

25.11.2008

Cargofresh AG^{*(5)}

KAUFEN

Fairer Wert:
4,42 €

Kurs zum 24.11.2008,
11:53 Uhr, XETRA:
0,94 €

**Letztes Rating
(Kursziel):**

KAUFEN (6,21 €)

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

Katalog möglicher Inter-
essenskonflikte auf S. 11

Unternehmensprofil:

Branche: Logistik/Elektronik
Fokus: „Controlled Atmosphere“-
Anlagen, Stromerzeugungs- und
Stromverteilungsanlagen

Mitarbeiter: 108 (30.06.2008)

Firmensitz: Ahrensburg, D

Gründung: 1998

Vorstandssprecher:
Herr Peter W. Wich

WKN: 604917

ISIN: DE0006049174

Börsenkürzel: CF1

Anzahl Aktien: 6,160 Mio.

Marktkap.: 5,79 Mio. Euro

Streubesitz: 15 % - 20 %

52 W Hoch: 4,70 Euro

52 W Tief: 0,94 Euro

Durchs. Tagesvolumen : 4.165 €



In Mio. €	2006 ^{1,2)}	2007 ²⁾	2008e	2009e
Umsatz	16,59	7,15 ⁴⁾	15,00	21,50
EBITDA	-0,91	-2,69	0,55	3,50
EBIT	-1,25	-4,43	-1,45	1,50
Jahresüberschuss	-1,74	-3,79	-2,95	0,00
In Euro				
Gewinn je Aktie	-0,28 ³⁾	-0,62	-0,48	0,00
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00
In %				
EBITDA-Marge	neg.	neg.	3,67 %	16,28 %
EBIT-Marge	neg.	neg.	neg.	6,98 %
Dividendenrendite	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Kennzahlen				
EV/Sales	16,05	2,97	1,52	1,06
EV/EBITDA	neg.	neg.	41,34	6,50
KGV	neg.	neg.	neg.	neg.
KBV (31.12.2007)		0,39		

¹⁾ Pro-Forma-Zahlen

²⁾ Geschäftsjahre 2006 und 2007 bereinigt um Sondereffekte aus Verschmelzungsgewinnen

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:

- Umsatz- und Ergebnisverbesserung zum Vorjahreshalbjahr
- Nachfragebelebung im Bereich CA zu spüren
- Anpassung unserer Schätzungen und des Kursziels
- Schätzungen trotz guter Unternehmensentwicklung zu hoch
- Kursziel von 6,21 € auf 4,42 € nach unten angepasst

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.

Umsatz- und Ergebnisentwicklung 1. Halbjahr 2008

Zum Halbjahr 2008 konnte die Cargofresh AG Umsatzerlöse in Höhe von 8,12 Mio. € erzielen. Zu berücksichtigen dabei ist, dass die MES GmbH im Vorjahr erst zum 30.04. konsolidiert wurde und damit in den ersten vier Monaten 2007 noch keine Umsatzbeiträge lieferte. Ein Vergleich mit dem Vorjahr ist daher nur bedingt möglich. Zieht man jedoch die pro-forma-Zahlen heran, wäre im ersten Halbjahr 2007 ein Umsatz von 5,44 Mio. € entstanden. Daraus ergibt sich ein pro-forma Umsatzwachstum im ersten Halbjahr 2008 von knapp 50 %. Die pro-forma Betrachtung außer Acht gelassen, erzielte die Gesellschaft im ersten Halbjahr 2007 1,55 Mio. € Umsatzerlöse.

Weiterhin war der Bereich „Energiesysteme“ (ES) das deutlich umsatzstärkere Segment und steuerte mit 7,25 Mio. € rund 89,3 % der Umsatzerlöse bei. 0,87 Mio. € der Umsatzerlöse wurden im Bereich „Controlled Atmosphäre“ (CA) erzielt. Wesentlich für diesen Erfolg war die Abwicklung eines Auftrags eines großen Nutzfahrzeugdienstleisters. Dennoch blieb die abgesetzte Zahl an CA-Containern deutlich hinter unseren ursprünglichen Erwartungen zurück und es zeigt sich, dass der Vertriebsprozess länger dauert als zunächst angenommen.

