Cash Flow (DCF)-Modell sowie eine Peer-Group-Analyse verwendet. Im Zuge des DCF-Modells haben wir eine mehrstufige Bewertung vorgenommen. Phase I berücksichtigt unsere detaillierten Prognosen aus der Gewinn- und Verlustrechnung bis 2009e. In Phase II erwarten wir zunächst für die Jahre 2010 bis 2012 ein weiterhin dynamisches Umsatzwachstum um 10%, das sich dann in den Jahren ab 2013 auf 5% verlangsamt. Zudem rechnen wir ab 2012 mit einem Rückgang der EBIT-Marge von 23% auf 20%. In der dritten Phase gehen wir von keinem weiteren Wachstum des Free Cash Flow (FCF) aus.

Für die Ermittlung des WACC haben wir einen risikofreien Zins von 4,5% unterstellt. Die Risikoprämie auf das Eigenkapital beläuft sich auf 8,0%, beim Fremdkapital rechnen wir mit 2,5%. Darüber hinaus unterstellen wir ein Beta von 1,2. Hinsichtlich der langfristigen Bilanzstruktur gehen wir von einem Anteil des Eigenkapitals von 45% und des Fremdkapitals von 55% aus. Aus diesen Prämissen ergibt sich ein WACC von 9,0%. Insgesamt ergibt das DCF-Modell einen fairen post-money Wert je Aktie von 4,21 Euro. Dabei gehen wir von einem Mittelzufluss von 4,9 Mio. Euro nach Abzug der IPO-Kosten aus.

Fairer Wert nach DCF-Modell: 4,21 Euro je Aktie

in Mio. Euro	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatz	9,843	12,243	14,432	15,875	17,463	19,209	20,169	21,178	22,237	23,349
Wachstum Umsatz		24,4%	17,9%	10,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT-Marge	24,2%	23,4%	23,7%	23,0%	23,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
EBIT	2,38	2,87	3,42	3,65	4,02	3,84	4,03	4,24	4,45	4,67
- Ertragssteuern	-0,93	-0,86	-1,03	-1,10	-1,20	-1,15	-1,21	-1,27	-1,33	-1,40
+ Abschreibungen	0,09	0,47	0,49	0,54	0,59	0,65	0,69	0,72	0,76	0,79
+/- Veränderung langfristiger Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	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	1,54	2,48	2,89	3,10	3,41	3,35	3,51	3,69	3,87	4,07
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	0,06	-1,20	-0,30	-0,33	-0,36	-0,40	-0,42	-0,43	-0,46	-0,49
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-1,50	-3,20	-0,40	-0,44	-0,48	-0,53	-0,56	-0,59	-0,62	-0,65
Free Cashflow	0,10	-1,92	2,19	2,33	2,56	2,41	2,53	2,67	2,79	2,93
Barwerte	0,10	-1,70	1,78	1,73	1,74	1,50	1,43	1,38	1,32	1,27
Summe Barwerte	10,54									
Terminalwert	14,07									
Wert des operativen Geschäfts in Mio. Euro	24,61									
+ überschüssige liquide Mittel in Mio. Euro	7,78									
- Fremdkapital in Mio. Euro	0,00									
Marktwert Eigenkapital in Mio. Euro	32,39									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	7,696									
Kurs in Euro	4,21									

Quelle: Independent Research

in % vom Gesamtwert : 57%

Modell-Parameter / Entity-DCF-Model:					
langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital:	45%	Fremdkapital:	55%	
risikofreie Rendite:	4,50%	Beta:	1,20	Risikoprämie FK:	2,50%
		Risikoprämie:	8,0%	Tax-Shield:	31,0%
		Zins EK:	14,1%	Zins FK:	4,83%
Wachstumsrate FCF:	0,0%	WACC:	9,0%	Datum:	03.09.07

Sensitivitätsanalyse (in Euro)					
		Diskontierungszinssatz			
		8,5%	9,0%	9,5%	10,0%
Wachstum	0,0%	4,51	4,21	3,99	3,80
	0,5%	4,59	4,32	4,09	3,88
	1,0%	4,74	4,46	4,20	3,98
	1,5%	4,92	4,61	4,33	4,09

Quelle: Independent Research

Fairer Wert nach Peer-Group-Bewertung: 5,11 Euro

Peer-Group-Bewertung

Zweiter Bestandteil der Bewertung der Envio-Aktie ist ein Peer-Group-Vergleich. Dieser basiert auf den Prognosen für die Jahre 2007 und 2008. Gegenüber der Peer-Group ist Envio auf Basis des von uns ermittelten fairen Wertes bezogen auf die Multiples für 2008 deutlich günstiger bewertet. Aus der Peer-Group-Bewertung ergibt sich ein fairer post-money Wert je Aktie von 5,11 Euro.

