



Researchstudie (Anno)



Stand 16.05.2008

Fairer Wert: 6,21 €

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 18

16.05.2008

Cargofresh AG

Fairer Wert:
6,21 €

Kurs zum 15.05.2008,
09:09 Uhr, Frankfurt:
3,46 €

**Letztes Rating
(Kursziel):**

KAUFEN (6,94 €)

Marktsegment:
Entry Standard
(Freiverkehr)

Rechnungslegung:
HGB

Analysten:

Felix Gode
gode@
gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@
gbc-ag.de

IR-Kontakt:

Cargofresh AG
Peter W. Wich
An der Strusbeck 60-62
D-22926 Ahrensburg

Tel.: 04102 - 457261
Fax.: 04102 - 457561

pwich@cargofresh.com

www.cargofresh.com

Unternehmensprofil:

Branche: Logistik/Elektronik

Fokus: „Controlled Atmosphere“-
Anlagen, Stromerzeugungs- und
Stromverteilungsanlagen

Mitarbeiter: 92 (31.12.2007)

Firmensitz: Ahrensburg, D

Gründung: 1998

Vorstandssprecher:
Herr Peter W. Wich

WKN: 604917

ISIN: DE0006049174

Börsenkürzel: CF1

Anzahl Aktien: 6,160 Mio.

Marktkap.: 21,314 Mio. Euro

Streubesitz: 15 % - 20 %

52 W Hoch: 5,10 Euro

52 W Tief: 3,45 Euro

Durchs. Tagesvolumen : 5.212 €



In Mio. €	2006 ¹⁾	2007	2008e	2009e
Umsatz	16,588	7,146 ⁴⁾	17,550	22,750
EBITDA	0,549	10,383 ²⁾	0,977	3,556
EBIT	-2,144	8,638 ²⁾	-1,003	1,556
Jahresüberschuss	-3,744	9,280 ²⁾	-2,503	1,056
In Euro				
Gewinn je Aktie	-17,02 ³⁾	1,51 ²⁾	-0,41	0,17
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00
In %				
EBITDA-Marge	3,31 %	135,46 % ²⁾	5,68 %	15,63 %
EBIT-Marge	neg.	112,69 % ²⁾	neg.	6,84 %
Dividendenrendite	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Kennzahlen				
EV/Sales	1,51	4,99	2,30	1,77
EV/EBITDA	45,49	3,69	40,46	11,35
KGV	neg.	2,30 ²⁾	neg.	20,18
KBV (31.12.2007)		1,26		

¹⁾ Pro-Forma-Zahlen

²⁾ Beeinflusst von Sondereffekten aus Verschmelzung mit MES GmbH

³⁾ Basis von 220.000 Aktien vor Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln auf 6.160.000 Aktien

⁴⁾ Konsolidierung der MES GmbH erst zum 30.04.07, daher Berücksichtigung der Umsatzerlöse der MES GmbH nur von Mai 07 - Dez. 07

Highlights:

- Leistungsfähigstes Controlled Atmosphere-System am Markt entwickelt
- Markt mit deutlichem Nachholbedarf im Bereich CA
- Langfristige Finanzierung durch Anleiheemission gesichert
- Starkes zukünftiges Wachstum erwartet

Inhaltsangabe

Unternehmen

Profil	4
Aktionärsstruktur.....	4
Geschäftstätigkeit und Strategie.....	5

Markt und Marktumfeld

Markt und Marktumfeld.....	6
SWOT-Analyse Cargofresh AG.....	8

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick	9
Umsatz- und Ergebnisentwicklung 2007.....	10
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	12

Bewertung/ Fazit

DCF Bewertung	13
Bestimmung der Kapitalkosten	13
Prognose und Modellannahmen.....	14
Discounted Cashflow-Modell.....	16
Fazit	17

Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	18
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	20

Unternehmen

Profil

Die Cargofresh AG ist in zwei Geschäftsbereichen tätig: „Controlled Atmosphäre“ und „Energiesysteme“. Im Geschäftsbereich „Controlled Atmosphäre“ (CA) entwickelt und vertreibt das Unternehmen Anlagen, die mit einer so genannten „Controlled Atmosphäre“-Technologie ausgestattet sind und in Kühlcontainern und Kühlsattelaufliegern, aber auch stationär eingesetzt werden können. Durch die „Controlled-Atmosphäre“-Technologie werden verderbliche Lebensmittel und Pflanzen länger haltbar gemacht, indem der Stoffwechselprozess verlangsamt wird. Damit können solche Waren ohne Qualitätsverluste auch auf dem deutlich günstigeren und umweltfreundlicheren Seeweg transportiert werden, was bisher hauptsächlich per Luftfracht erfolgen musste.

Der Bereich „Energiesysteme“ (ES) ist Ende 2006 durch den Erwerb der MES GmbH neu hinzugekommen. Hier werden Stromerzeugungs- und Stromverteilungsanlagen mit einer hohen Fertigungstiefe sowie Automatisierungstechnik entwickelt und vertrieben. Die Übernahme ermöglicht es der Cargofresh AG selbst Container-CA-Anlagen fertigen und montieren zu können. Auch im Bereich Service und Wartung bestehen Synergiepotenziale zwischen den Bereichen.

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	Anteilsbesitz
TecEquity AG	< 50 %
PERUSA Verwaltungsgesellschaft mbH	> 5 %
Horst Werner	> 5 %
PWW Investment GmbH	> 5 %
GTD Gesellschaft für technische Dienstleistungen mbH	> 5 %
Free-Float	ca. 15 % - 20 %
Summe	100 %

Seit dem Börsengang der Cargofresh AG haben sich leichte Verschiebungen bei der Aktionärsstruktur ergeben. Die Anteile der ursprünglichen Mehrheitsaktionärin ilog AG, eine 100 %ige Tochtergesellschaft der Ponaxis AG, wurden auf die ebenfalls 100 %ige Tochtergesellschaft der Ponaxis AG, TecEquity AG, übertragen. Der Besitzanteil hat sich jedoch von ursprünglich 56,01 % auf nunmehr unter 50,00 % verringert.

Insgesamt ist eine exakte Aufschlüsselung der Aktionärsstruktur nicht möglich, da für im Entry Standard notierte Unternehmen nur eingeschränkte Mitteilungsverpflichtungen bestehen. So müssen wesentliche Stimmrechtsbesitze nicht gemeldet werden, sondern nur im Rahmen der allgemeinen Regelung des Aktiengesetzes, sofern die Schwellen von 25 % oder 50 % über- bzw. unterschritten werden.

Der Free-Float sollte sich nach unseren Schätzungen auf 15 % - 20 % belaufen.