Auch die Ergebnisentwicklung war weiterhin aufwärtsgerichtet geprägt. So konnte ein EBITDA in Höhe von –0,11 Mio. € erzielt und damit beinahe der operative Break-even erreicht werden. Zum Vorjahreshalbjahr lag der Verlust auf EBITDA-Basis noch bei –1,53 Mio. € und damit deutlich höher.

Wesentlich bemerkbar macht sich bei der Ergebnisentwicklung die Fixkostendegression bei einem steigenden Absatz von CA-Anlagen. So zum Beispiel im Bereich der Personalkosten. Die Mitarbeiteranzahl kletterte zwar akquisitionsbedingt auf nunmehr 108, so dass auch die Personalaufwendungen im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 115,8 % auf 2,29 Mio. € stark anstiegen, jedoch verringerte sich die Personalkostenquote deutlich von zuvor 63,1 % auf 29,2 %. Dieser Effekt sollte sich in den kommenden Geschäftsjahren noch weiter verstärken.

Auch bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen kam es zu einer deutlichen Verbesserung. Im Vorjahreshalbjahr beliefen sich diese noch auf 1,42 Mio. € und konnten in 2008 auf 1,18 Mio. € gesenkt werden. Der Grund für den Rückgang ist in dem Entfallen von Anleihekosten zu sehen, die im Vorjahr einen wesentlichen Teil der sonstigen betrieblichen Aufwendungen ausmachten. Auch die Kosten für den Börsengang fanden sich im letzten Geschäftsjahr in dieser Position wieder und fielen entsprechend in 2008 nicht erneut an.

Die Abschreibungen entwickelten sich ebenfalls wie erwartet und lagen mit 1,18 Mio. € im Rahmen unserer Erwartungen. Zum Vorjahr war nur ein leichter Anstieg von 0,16 Mio. € zu verzeichnen.

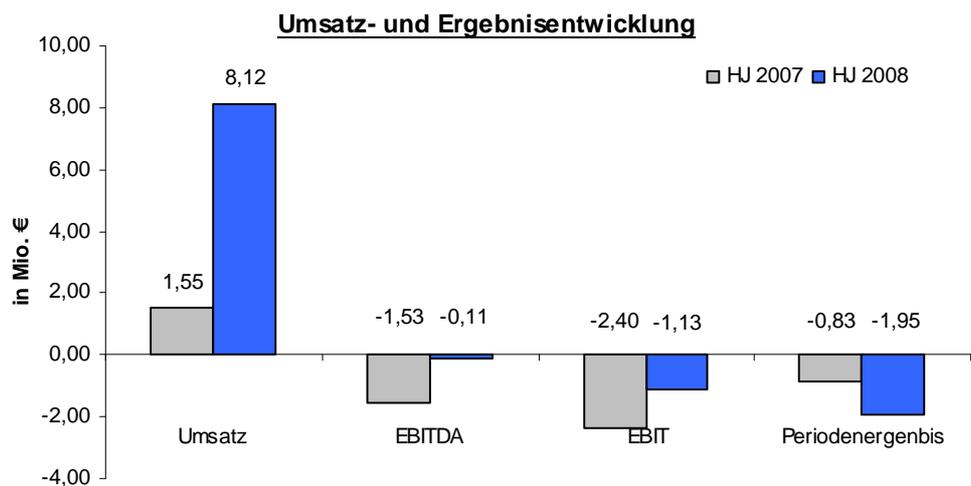
Entsprechend dem EBITDA entwickelte sich auch das EBIT erfreulich. Mit –1,13 Mio. € lag dieses zwar noch deutlich im negativen Bereich, aber im Vergleich zum Vorjahr, als das EBIT mit –2,40 Mio. € zu Buche stand, hat sich das Ergebnis deutlich verbessert.