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

Peer-Group-Vergleich							
Unternehmen	Marktkapitalisierung in Mio. Euro	KGV		EV / EBIT		EV / Umsatz	
		2007e	2008e	2007e	2008e	2007e	2008e
American Ecology Corporation	267,03	19,0	16,6	12,1	10,5	2,2	2,0
Groupe Pizzorno	150,00	25,0	19,7	14,9	12,6	1,3	1,1
Seche Environnement S.A	1.010,28	25,5	20,0	17,6	15,2	2,8	2,6
ZhongDe	358,93	29,3	24,2	17,7	14,1	9,4	6,7
Median		25,3	19,9	16,3	13,4	2,5	2,3
Envio auf Basis des fairen Wertes		28,2	16,5	11,8	9,8	2,9	2,3

Quelle: Independent Research; Bloomberg; Kurse vom 31.08.2007

in Mio. Euro, Ergebnis je Aktie in Euro	Ergebnis je Aktie		EBIT		Umsatz	
	2007e	2008e	2007e	2008e	2007e	2008e
Envio	0,17	0,28	2,38	2,87	9,84	12,24
Enterprise Value	4,17	5,61	38,68	38,31	24,61	28,16
Durchschnittswert	4,89		38,49		26,38	
Liquide Mittel					7,8	
Finanzverbindlichkeiten					0,0	
Faire Marktkapitalisierung			46,26		34,15	
Aktienanzahl			7,696		7,696	
Fairer Wert je Aktie in Euro	4,89		6,01		4,44	
Gewichtung	1/3		1/3		1/3	
Fairer Wert je Aktie in Euro			5,11			

Quelle: Independent Research

Fairer Wert nach 25% IPO-Abschlag: 3,49 Euro

Die Kombination aus DCF-Modell und Peer-Group ergibt bei einer Gewichtung von jeweils 50% einen gerundeten fairen post-money Wert je Aktie von 4,66 Euro. Bei der Ermittlung des Marktwerts des Eigenkapitals haben wir einen Nettoemissionserlös nach Abzug der IPO-Kosten von 4,9 Mio. Euro unterstellt. Hierbei haben wir auf den fairen Wert unserer Bewertung einen aus unserer Sicht angemessenen IPO-Abschlag von 25% vorgenommen. Dies impliziert einen Platzierungspreis von 3,49 Euro je Aktie. Auf Basis des Platzierungspreises ergeben sich für 2007e ein EV/EBIT von 8,0 und ein KGV von 21,1 bzw. für 2008e ein EV/EBIT von 6,7 und ein KGV von 12,4.

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

Zusammenführende Bewertung (post-money)		
	Peer-Group-Vergleich	DCF-Modell
Fairer Wert je Aktie (Euro)	5,11	4,21
Gewichtung	50%	50%
Fairer Wert Gesamt je Aktie (Euro)	4,66	

Quelle: Independent Research

Fazit

- ⇒ Die Envio AG ist auf dem Gebiet der Entsorgung von Transformatoren tätig. Die wesentliche Kernkompetenz liegt dabei in der Entsorgung von PCB- (polychlorierte Biphenyle) haltigen Transformatoren. Nach eigenen Angaben gehört Envio weltweit zu den führenden Unternehmen in dem Nischenmarkt PCB-Entsorgung.
- ⇒ Envio AG plant im September ein IPO im Teilbereich Entry Standard des Open Market. Das Unternehmen will mit den Mitteln aus dem Börsengang in erster Linie die internationale Expansion vorantreiben.
- ⇒ Wir sehen für das Geschäftsfeld der Entsorgung der PCB-haltigen Transformatoren in den nächsten ca. 10-15 Jahren und in einigen Regionen auch darüber hinaus gute Perspektiven. Langfristig muss Envio sein Geschäft wegen der Endlichkeit der PCB-Entsorgung jedoch auf andere Geschäftsfelder verlagern.
- ⇒ Die jüngste Vergangenheit der Envio AG war von einem stürmischen Wachstum geprägt (CAGR-Umsatz: 2004 - 2006 rd. 69%).
- ⇒ In unseren Planungen ab 2008 unterstellen wir einen wesentlichen Umsatzbeitrag aus der Expansion nach Korea (2,4 Mio. Euro). Jedoch ist die Expansion in Korea mit wesentlichen Unsicherheiten verbunden. Sollte der Börsengang nicht zu den von uns erwarteten Einnahmen führen, könnten hieraus möglicherweise Schwierigkeiten für die Umsetzung der geplanten Expansion nach Korea resultieren.
- ⇒ Den fairen Wert der Aktie von Envio ermitteln wir anhand eines DCF-Modells sowie einer Peer-Group-Analyse. Bei der Ermittlung des Marktwerts des Eigenkapitals haben wir unter Berücksichtigung eines IPO-Abschlags von 25% einen Nettoemissionserlös nach Abzug der IPO-Kosten von 4,9 Mio. Euro unterstellt.
- ⇒ Die Kombination aus DCF-Modell und Peer-Group (jeweils zu 50% gewichtet) ergibt einen fairen post-money Wert je Aktie von 4,66 Euro.