Zwei Geschäftsbereiche mit Synergiepotenzialen

Streuung der Aktien nimmt zu

Geschäftstätigkeit und Strategie

Die Cargofresh AG ist seit der Verschmelzung mit der MES GmbH im Mai 2007 in zwei Geschäftsbereichen tätig. Zum einen in dem Geschäftsbereich „Controlled Atmosphere“ und zum anderen im Bereich „Energiesysteme“. Der Bereich „Energiesysteme“ stammt aus der Verschmelzung mit der MES GmbH. Hier werden Stromerzeugungs- und Stromverteilungsanlagen entwickelt, produziert und vertrieben.

Im Bereich „Controlled Atmosphere“ (CA) werden Anlagen entwickelt und vertrieben, die in Kühlcontainern und Kühltelleraufliegern montiert werden können. CA-Anlagen dienen dazu, die Zusammensetzung der Atmosphäre im Container so zu verändern, dass verderbliche Waren, wie Obst, Gemüse oder Pflanzen über lange Strecken transportiert werden können, ohne dass die Qualität wesentlich leidet. Die verderblichen Waren können so in einen künstlichen „Schlafzustand“ versetzt werden, indem der Stoffwechsel erheblich verlangsamt wird. Durch den verlangsamten Stoffwechsel wird der Reifeprozess drastisch reduziert. Obst und Gemüse hält unter solchen Umständen, je nach Art der Ware, bis zu mehreren Wochen. Durch die längere Haltbarkeit eröffnen sich für Importeure und Exporteure neue logistische Möglichkeiten. Während Obst und Gemüse bisher nur über den wesentlich teureren Luftweg oder noch unreif per Kühlschiff transportiert werden musste, besteht nun die Möglichkeit, die verderblichen Waren in CA-Containern auf Containerschiffen zu versenden.

Die Technologie von Cargofresh ist für zwei verschiedene Verwendungsmöglichkeiten entwickelt worden. Zum einen können die CA-Anlagen in Kühlcontainer für die Seeschifffahrt eingebaut werden und zum anderen in Kühltelleraufliegern für den Landweg (sog. Trailer-Anlagen). Dabei werden die Anlagen jeweils zusätzlich zu der bereits vorhandenen Kühlanlage eingebaut. Durch die relativ geringe Größe der CA-Anlagen entsteht kein Platzverlust bei den Containern oder den Sattelleraufliegern. Des Weiteren hat die Cargofresh AG es nach eigenen Angaben geschafft, ihre Anlagen sehr leistungsfähig zu machen und somit hinsichtlich der Zuverlässigkeit und Leistungsstärke eine Spitzenposition am Markt einzunehmen.

Der Bereich „Energiesysteme“ geht aus der Übernahme der MES GmbH im Jahr 2006 hervor und ist spezialisiert auf die Herstellung und den Vertrieb von Automatisierungstechnik sowie Energieerzeugungs- und Energieverteilungsanlagen im Mittel- und Niederspannungsbereich. Die Übernahme hatte damit vor allem den strategischen Hintergrund, dass nun die Container CA-Anlagen der Cargofresh selbst gefertigt und montiert werden können. Damit ergänzen sich beide Geschäftsbereiche hervorragend und heben Synergieeffekte.

Der Schwerpunkt der Entwicklung der Cargofresh AG ist in den vergangenen Monaten und in Zukunft auf den Vertrieb gerichtet. Die Technologie ist fertig entwickelt und arbeitet störungsfrei.

Inzwischen werden mit mehreren Parteien Gespräche über die Abnahme von größeren Mengen CA-Anlagen geführt. Dabei stehen nicht nur Reedereien im Fokus, sondern auch Exporteure, in den Produzentländern und Importeure in Europa. Erste Großaufträge stehen aktuell zwar noch aus, werden aber vom Unternehmen im Laufe des Jahres 2008 erwartet.

CA-Transporte per Schiff sind deutlich billiger als Luftfrachten

CA-Anlagen für Kühlcontainer und Sattellerauflieger

Erste Großaufträge stehen kurz bevor

Markt und Marktumfeld

Der Markt für CA-Anlagen wird vor allem durch zwei wesentliche Entwicklungen geprägt. Zum einen durch die stetig wachsende Zahl an Fruchtimporten aus tropischen Ländern wie z.B. Süd- und Mittelamerika oder Südostasien und zum anderen durch den zunehmenden Frachtschiffverkehr weltweit.

Der bisherige Hauptanwendungsbereich für CA-Anlagen ist der Transport von Früchten und Gemüse. Die wichtigsten Exportregionen sind dabei Süd- und Mittelamerika, Afrika sowie Südostasien. Die am häufigsten unter CA-Technologie transportierten Früchte sind vor allem atmungsaktive Früchte, wie zum Beispiel Mangos und Papayas. Aber auch Avocados, Ananas oder Steinfrüchte werden inzwischen vermehrt unter CA verfrachtet. Besonders andere verderbliche Warenarten wie Spargel oder Schnittblumen werden bislang noch kaum unter CA transportiert, woraus sich ein entsprechendes Upside-Potenzial für den Markt ergibt.

Die weltweite Produktion der für CA-Transporte geeigneten Früchte hat in den vergangenen Jahren bereits stark zugenommen und wird sich aller Voraussicht nach auch in den kommenden Jahren fortsetzen. Während beispielsweise noch im Jahr 2000 1,2 Mio. t Avocados geerntet wurden, wird sich diese Zahl in 2010 erwartungsgemäß auf 3,1 Mio. t nahezu verdreifachen. Ähnlich starke Zuwächse sind bei Ananas, Papayas und Mangos zu erwarten. Während die Mango-Produktion erwartungsgemäß im gleichen Zeitraum um rund 18 % zulegen soll, wird für Ananas sogar eine Steigerungsrate von 37 % prognostiziert.

Um dem steigenden Frachtvolumen an Früchten gerecht werden zu können, werden in den kommenden Jahren deutlich mehr Kühlcontainer benötigt. Allein für den Fruchtexport aus Brasilien werden rechnerisch 43.900 Kühlcontainer der Größe 40 ft. benötigt. Die Produktion ist bereits in den vergangenen Jahren stark angestiegen. Zwischen 1990 und 2007 stieg die Produktion von 14.500 TEU auf 190.000 TEU (TEU = Twenty-foot Equivalent Unit) an.