Die genannten Ergebnisgrößen für das Geschäftsjahr 2007 sind jeweils um einmalige Sondereffekte aus der Verschmelzung mit der MES GmbH bereinigt. Im Zuge der Verschmelzung wurden stille Reserven in Höhe von 13,22 Mio. € aufgedeckt, die sich ergebniserhöhend auswirkten. Auch das im Vorjahr ausgewiesene Beteiligungsergebnis ist in 2008 nicht mehr enthalten.

Inzwischen ist die MES GmbH vollkonsolidiert, so dass kein Beteiligungsergebnis mehr entsteht.

Beim Zinsergebnis kam es nahezu zu keiner Veränderung im Vergleich zum Vorjahr. Die Zinserträge bzw. Erträge aus Wertpapieren beliefen sich im ersten Halbjahr 2008 auf 0,51 Mio. € und lagen damit auf dem Vorjahresniveau. Die Zinsaufwendungen stiegen leicht um 0,10 Mio. € auf 1,33 Mio. € an. Der ausschlaggebende Faktor für die Zinsaufwendungen sind weiterhin die beiden ausgegebenen Anleihen mit einem Gesamtvolumen von zusammen 28 Mio. €. Die Zinserträge wurden ihrerseits aus Anleihen und Genussscheinen dritter Emittenten erzielt. Zum Halbjahr verringerte sich der Bestand an den Finanzanlagen um rund 2,89 Mio. €, da drei kleinere Anleihepositionen dreier verschiedener Emittenten verkauft wurden.

Ertragssteuern fielen entsprechend dem noch negativen Vorsteuerergebnisses nicht an. Darüber hinaus verfügt das Unternehmen noch über rund 5,50 Mio. € steuerliche Verlustvorträge, die sich in den kommenden Perioden steuermindernd auswirken werden. Das Periodenergebnis lag mit 1,95 Mio. € im negativen Bereich. Im Vorjahr lag das Periodenergebnis bereinigt um die Verschmelzungsgewinne mit -0,83 Mio. € im negativen Bereich. Einen positiven Einfluss hatte im Vorjahr dabei das Beteiligungsergebnis der MES GmbH in Höhe von 2,30 Mio. €.



Quelle: Cargofresh, GBC, Ergebnisse 2007 bereinigt um Sondererträge

Prognose und Modellannahmen

Die jüngste Entwicklung der Cargofresh AG erscheint in Ordnung. Im ersten Halbjahr konnten immerhin bereits 10 CA-Anlagen an einen Kunden ausgeliefert werden. Die gelieferte Stückzahl trug zu einem Umsatzvolumen von 0,87 Mio. € bei. Damit wird deutlich, dass schon eine leicht steigende Stückzahl an ausgelieferten CA-Anlagen einen wesentlichen Einfluss auf die Umsatzentwicklung hat. Entsprechend groß sind auch die Auswirkungen auf die Ergebnis- und Margensituation. Nichtsdestotrotz blieben die abgesetzten Stückzahlen an CA-Anlagen im bisherigen Jahresverlauf, auf Grund eines längeren als bisher angenommen dauernden Vertriebsprozesses, hinter unseren ursprünglichen Erwartungen zurück.

Der Auftragsbestand beläuft sich derzeit auf 4,8 Mio. €, was eine deutliche Belebung gegenüber den vergangenen Monaten bedeutet. Erst vor wenigen Tagen sicherte eine große deutsche Reederei zu, 35 weitere CA-Container erwerben zu wollen. 12 sind inzwischen fest bestellt, 23 weitere sollen noch

in 2008 folgen. Das Gesamtvolumen dieses Auftrages liegt schätzungsweise bei 1 Mio. € und sollte noch in diesem Jahr umsatz- und ergebniswirksam werden. 4 weitere CA-Container sind jüngst an eine Leasinggesellschaft verkauft worden. Mit der selben Leasinggesellschaft sind weitere 16 CA-Container im Gespräch und könnten noch in diesem Jahr umsatzwirksam werden.