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

Anhang:

Envio							
Konzern Gewinn- und Verlustrechnung							
Einheit : Mio. Euro	2004	2005	2006	2007e	2008e	2009e	
Geschäftsjahresende : 31. Dez							
Rechnungslegungsstandard : HGB							
Umsatzerlöse	2,547	4,330	7,264	9,843	12,243	14,432	
Veränderung ggü. Vorjahr		70,0%	67,7%	35,5%	24,4%	17,9%	
Bestandsveränderung	0,000	0,000	0,067	0,350	0,354	0,078	
Sonstige betrieblichen Erträge	0,690	0,071	0,173	0,000	0,000	0,000	
Gesamtleistungen	3,236	4,401	7,504	10,193	12,597	14,510	
Materialaufwand	1,209	1,457	3,543	5,020	5,999	6,812	
in % vom Umsatz	47,5%	33,6%	48,8%	51,0%	49,0%	47,2%	
Rohertrag	2,027	2,945	3,960	5,174	6,597	7,698	
Rohertragsmarge	79,6%	68,0%	54,5%	52,6%	53,9%	53,3%	
Personalaufwand	0,459	0,898	0,634	0,837	1,102	1,299	
in % vom Umsatz	18,0%	20,7%	8,7%	8,5%	9,0%	9,0%	
Abschreibungen	0,079	0,018	0,046	0,086	0,472	0,494	
in % vom Umsatz	3,1%	0,4%	0,6%	0,9%	3,9%	3,4%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,172	1,376	1,435	1,870	2,155	2,482	
in % vom Umsatz	46,0%	31,8%	19,8%	19,0%	17,6%	17,2%	
EBIT	0,317	0,653	1,846	2,380	2,869	3,422	
EBIT-Marge	12,5%	15,1%	25,4%	24,2%	23,4%	23,7%	
Finanzergebnis	-0,020	-0,051	-0,090	0,162	0,240	0,326	
EBT	0,297	0,602	1,756	2,542	3,109	3,749	
EBT-Marge	11,7%	13,9%	24,2%	25,8%	25,4%	26,0%	
Außerordentliche Aufwendungen	0,000	0,000	0,000	0,500	0,000	0,000	
Ertragssteuern	0,073	0,241	0,371	0,941	0,933	1,125	
in % vom EBT	24,4%	40,0%	21,1%	37,0%	30,0%	30,0%	
Jahresüberschuss	0,225	0,361	1,385	1,102	2,176	2,624	
Umsatzrendite	8,8%	8,3%	19,1%	11,2%	17,8%	18,2%	
Anzahl der Aktien (in Mio. Stück)	-	-	-	6,670*	7,696	7,696	
Ergebnis je Aktie	-	-	-	0,17	0,28	0,34	
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	
* gewichtete Aktienanzahl							

Quelle: Independent Research; Envio

Envio Germany GmbH & Co KG				
Bilanz				
	Einheit : Mio. Euro	2004	2005	2006
	Geschäftsjahresende : 31. Dez			
	Rechnungslegungsstandard : HGB			
Anlagevermögen				
Immaterielle Vermögensgegenstände		0,001	0,001	0,001
Sachanlagen		0,092	0,150	0,251
		0,093	0,150	0,252
Umlaufvermögen				
Vorräte		0,000	0,000	0,279
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen		0,146	0,218	0,579
Sonstige Vermögensgegenstände		0,420	1,310	1,924
Flüssige Mittel		0,638	0,473	2,884
		1,204	2,001	5,666
Rechnungsabgrenzungsposten				
		0,000	0,005	0,467
Aktiva				
		1,297	2,156	6,385
Eigenkapital				
Kapitalanteile Kommanditisten		0,120	0,120	0,120
		0,120	0,120	0,120
Rückstellungen				
Steuerrückstellungen		0,073	0,145	0,468
Sonstige Rückstellungen		0,331	0,695	0,371
		0,404	0,840	0,839
Verbindlichkeiten				
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten		0,000	0,230	0,000
Erhaltene Anzahlungen		0,342	0,342	3,652
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen		0,373	0,408	1,135
Sonstige Verbindlichkeiten		0,059	0,216	0,639
		0,774	1,196	5,426
Passiva				
		1,297	2,156	6,385

Quelle: Envio

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: 03.09.2007

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: 03.09.2007

**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