Für die Cargofresh AG kommen in erster Linie die *40ft HighCube Integral-Container* in Frage, da die CA-Anlagen für diese Container entwickelt wurden. Für die kleineren *20ft Container* entwickelt Cargofresh auf Grund verstärkter Anfragen aktuell eine kleinere Version der CA-Anlage. Angesichts der steigenden Frachtraten mit Kühlcontainern, wird sich das jährliche Produktionsvolumen auch in Zukunft weiter erhöhen. Nach Aussage der Cargofresh AG kommen etwa 40 % der neu produzierten Kühlcontainer für CA in Frage, was im Jahr rund 70.000 Containern entspräche. Zudem besteht weiteres Potenzial für die Cargofresh bei der Ausrüstung von bestehenden Containern. Diese können ebenfalls um die CA-Technologie erweitert werden.

Neben Containern für den Seetransport kommen CA-Anlagen auch für Kühl-Trailer in Frage, die den Landtransport abwickeln. Gerade in Europa kommt die Technologie für Fruchttransporte aus Südeuropa und dem Nahen Osten in Frage.

Ein wesentlicher Faktor, der für den Seetransport spricht, ist die deutliche Kosteneffizienz gegenüber Lufttransporten. Seetransporte kosten pro Tonne transportierter Ware durchschnittlich zwei Drittel weniger als Luftfracht und machen damit einen maßgeblichen Kostenvorteil aus.

CA für Schifftransporte bisher noch kaum verbreitet

Früchteproduktion mit starkem Wachstum

Seetransporte sind deutlich kosteneffizienter

Umweltaspekte sprechen für die Cargofresh-Anlagen

Verbraucherbewusstsein verändert sich

Neben den steigenden Exporten von Früchten und Frachtvolumina sowie den wirtschaftlichen Vorteilen von CA-Transporten spielen auch veränderte Verbraucherwünsche und Umweltaspekte eine Rolle. Die Klimadebatte ist in den letzten Monaten politisch und in den Medien stark thematisiert worden. Für CA-Anlagen bietet diese Tendenz zusätzliche Chancen. So verbraucht Seetransport pro Tonne transportierter Ware wesentlich weniger Kohlendioxid als die zudem noch teurere Luftfracht. Ein Frachtflugzeug verursacht beispielsweise auf der selben Strecke einen 40 mal so hohen CO₂-Ausstoß wie ein vergleichbarer Schiffstransport. Zudem bewegen sich Flugzeuge in einer deutlich empfindlicheren Umgebung, da die Abgase direkt in der Atmosphäre freigesetzt werden. Basierend auf diesen Erkenntnissen plant die Bundesregierung und auch das Europäische Parlament Flugtransporte stärker zu belasten, etwa mittels einer Kerosinsteuer.

Diesen Trend haben inzwischen auch schon die großen Handelskonzerne aufgegriffen. Das Bewusstsein für umweltschonende Transporte hat sich bereits deutlich verschärft. So werden bei einem großen deutschen Handelskonzern inzwischen keine Lufttransporte mehr geduldet. Der Schweizer Konzern Coop verzichtet ebenfalls mehr und mehr auf Lufttransporte und deklariert seinen Kunden bereits heute die Waren nach ihrer Transportart. In England stellten sich bereits große Einzelhandelsketten wie Tecso, Sainsbury und Marks & Spencer auf den neuen Markttrend ein und setzen vermehrt auf Seetransporte.

Zudem legen Verbraucher inzwischen immer mehr Wert auf qualitativ hochwertige Waren. CA-Transporte ermöglichen die Früchte in einem nahezu gleichartigen Zustand zu liefern, wie sie geerntet wurden. Die Notwendigkeit, unreife Früchte zu verschiffen, die während der Fahrt reifen, entfällt damit, was sich merklich auf den Geschmack und die Qualität der Früchte auswirkt.

Das Marktpotenzial für CA-Anlagen ist nur schwer zu beziffern. Jedoch ist ein globaler Trend zu beobachten, der die Verwendung der CA-Technologie begünstigt. Neben der Umweltdiskussion (Reduzierung des CO₂-Ausstoßes) ist vor allem ein verändertes Verbraucherverhalten (Trend zur Bio-Ware) hierfür verantwortlich. Große Einzelhandelsketten stellen sich auf diesen Trend ein und haben angekündigt, Transporte beim Wareneinkauf von der Luftfracht auf See zu verlagern. Im Bereich der verderblichen Lebensmittel wird dabei kaum ein Weg der CA-Technologie vorbeiführen.

SWOT - ANALYSE Cargofresh AG

Stärken

- Solides finanzielles Polster durch Anleihenemissionen
- CA-Anlage der „zweiten Generation“ läuft bisher ohne Störungen
- Technologieführerschaft durch jahrelange Forschung & Entwicklung
- Entwicklungskooperationen mit starken Partnern in der Logistikbranche wie z.B. *Thermo King*, *Carrier* und *Kögel*

Schwächen

- Hohe Verschuldung und Zinslast durch Anleiheemission
- Hoher Geschäfts- und Firmenwert aktiviert
- Bisher noch keine wesentlichen Aufträge im Bereich CA-Container generiert
- Im Containerbereich Abhängigkeit von wenigen Kunden (Reedereien), da Abnehmermarkt stark konsolidiert

Chancen

- Wettbewerber verfügen momentan über keine gleichwertige oder leistungsfähigere Technologie
- Steigendes Interesse an CA-Anlagen seitens Exporteuren, Importeuren und Logistikunternehmen
- Zusätzliche Abgaben für Luftfracht vom Europäischen Parlament sowie der Bundesregierung geplant, um umweltverträglicheren Seetransport zu fördern
- Steigende Nachfrage von Konsumenten nach frischen Produkten bzw. Bioprodukten
- Wettbewerbsdruck könnte Reedereien und Fuhrunternehmen zum Einsatz von CA-Technologien zwingen

Risiken

- Markteinführung von CA-Technologie könnte sich möglicherweise verzögern
- Wettbewerber könnten gleichwertige oder bessere Technologien entwickeln
- Weiter steigende Ölpreise könnten auch die internationale Schifffahrt belasten
- Unwetter und Umweltkatastrophen in den Produzentenländern für Früchte könnten die Exportmengen beeinträchtigen