Ein weiterer Trend ist die verstärkte Nachfrage nach der Möglichkeit die Container zu mieten bzw. zu leasen. Aus diesem Grund soll nun sukzessive damit begonnen werden einen Vermietbestand an CA-Containern auszubauen. Vor diesem Hintergrund läuft aktuell auch die Platzierung einer Anleihe mit einem Gesamtvolumen von bis zu 40 Mio. €. Der Angebotszeitraum erstreckt sich angesichts des hohen Volumens bis zum 15.09.2009. Neben dem Aufbau des Vermiet- und Leasinggeschäfts sollen die Emissionserlöse auch dazu genutzt werden die bisher emittierten Anleihen vorzeitig zurückzukaufen und gegebenenfalls auch das anorganische Wachstum voranzutreiben.

Trotz der guten Entwicklung im ersten Halbjahr und der immer besser werdenden Aussichten, passen wir unsere Schätzungen für die Geschäftsjahre 2008 und 2009 nach unten an. Dies ist auch mit dem Hintergrund der sich voraussichtlich abschwächenden Konjunktur zu sehen. Vor allem auf den Geschäftsbereich ES könnte dies einen besonderen Einfluss haben. Während dieser Bereich noch in 2008 mit über 30 % wachsen sollte, gehen wir für 2009 von einem deutlich niedrigeren, aber dennoch zweistelligen, Wachstum aus. Im Bereich CA sehen wir eine merkliche Nachfragebelebung und steigende Aufmerksamkeit der Kunden für CA-Anlagen. Dennoch lagen wir mit unseren bisherigen geplanten Stückzahlen zu hoch und passen unsere Umsatzprognosen für 2008 und 2009 daher nach unten an.

in Mio. €	2008e alt	2008e neu	2009e alt	2009e neu
Umsatzerlöse	17,55	15,00	22,75	21,50
EBITDA	0,98	0,55	3,56	3,50
EBITDA-Marge	5,68 %	3,67 %	15,63 %	16,28 %
EBIT	-1,00	-1,45	1,56	1,50
EBIT-Marge	neg.	neg.	6,84 %	6,98 %
Jahresüberschuss	-2,50	-2,95	1,06	0,00

Quelle: GBC

Unsere Anpassung der Umsatzerwartungen schlägt sich auch auf die Ergebnisprognosen nieder und wir korrigieren auch die Schätzungen für die Ergebniskennzahlen nach unten. Dennoch halten wir für 2008 ein positives EBITDA für möglich. Nachdem das EBITDA zum Halbjahr nahezu ausgeglichen war, sollte die Auslieferung weiterer CA-Anlagen zu den positiven Impulsen führen. Wir erwarten, dass das EBITDA in 2008 bei 0,55 Mio. € liegen wird (Prognose bisher: 0,98 Mio. €).

Auch für 2009 nehmen wir die Schätzungen leicht zurück. So erwarten wir nun 21,50 Mio. € Umsatzerlöse, nach zuvor 22,75 Mio. €. Ergebnisseitig gehen wir ebenfalls vorsichtiger vor als bisher und korrigieren die Erwartungen für das EBITDA von 3,56 Mio. € auf 3,50 Mio. €. Auch beim Nettoergebnis lassen sich die bisherigen Prognosen nicht aufrecht erhalten. Wir gehen davon aus, dass der Break-even erst in 2009 erreicht werden kann. Ausschlaggebend dabei werden die anhaltend hohe Zinsbelastung sowie die Emissionskosten der neuen Anleihe sein. Daher erwarten wir für 2009 ein ausgeglichenes Jahresergebnis.

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. 4,25 %.

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 1,47 (vorher: 1,43).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 12,34 % (vorher: 12,20 %) (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 8,99 % (vorher: 9,00 %).