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2006 ¹⁾	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e
Umsatzerlöse	16,588	7,146 ⁴⁾	17,550	22,750
Bestandsveränderungen	0,106	0,519	0,000	0,000
sonstige betriebliche Erträge	0,269	13,275	0,100	0,000
Materialaufwand	-9,230	-3,998	-9,653	-11,944
Rohertrag	7,733	16,942	7,998	10,806
Personalaufwand	-3,789	-3,210	-4,000	-4,250
Abschreibungen	-2,693	-1,745	-2,000	-2,000
sonstige betriebliche Aufwendungen	-3,395	-3,349	-3,000	-3,000
Beteiligungsergebnis	0,265	2,299	0,000	0,000
Sonstige Zinsen und Erträge	0,427	0,954	1,000	1,000
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-2,281	-2,603	-2,500	-1,500
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-3,733	9,288	-2,503	1,056
Steuern vom Einkommen und Ertrag	0,000	0,000	0,000	0,000
sonstige Steuern	-0,011	-0,008	0,000	0,000
Jahresfehlbetrag/-überschuss	-3,744	9,280	-2,503	1,056
EBITDA	0,549	10,383 ²⁾	0,997	3,556
in %	3,29 %	135,46 %	5,68 %	15,63 %
EBIT	-2,144	8,638 ²⁾	-1,003	1,556
in %	neg.	112,69 %	neg.	6,84 %
Ergebnis je Aktie in €	-17,02 ³⁾	1,51 ²⁾	-0,41	0,17

¹⁾ Pro-Forma-Zahlen

²⁾ inklusive Sondereffekte aus Verschmelzung mit MES GmbH

³⁾ auf Basis von 220.000 Aktien vor Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln

⁴⁾ Konsolidierung der MES GmbH erst zum 30.04.07, daher Berücksichtigung der Umsatzerlöse der MES GmbH nur von Mai 07 - Dez. 07

Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. €) HGB

Bilanzstichtag:
31.12.2007

Operatives Anlagevermögen	5,284
Working Capital	-0,150
Nettoverschuldung	16,948
Zinsbare Verbindlichkeiten	29,718
Finanzvermögen	12,770
Eigenkapitalquote in %	33,3 %
Gezeichnetes Kapital	6,160
Bilanzsumme	50,789

Umsatz- und Ergebnisentwicklung 2007

Geschäftsbereich
Energiesysteme mit
96 % Umsatzbei-
trag

13,07 Mio. € Ver-
schmelzungserlöse

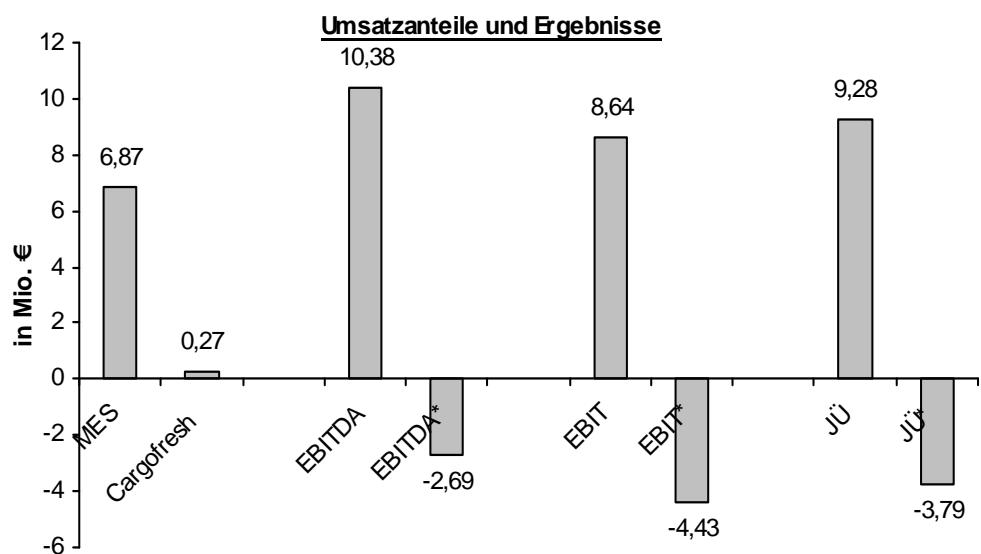
Sonderbelastungen
drücken Ergebnis

Im Geschäftsjahr 2007 erwirtschaftete die Cargofresh AG Umsatzerlöse in Höhe von 7,15 Mio. €. Davon entfielen 6,87 Mio. € auf den Geschäftsbereich ES. Dieser Geschäftsbereich wurde durch die Verschmelzung der MES GmbH zum 30. April 2007 auf die Cargofresh AG hinzugewonnen. Zu beachten ist dabei, dass die Umsatzerlöse der MES GmbH nur von Mai bis Dezember 2007 berücksichtigt sind und sich erst im Geschäftsjahr 2008 in voller Höhe auswirken. Unter der Annahme einer ganzjährigen Konsolidierung der MES GmbH hätten sich in 2007 Umsatzerlöse in Höhe von rund 10,50 Mio. € ergeben. Dem Geschäftsbereich CA ist ein Anteil von 0,27 Mio. € zuzurechnen. Die erwartete Nachfragebelebung nach CA-Anlagen blieb im abgelaufenen Geschäftsjahr zunächst noch aus, da erst im ersten Quartal 2007 eine neue Anlagengeneration operativ eingesetzt wurde.

Durch die Verschmelzung war das Geschäftsjahr 2007 ergebnisseitig durch Sondereinflüsse geprägt. Im Rahmen der Verschmelzung mit der MES GmbH wurden im Bereich des Geschäfts- und Firmenwertes 17,77 Mio. € an stillen Reserven aufgedeckt. Dies führte zu einmaligen Erträgen in Höhe von 13,07 Mio. €, die sich erhöhend auf die sonstigen betrieblichen Erträge auswirkten und das operative Ergebnis positiv beeinflussten.

Der Materialaufwand, als auch der Personalaufwand, lagen jeweils deutlich über den Vorjahresniveaus, was auf die Verschmelzung der MES GmbH zurückzuführen ist. Der Personalaufwand entfällt damit zum Großteil auf Mitarbeiter des Geschäftsbereiches ES. Diesem sind zum Jahresende 75 Mitarbeiter zuzuordnen gewesen, gegenüber 17 Mitarbeitern am Standort Ahrensburg, wo sich die Firmenzentrale der Cargofresh AG befindet.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen fielen ebenfalls deutlich höher aus als noch im Vorjahr, was neben der Verschmelzung auf einmalige Kosteneffekte zurückzuführen war. Im Rahmen der Anleihenbegebung fielen Kosten in Höhe von 1,07 Mio. € an, die in dieser Höhe in 2008 voraussichtlich nicht wieder anfallen werden. Auch der Börsengang und die damit verbundenen Beratungsdienstleistungen verursachten einmalige Kosten.



Quelle: Cargofresh, GBC; *um Verschmelzungsgewinn bereinigte Ergebniskennzahlen

Das EBITDA belief sich somit auf 10,38 Mio. €. Die Sondereffekte herausgerechnet, lag das EBITDA mit -2,69 Mio. € im negativen Bereich.

Goodwill aus Verschmelzung wird planmäßig abgeschrieben

Die Abschreibungen beliefen sich auf 1,75 Mio. € und waren maßgeblich geprägt durch Amortisierungen des Geschäfts- und Firmenwertes (Goodwill). Zum einen wird der Goodwill aus der Verschmelzung mit der MES GmbH und zum anderen aus der Verschmelzung der Cargofresh Technologies GmbH auf die Cargofresh AG abgeschrieben. Insgesamt summierten sich die Goodwillabschreibungen in 2007 auf 1,21 Mio. €. Das EBIT belief sich damit auf 8,64 Mio. €. Bereinigt um den Verschmelzungsgewinn würde sich dieser Betrag auf -4,43 Mio. € belaufen.

Zinsergebnis mit -1,65 Mio. € negativ

Einen positiven Einfluss hatte auch das Beteiligungsergebnis von 2,30 Mio. €, das den vollständig ausgeschütteten Bilanzgewinn der MES GmbH aus dem Geschäftsjahr 2006 widerspiegelt. Wegen der Verschmelzung der MES GmbH auf die Cargofresh AG ist der Ergebniseffekt als einmalig anzusehen.

Das Zinsergebnis fiel mit -1,65 Mio. € negativ aus. Zinserträgen von 0,95 Mio. € standen Zinsaufwendungen in Höhe von 2,60 Mio. € gegenüber. Der positive Zinsbeitrag wurde im wesentlichen durch Wertpapiere des Anlagevermögens, wie Anleihen und Genussscheine, generiert. Die Zinsaufwendungen rühren vornehmlich aus Zinsverbindlichkeiten gegenüber Anleihegläubigern für Schuldverschreibungen in Höhe von insgesamt 28 Mio. € her.

Ein Ertragsteueraufwand fiel per Saldo nicht an. Zwar wurden auf die Erträge auf Finanzanlagen Kapitalertragssteuern und Zinsabschlagssteuern zuzüglich Solidaritätszuschläge in einer Gesamthöhe von rund 0,48 Mio. € abgeführt. Jedoch wurden diese Aufwendungen durch Körperschaftsteuergutschriften in gleicher Höhe wieder ausgeglichen.

Der Jahresüberschuss belief sich zum Ende des Geschäftsjahres 2007 auf 9,28 Mio. €. Bereinigt um den Verschmelzungsgewinn ergibt sich ein Betrag von -3,79 Mio. €.

Nach 2006 musste auch in 2007 ein negativer Cash-Flow in Höhe von -4,79 Mio. € ausgewiesen werden. Die zahlungsunwirksamen Verschmelzungsgewinne sind dabei berücksichtigt und entsprechend eliminiert. Durch Investitionen in das Finanzanlagevermögen in Form von Wertpapiererwerben fiel auch der Investitions-Cash-Flow mit -5,18 Mio. € negativ aus. Der resultierende Free-Cash-Flow von -9,97 Mio. € wurde durch die Begebung von Anleihen ausgeglichen.

Geschäftsbereich ES bereits heute operativ profitabel

In den genannten Zahlen spiegeln sich die hohen Aufwendungen für Marktprojekte und technische Verbesserungen der CA-Anlagen wider, während die Umsätze auf Grund der abschließenden Bereinigung der technischen Probleme an den bisherigen CA-Anlagen noch nicht wie erwartet generiert werden konnten. Somit wurde im Geschäftsbereich CA in 2007 ein EBITDA von -1,36 Mio. € und ein EBIT von -2,92 Mio. € erwirtschaftet. Der Geschäftsbereich Energiesysteme (ehemalige MES GmbH) arbeitet dagegen profitabel.

Die Richtung, in die sich die Cargofresh im Jahr 2007 entwickelte, ist als positiv zu werten. Die ergebnisbelastenden Aufwendungen haben zu nennenswerten Erfolgen geführt. So werden die neu entwickelten Containeranlagen nach Unternehmensangaben seit über einem Jahr operativ auf dutzenden Seetransporten eingesetzt, ohne dass es zu Störungen kam. Basierend auf diesen Erfolgen werden derzeit verschiedene Gespräche über Großaufträge geführt. Insgesamt wirkten sich die Aufwendungen noch stark ergebnisbelastend aus, jedoch wurden entscheidende Erfolge bei der Anlagenentwicklung erzielt, die darauf hindeuten, dass erste Aufträge in nennenswerten Volumina in Kürze bevorstehen könnten.

Bilanzielle und finanzielle Situation

Das Eigenkapital der Cargofresh AG beläuft sich auf 16,93 Mio. €, was einer Eigenkapitalquote von 33,32 % entspricht. Im April 2007 wurde das Grundkapital zuletzt durch eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln von 220.000 € auf 6.160.000 € erhöht.

Des Weiteren ist die Passivseite der Bilanz maßgeblich geprägt durch zwei Unternehmensanleihen, die mit einem Gesamtvolumen von 28 Mio. € emittiert wurden. Eine Anleihe im Gesamtnennwert von 8 Mio. € wurde im Februar 2006 vollständig platziert. Eine zweite Anleihe im Gesamtnennwert von 20 Mio. € ist im Laufe des Jahres 2007 vollständig platziert worden. Beide Anleihen sind mit einem Satz von 9 % pro Jahr verzinst und haben eine Laufzeit bis 2010 bzw. 2012.

Die Bankverbindlichkeiten in Höhe von 1,72 Mio. € sind ihrer Höhe nach von eher untergeordneter Bedeutung und haben im Wesentlichen eine Laufzeit von ein bis fünf Jahren. Die sonstigen Verbindlichkeiten enthalten ausstehende Zinszahlungen zur Bedienung der Zinsen aus der ausgegebenen Anleihe in Höhe von 1,08 Mio. € sowie Darlehensverbindlichkeiten in einer Gesamtsumme von 0,72 Mio. € gegenüber drei Aktionären.

Im Anlagevermögen, auf der Aktivseite, ist vor allem der hohe Geschäfts- und Firmenwert auffällig, der sich auf eine Summe von 28,74 Mio. € beläuft. Hierzu trugen vor allem zwei Ereignisse bei. Zum einen wurden durch die Verschmelzung der Cargofresh Technologies GmbH sowie der Cargofresh Verwaltungsgesellschaft GmbH auf die Cargofresh AG stille Reserven aufgedeckt, die sich im Geschäfts- und Firmenwert auf 12,38 Mio. € beliefen. Mit der Verschmelzung der MES GmbH auf die Cargofresh AG wurden ebenfalls stille Reserven im Bereich Geschäfts- und Firmenwert aufgedeckt. Diese beliefen sich auf 17,77 Mio. €. Die Abschreibungen auf den Geschäfts- und Firmenwert werden über 20 Jahre vorgenommen und belaufen sich pro Jahr auf circa 1,20 Mio. €.