Kapitalkosten von
8,99 % ermittelt

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	12,34 %
Gewicht in %	40,00 %
Fremdkapitalkosten	9,00 %
Gewicht in %	60,00 %
Taxshield in %	24,99 %
WACC	8,99 %

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2010 - Phase 2	
Umsatzwachstum	15,00 %
EBITDA-Marge	20,00 %
Steuerquote	0,00 % - 25,00 %
Working Capital in % vom Umsatz	4,65 %
Umsatz zu OAV	3,53 - 4,00
Abschreibungen vom OAV	30,77 %

Werttreiber - DCF Bewertung Endwert - Phase 3	
Umsatzwachstum	2,00 %
Kapitalrendite	32,05 %

Discounted Cashflow-Modell

Die Cargofresh AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF- Modells bewertet. Angefangen mit konkreten Schätzungen (siehe auch Seiten 4/5), erfolgt in den Jahren 2010 bis 2015 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 8,99 % (vorher: 9,00 %) errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2008 entspricht als **Kursziel 4,42 Euro**.

DISCOUNTED CASHFLOW Modellszenario Cargofresh AG

in Mio. EUR	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	Endwert
Umsatz	15,00	21,50	24,73	28,43	32,70	37,60	43,24	49,73	
Umsatzveränderung	95,69%	43,33%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	2,00%
EBITDA-Marge	3,67%	16,28%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	
Abschreibungen (auf IK)	-2,00	-2,00	-2,00	-2,15	-2,31	-2,52	-2,89	-3,33	
Abschreibungen vom OAV	32,95%	30,77%	30,77%	30,77%	30,77%	30,77%	30,77%	30,77%	
EBITA	-1,45	1,50	2,94	3,53	4,23	5,01	5,76	6,62	
EBITA-Marge	-9,67%	6,98%	11,91%	12,42%	12,94%	13,31%	13,31%	13,31%	13,31%
effektive Steuerquote	0,00%	0,00%	0,00%	15,00%	15,00%	20,00%	20,00%	25,00%	30,00%
EBI (NOPLAT)	-1,45	1,50	2,94	3,00	3,60	4,00	4,60	4,96	
Working Capital	-0,30	1,00	1,15	1,32	1,52	1,75	2,01	2,31	
Working Capital zu Umsatz	-1,99%	4,65%	4,65%	4,65%	4,65%	4,65%	4,65%	4,65%	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	6,07	6,50	7,00	7,50	8,17	9,40	10,81	12,43	
Umsatz zu OAV	2,47	3,31	3,53	3,79	4,00	4,00	4,00	4,00	
Investiertes Kapital (IK)	5,77	7,50	8,15	8,82	9,70	11,15	12,82	14,75	
Kapitalrendite	-28,24%	25,99%	39,27%	36,85%	40,77%	41,30%	41,30%	38,72%	32,05%

EBITDA	0,55	3,50	4,95	5,69	6,54	7,52	8,65	9,95
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	-0,53	-0,63	-1,00	-1,15	-1,65
Investitionen in OAV	-2,79	-2,43	-2,50	-2,65	-2,98	-3,74	-4,30	-4,95
Veränderung des Working Capital	0,15	-1,30	-0,15	-0,17	-0,20	-0,23	-0,26	-0,30
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Freier Cashflow	-2,09	-0,23	2,30	2,33	2,72	2,55	2,93	3,04

VALUATION in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Barwert expliziter FCFs	7,74	10,53	11,70	10,46
Barwert des Continuing Value	31,83	34,69	37,81	41,21
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	39,57	45,21	49,51	51,66
Nettoschulden (Net debt)	16,95	20,54	22,26	21,97
Barwert aller Optionen	0,00	0,00	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	22,62	24,68	27,24	29,69
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	22,62	24,68	27,24	29,69
Ausstehende Aktien in Mio.	6,16	6,16	6,16	6,16
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,67	4,01	4,42	4,82

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e
Dividendenzahlung	0,00	0,00	0,00	0,00
Aktienrückkäufe	0,00	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwand/ertrag	-1,50	-1,50	-2,00	-1,98
Liquiditätszufluss durch Kapitalerhöhung	0,00	0,00	0,00	0,00

Sensitivitätsanalyse Fairer Wert je Aktie in Euro

		WACC				
		8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%
Kapitalrendite	28,1%	4,85	4,18	3,61	3,12	2,69
	30,1%	5,35	4,63	4,01	3,49	3,03
	32,1%	5,85	5,08	4,42	3,86	3,37
	34,1%	6,36	5,53	4,83	4,23	3,71
	36,1%	6,86	5,98	5,24	4,60	4,04

Fairer Wert pro Aktie liegt bei 4,42 €

Fazit

Die vergangenen Monate haben gezeigt, dass der Vertriebsprozess der CA-Anlagen länger dauert als zunächst angenommen. Auf Grund der hohen finanziellen Tragweite der Investitionsentscheidung behalten sich die Kunden der Cargofresh eine lange Bedenkzeit vor.

Nichtsdestotrotz beginnen die Vertriebsanstrengungen der letzten Quartale inzwischen Früchte zu tragen. Nicht nur erste Aufträge im größeren Umfang konnten abgeschlossen werden, auch der Auftragsbestand hat sich inzwischen merklich erhöht. So ist Cargofresh aktuell gemäß Unternehmensausgabe mit verschiedenen Kunden aus der Logistikbranche in finalen Verhandlungsphasen, was in Kürze zu weiteren Orders in größeren Umfängen führen sollte. Zudem tut sich eine steigende Nachfrage nach der Möglichkeit auf, die CA-Container zu mieten bzw. zu leasen. Aus diesem Grund soll nun ein Vermiet- und Leasingbestand an Containern aufgebaut werden.

Die positive Tendenz der Entwicklung lässt sich auch bereits in den Zahlen für das erste Halbjahr 2008 ablesen. Die Umsatzerlöse lagen zum Halbjahr mit 8,12 Mio. € bereits über dem Niveau des Gesamtjahres 2007. Dabei ist zu beachten, dass die MES GmbH im Vorjahr erst zum 30.04.2007 konsolidiert wurde und damit in den ersten vier Monaten 2007 noch keine Umsatzbeiträge lieferte, was einen Vergleich mit dem Vorjahr nur bedingt möglich macht.

Aber auch ergebnisseitig war die Entwicklung aufwärts gerichtet. Nachdem auf operativer Ebene im Vorjahreszeitraum noch ein Verlust von -1,53 Mio. € ausgewiesen wurde (vor Sondereffekten), konnte im ersten Halbjahr 2008 mit -0,11 Mio. € ein nahezu ausgeglichenes EBITDA erreicht werden. Unter dem Strich liegt das Periodenergebnis jedoch mit -1,95 Mio. € noch stark im roten Bereich.

Finanzierungsseitig sollen die beiden begebenen Anleihen im Gesamtvolumen von 28 Mio. € vorzeitig zurückgekauft werden. Dafür soll bis zum 15. September 2009 eine neue Anleihe mit einem Volumen von 40 Mio. € emittiert werden. Der verbleibende Betrag soll zum Aufbau des Vermiet- und Leasinggeschäfts sowie für eventuelles anorganisches Wachstum verwendet werden.

Auch wenn sich die Aussichten auf die kommenden Geschäftsjahre immer weiter verbessern, lagen unsere bisherigen Schätzungen für die Geschäftsjahre 2008 und 2009 zu hoch. Dies bestätigten die Halbjahreszahlen 2008. Daher haben wir für beide Geschäftsjahre leichte Anpassungen nach unten vorgenommen, was auch mit dem Hintergrund einer erwartet schwächeren konjunkturellen Entwicklung im Jahr 2009 zu sehen ist.

Als Folge haben wir auch das Kursziel für die Cargofresh nach unten korrigiert. Nach zuvor 6,21 € sehen wir den fairen Wert pro Aktie nun bei 4,42 €. Auf dem aktuellen Kursniveau von 0,94 € entspricht dies noch immer einem überdurchschnittlichen Kurspotenzial. Daher bestätigen wir unsere Einschätzung für die Aktien der Cargofresh AG mit KAUFEN.

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 Wertpapierte 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, Bankkaufmann, Finanzanalyst

§ 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