Des Weiteren hat die Cargofresh AG erlöste Mittel aus den beiden Anleiheausgaben, die momentan nicht unmittelbar benötigt werden, in fremde Anleihen reinvestiert. Dabei wurden bislang 10,39 Mio. € in Anleihen und Genussscheine verschiedener Emittenten angelegt, die eine Verzinsung von 8,5 % bis 9,0 % gewähren. Damit wird der Zinsaufwand aus der eigenen begebenen Anleihe teilweise kompensiert.

Maßgeblich geprägt ist das Bilanzbild gegenüber dem Vorjahr durch die Übernahme der MES GmbH. Dadurch haben sich nahezu alle Bilanzpositionen verändert, die neben den oben besprochenen Positionen jedoch keine wesentliche Rolle spielen.

Insgesamt hat sich die finanzielle Situation der Gesellschaft gegenüber unserer Ersteinschätzung (siehe Researchstudie Pre-IPO vom 04.09.07) kaum verändert und Cargofresh ist durch die hohen eingeworbenen Summen der Anleiheemission noch solide finanziert. Durch die vom Unternehmen geplante starke Belegung des Geschäfts muss in den kommenden Jahren ein Cash-Flow erwirtschaftet werden, der die Rückzahlung der Anleihen bei Fälligkeit in den Jahren 2010 und 2012 ermöglicht. Allerdings plant das Unternehmen eine Kapitalerhöhung und hat hierfür durch Beschluss der Hauptversammlung in 2007 ein genehmigtes Kapital in Höhe von 3,08 Mio. € geschaffen, das auf Basis des von uns gesehenen fairen Werts der Aktie zu einem Mittelzufluss von rund 19 Mio. € führen könnte. Diese Kapitalerhöhung kann nach erfolgtem Listing über die Börse oder durch Ausschluss des Bezugsrechts durch einen Großinvestor erfolgen.

Ein Risiko liegt weiterhin in dem hohen aktivierten Geschäfts- und Firmenwert. Sollte die Entwicklung der Cargofresh AG nicht wie geplant stark anziehen, könnte sich erheblicher außerordentlicher Abschreibungsbedarf ergeben.

Ausgegebene Anleihen sichern langfristige Liquidität

Fast 30 Mio. € Goodwill durch Verschmelzungen

Verschmelzung mit MES hat Bilanzbild maßgeblich geprägt

Bewertung

DCF Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 4,1 %.

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,43.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 12,2 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Angesichts des hohen Verschuldungsgrads ist ein Ansatz von relativ hohen Eigenkapitalkosten angemessen. Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 40 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,0 %.

Kapitalkosten von
9,00 % ermittelt

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	12 %
Gewicht in %	40 %
Fremdkapitalkosten	9 %
Gewicht in %	60 %
Taxshield in %	22,5 %
WACC	9,0 %

Prognose und Modellannahmen

Bisher sind auf Grund der Verzögerungen im Vertrieb und durch die Notwendigkeit der Nachbesserung der Anlagen, erst wenige CA-Anlagen der Cargofresh AG in Betrieb. Dabei sind in etwa gleich viele Containersysteme im Einsatz wie Trailersysteme.

Für 2007 sollten nach unseren bisherigen Schätzungen erste Aufträge über 30 Anlagen eintreffen. Tatsächlich wurden in 2007 jedoch nur 10 Anlagen bestellt, die allerdings im ersten Quartal 2008 fakturiert und bezahlt wurden. Insgesamt gingen wir in unserer Studie vom 04.09.2007 davon aus, dass in 2008 rund 300 CA-Anlagen verkauft werden können, was einem Umsatzvolumen von rund 5,55 Mio. € entspräche. Diese Schätzung halten wir auch noch jetzt aufrecht. Zudem kommt in 2008 erstmalig der volle Jahresumsatz der ehemaligen MES GmbH zum Tragen. Bei dieser gehen wir davon aus, dass ein Umsatzniveau von 12,00 Mio. € erreicht werden kann. Gegenüber unserer Ersteinschätzung haben wir die Erwartungen auf Grund des erhöhten konjunkturellen Risikos im Zuge der Immobilienkrise, ausgehend von den USA, leicht zurückgenommen. Beide Geschäftsbereiche zusammengekommen sollten die Umsatzerlöse gegenüber 2007 deutlich von 7,15 Mio. € auf 17,55 Mio. € erhöhen.

Auch ergebnisseitig ist in 2008 mit einer deutlichen Verbesserung zu rechnen. So gehen wir davon aus, dass auf EBITDA-Ebene die Gewinnschwelle erreicht werden kann. Wir prognostizieren ein EBITDA von 1,00 Mio. €, was einer Marge von 5,68 % entsprechen würde. In 2007 belief sich das EBITDA ohne Berücksichtigung der Sondereffekte noch auf -2,69 Mio. €. Das EBIT erwarten wir auch in 2008 auf Grund der Abschreibungen in Höhe von rund 2,00 Mio. € noch mit -1,00 Mio. € negativ. Auf Jahresüberschussbasis rechnen wir für die Cargofresh AG in 2008 mit -2,50 Mio. €.

Gegenüber unseren bisherigen Schätzungen haben sich damit die Ergebniskennzahlen verringert. Das ist zum einen auf das um 2 Mio. € verminderte Umsatzniveau zurückzuführen. Zum anderen wirken sich Synergieeffekte zwischen den beiden Geschäftsbereichen CA und ES noch nicht in dem Maße aus, da bisher noch keine nennenswerten Großaufträge im Bereich CA erzielt werden konnten. Entsprechend fallen die Kostenquoten im Bereich Material und Personal leicht höher aus.

Auch in 2009 halten wir an unserer bisherigen Einschätzung bezüglich der Anzahl der erwarteten abzusetzenden Menge an CA-Anlagen von 500 fest, was Umsatzerlösen im CA-Bereich von 9,25 Mio. € entspricht. Beide Geschäftsbereiche zusammen sollten in 2009 rund 22,75 Mio. € an Umsatzerlösen erreichen können.

Die EBITDA-Marge sollte sich dann bereits auf 15,63 % belaufen und der Jahresüberschuss mit 1,06 Mio. € erstmals positiv ausfallen. Auch hier haben wir unsere Schätzungen gegenüber der Ersteinschätzung leicht nach unten korrigiert, was ebenfalls hauptsächlich auf eine Anpassung der erwarteten Umsatzerlöse um 1,00 Mio. € zurückzuführen ist.

Auch wenn auf Grund einer guten Aufnahme der CA-Anlagen der Cargofresh AG am Markt für die Jahre nach 2009 ein enormes Wachstumspotenzial besteht, gehen wir für den zweiten Planungshorizont zwischen 2010 und 2013 vorsichtig von leicht nachlassenden Umsatzzuwächsen aus. Die Planungen des Unternehmens sehen für die kommenden Jahre eine Ziel EBIT-Marge von 25 % vor. Diese Erwartungen nehmen wir in unseren Planun-

Erste Großaufträge bereits in 2008 erwartet

EBITDA in 2008 mit 1,00 Mio. € positiv erwartet

2009 erstmals positiver Jahresüberschuss

EBITDA-Marge von 20 % könnte übertroffen werden

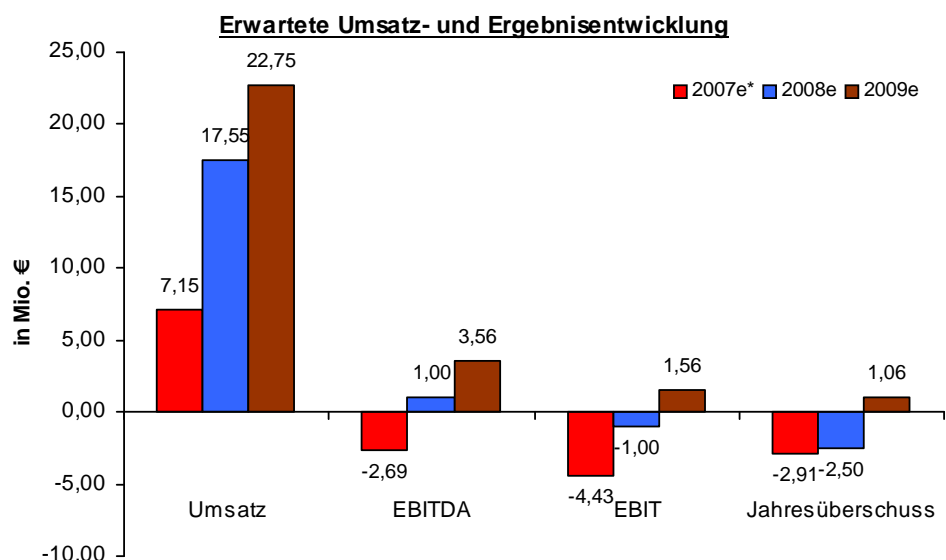
Synergieeffekte werden Produktivität steigern

gen zunächst noch nicht auf, um dem Risiko gerecht zu werden, dass das Unternehmen inzwischen zwar ein funktionstüchtiges Produkt vorweisen kann, sich aber noch in einem frühen Stadium der Marktdurchdringung befindet. Auf EBITDA-Basis lassen wir die Marge bei einem Niveau von 20 % zunächst stagnieren. Auch hier sind bei positiver Geschäftsentwicklung deutlich höhere Margen und damit Ergebnisse denkbar. Eine Anpassung unserer Erwartungen werden wir bei entsprechend positiver Entwicklung des operativen Geschäfts vornehmen.

Insbesondere sollten sich Synergieeffekte aus beiden Geschäftsbereichen CA und ES positiv auf die Marge auswirken. Durch die Fertigung der Container-Anlagen im Bereich ES wird bei steigenden Umsätzen die Auslastung verbessert und bestehende Kapazitäten werden besser genutzt, was sich positiv auf die Personalkostenquote auswirken sollte. Die Herstellung von größeren Serien von CA-Anlagen wird sich auch vermindern auf die Materialkostenquote niederschlagen. Auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen werden in den kommenden Jahren nicht mehr in diesem Umfang durch Beratungskosten, Entwicklungskosten und Kosten für den Börsengang belastet, so dass es zu einer Absenkung der Kostenquote kommen sollte.

Die Abschreibungen betreffen vor allem Abschreibungen auf den durch die Verschmelzungen aktivierten Goodwill. Investitionen in das Anlagevermögen werden in größerem Umfang nicht erwartet. Angrenzend zu dem Produktionsgebäude des Bereiches ES wurde ein weiteres Grundstück für 0,19 Mio. € erworben. Hier soll im Laufe der kommenden Jahre eine weitere Produktionshalle errichtet werden, wenn sich der Geschäftsverlauf entsprechend entwickelt und eine Expansion der Kapazitäten notwendig wird.

Beim Zinsergebnis sollte es nach einer vom Unternehmen geplanten Kapitalerhöhung, mit deren Mitteln ein teilweiser Rückkauf der Anleihen vor Fälligkeit vorgesehen ist, zu einer deutlichen Verbesserung des Zinssaldos kommen.



Quelle: GBC; * Ergebniskennzahlen bereinigt um Sondereffekte

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2010 - Phase 2	
Umsatzwachstum	10 % - 25 %
EBITDA-Marge	20 %
Steuerquote	30 %
Working Capital in % vom Umsatz	6,6 %
Umsatz zu OAV	5,0
Abschreibungen vom OAV 22 % - 33 %	
Werttreiber - DCF Bewertung Endwert - Phase 3	
Umsatzwachstum	2 %
Kapitalrendite	46,3 %

Discounted Cashflow-Modell

Die Cargofresh AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF- Modells bewertet. Angefangen mit konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2008 bis 2009 in Phase Eins (siehe auch Seiten 13/14), erfolgt in den Jahren 2010 bis 2013 eine Verstetigung der Annahmen.

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

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,0 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2008 entspricht als **Kursziel 6,21 Euro**.

DISCOUNTED CASHFLOW Modellszenario Cargofresh AG								
in Mio. EUR	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	Endwert
Umsatz	17,550	22,750	28,438	32,703	37,609	43,250	47,575	
Umsatzveränderung	129,0%	29,6%	25,0%	15,0%	15,0%	15,0%	10,0%	2,0%
EBITDA-Marge	5,7%	15,6%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Abschreibungen	-2,000	-2,000	-1,840	-1,877	-1,897	-1,880	-1,903	
Abschreibungen vom OAV	43,5%	40,0%	36,8%	33,0%	29,0%	25,0%	22,0%	
EBITA	-1,003	1,556	3,848	4,664	5,625	6,770	7,612	
EBITA-Marge	-5,7%	6,8%	13,5%	14,3%	15,0%	15,7%	16,0%	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	0,0 %	0,0 %	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
EBI (NOPLAT)	-1,003	1,556	2,693	3,265	3,937	4,739	5,328	5,859
Working Capital	1,115	1,500	1,877	2,158	2,482	2,854	3,140	
Working Capital zu Umsatz	6,4%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	
Operatives Anlagevermögen	4,600	5,000	5,688	6,541	7,522	8,650	9,515	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen	3,815	4,550	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	
Investiertes Kapital (IK)	5,715	6,500	7,564	8,699	10,004	11,504	12,655	
Kapitalrendite	-19,5%	27,2%	41,4%	43,2%	45,3%	47,4%	46,3%	46,3%
Free Cashflows:								
EBITDA	0,997	3,556	5,688	6,541	7,522	8,650	9,515	
Steuern auf EBITA	-	-	-1,154	-1,399	-1,687	-2,031	-2,284	
Investitionen in OAV	-1,316	-2,400	-2,528	-2,730	-2,878	-3,009	-2,768	
Veränderung des Working Capital	-126,5%	-38,5%	-37,7%	-28,2%	-32,4%	-37,2%	-28,5%	
Investitionen in Goodwill	-	-	-	-	-	-	-	
Freier Cashflow	-1,58	0,77	1,63	2,13	2,63	3,24	4,18	80,46

VALUATION in Mio. EUR	GJ 2006	GJ 2007e	GJ 2008e	GJ 2009e
Barwert expliziter FCFs	7,904	10,196	10,339	9,638
Barwert des Continuing Value	44,104	48,059	52,369	57,065
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	52,008	58,255	62,708	66,703
Nettoschulden (Net debt)	16,948	20,032	20,760	20,381
Barwert aller Optionsrechte	-	-	-	-
Wert des Eigenkapitals	35,060	38,224	41,948	46,321
Fremde Gewinnanteile	-	-	-	-
Wert des Aktienkapitals	35,060	38,224	41,948	46,321
Ausstehende Aktien in Mio.	6,160	6,160	6,160	6,160
Fairer Wert der Aktie in EUR	5,69	6,21	6,81	7,52

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR	GJ 2007e	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Dividendenzahlung	-	-	-	-
Aktienrückkäufe	-	-	-	-
Zinsaufwand/ertrag	-1,500	-0,500	0,000	0,500

Sensitivitätsanalyse Fairer Wert je Aktie in Euro

		WACC				
		8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%
Kapitalrendite	26,3%	3,68	3,14	2,68	2,29	1,95
	36,3%	5,86	5,09	4,44	3,89	3,40
	46,3%	8,03	7,04	6,21	5,49	4,86
	56,3%	10,20	8,99	7,97	7,08	6,32
	66,3%	12,38	10,94	9,73	8,68	7,78

Fairer Wert pro Aktie liegt bei 6,21 €

Markt für CA-Anlagen bietet großes Potenzial

Break-even auf EBITDA-Basis bereits in 2008

Kursziel auf 6,21 € gesetzt und Rating KAUFEN bestätigt

Fazit

Die Cargofresh AG bewegt sich in einem Markt, der hohes Wachstumspotenzial verspricht. Die internationalen Frachtraten sind seit Jahren stark ansteigend und der Früchteexport nimmt ebenfalls rapide zu. Dabei spielt die wachsende Nachfrage aus Europa und Schwellenländern, wie China, eine große Rolle. Nicht zuletzt machen die stark gestiegenen Ölpreise die Seefracht immer attraktiver, da diese im Vergleich zur Luftfracht pro Einheit deutlich günstiger ist. Auch der Umweltaspekt ist dabei nicht zu vernachlässigen, da Seetransporte im Verhältnis zu Lufttransporten nur einen Bruchteil an Kohlendioxidausstoß verursachen.

In den vergangenen Jahren hat Cargofresh eine sehr leistungsfähige CA-Anlage entwickelt, die bestehenden Technologien auf dem Markt gemäß Unternehmensaussagen deutlich überlegen ist und damit Vorteile gegenüber den bisher eingesetzten CA-Anlagen der verschiedenen Wettbewerber bietet. Nicht nur die Sollwerte der Atmosphäre im Container werden in schnellster Zeit erreicht, auch die Kombination des Gasgemischs im Container ist flexibel veränderbar. Zudem arbeitet die „zweite Generation“ der Anlagen - eine grundlegende Neuentwicklung - seit über einem Jahr störungsfrei.

Die Aufwendungen für die Entwicklung der Technologie sowie zur Markterschließung haben die Ergebnisse in der Vergangenheit noch stark belastet. Bald sollten sich die Anstrengungen jedoch bezahlt machen und erste nennenswerte Aufträge generiert werden können. Verhandlungen über Aufträge werden derzeit bereits viel versprechend geführt. Der Break-even auf EBITDA-Basis sollte bereits in 2008 erzielt werden können.

Nichtsdestotrotz haben wir unsere Prognosen gegenüber der Ersteinschätzung vom 04.09.07 zunächst leicht zurückgenommen. Seither konnten zwar die Verhandlungen über Großaufträge ausgebaut und intensiviert, aber noch nicht abgeschlossen werden. Zudem hat sich das Risiko einer konjunkturellen Abschwächung erhöht, was sich auch negativ auf das Investitionsverhalten von Exporteuren und Reedereien auswirken könnte.

Wir gehen nun davon aus, dass in 2008 ein EBITDA von 1,00 Mio. € erreicht werden kann, sofern im laufenden Jahr noch ein nennenswerter Großauftrag generiert werden kann. Auf Basis des Jahresüberschusses rechnen wir in 2008 noch nicht mit einem positiven Ergebnis, wohl aber für 2009, wo wir einen erstmals positiven Überschuss von 1,06 Mio. € erwarten. Bereits in 2010 erwarten wir eine EBITDA-Marge von mindestens 20 %, was jedoch bei erfolgreicher Entwicklung eine konservative Annahme ist. Deutlich höhere Margen sind bei erfolgreichem Geschäftsverlauf ebenfalls denkbar.

Die hohen Wachstumschancen bergen für Anleger ein attraktives Potenzial. Seit dem Listing zu einem Kurs von 5 € ist der Kurs auf inzwischen 3,46 € zurückgekommen. Zwar haben wir unser Kursziel gegenüber der Ersteinschätzung vom 04.09.07 von 6,94 € leicht auf 6,21 € zurückgenommen, jedoch ergibt sich damit wiederum ein erwartetes Kurspotenzial von fast 80 %. Sobald erste Erfolgsmeldungen verkündet werden, sollte der Kurs merklich anziehen können. Wir behalten unser Rating KAUFEN daher unverändert bei.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst

Cosmin Filker, Junior Analyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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