

16.10.12 - GBC Research Comment

S.A.G: Solarstrom AG ^(*6) - Geht die Sonne wieder auf?

Großauftrag aus Spanien stimmt zuversichtlich - positives EBIT in 2012 erwartet sowie Umsatzwachstum in 2013 in Sicht

6,25%-Unternehmensanleihe S.A.G Solarstrom AG
ISIN: DE000A1E84A4
Empfehlung: Attraktiv



7,50%- Unternehmensanleihe S.A.G Solarstrom AG
ISIN: DE000A1K0K53
Empfehlung: Attraktiv



Analyst: Felix Gode, Cosmin Filker

Schwieriges Marktumfeld mit hartem Wettbewerb

Nur die wenigsten Unternehmen aus dem Solarumfeld haben sich in diesem Jahr ohne größere Probleme entwickeln können. Im Gegenteil. Der harte Wettbewerb, einhergehend mit einem starken Preisverfall, hat sogar zu einer regelrechten Insolvenzwelle bei Solarunternehmen geführt.

S.A.G. Solarstrom AG vergleichsweise gut behauptet

Anders bei der S.A.G. Solarstrom AG. Der Projektierer hat sich in diesem Umfeld vergleichsweise stark behauptet. Zwar musste das Unternehmen im 1. HJ 2012 ebenfalls einen deutlichen Umsatzrückgang um 61,4 % auf 53,29 Mio. € sowie ein negatives operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) von -1,70 Mio. € ausweisen, jedoch zeigte sich das Unternehmen damit deutlich stabiler als die meisten Vergleichsunternehmen der Branche. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass im Q2 2012 bereits wieder ein positives EBIT in Höhe von 0,71 Mio. € ausgewiesen wurde.

Anlagebetrieb, Services und Stromproduktion sind wesentliche Stützen des Konzerns

Die vergleichsweise gute Ergebnisentwicklung - insbesondere im Q2 - basiert auf der Tatsache, dass die beiden Geschäftsbereiche Anlagenbetrieb und Services sowie Stromproduktion sehr stabile Ergebnisbeiträge liefern, unabhängig von den Volatilitäten der Gesamtbranche. Beide Segmente zusammen erzielten im 1. HJ 2012 einen EBIT-Beitrag von 2,24 Mio. € und bilden damit eine wesentliche Stütze für den Gesamtkonzern in der momentanen Phase.

Joint Venture mit 440 Mwp zeigt gute Marktpositionierung

Zudem hat die S.A.G. Solarstrom AG unseres Erachtens auf die Veränderungen am Markt reagiert und sich auf die neue Situation eingestellt. Ausdruck dieser Reaktion ist unter anderem der jüngst gemeldete Großauftrag aus Spanien. Dieser beinhaltet, dass im Rahmen eines Joint Ventures, an welchem die S.A.G. Solarstrom AG 51 % der Anteile halten wird, vier Megawatt-Projekte in einem Gesamtvolumen von 440 MWp entwickelt und errichtet werden. Das Auftragsvolumen beläuft sich lt. Unternehmensmeldung dabei auf einen Betrag in dreistelliger Millionenhöhe.

Auftrag ist richtungsweisend

Wenngleich diese Projekte voraussichtlich zum Großteil erst nach 2013 umsatzwirksam werden, ist der Auftrag in unseren Augen richtungsweisend. Denn in Spanien ist die Einspeisevergütung derzeit vollständig ausgesetzt und es können Projekte nur auf Basis von Marktpreisen für Strom umgesetzt werden. Die Wettbewerbsfähigkeit von Solarstrom in südeuropäischen Ländern wird damit belegt und eröffnet Chancen für die Zukunft der gesamten Branche.

Wir erwarten ein leicht positives EBIT für 2012, 2013 wieder deutlich positiv

Hinsichtlich der Entwicklung der S.A.G. Solarstrom AG sind wir zuversichtlich, dass noch im GJ 2012 ein leicht positives EBIT von 0,66 Mio. € erzielt werden kann. Unterstützend wirken dabei die beiden erwähnten Geschäftsbereiche Anlagenbetrieb und Services sowie Stromproduktion. Für 2013 sehen wir indes gute Chancen, dass - im Zuge des Erreichens der Talsohle bei der Preisentwicklung am Solarmarkt - dann wieder deutlich positive EBIT-Zahlen ausgewiesen



werden können. Auch Umsatzsteigerungen sind dann auf Grund einer weiteren Steigerung der Absatzmengen, bei einem gleichzeitigen Stopp des Preisverfalls, wieder realistisch.

Hohe Effektivrenditen biete gute antizyklische Chance

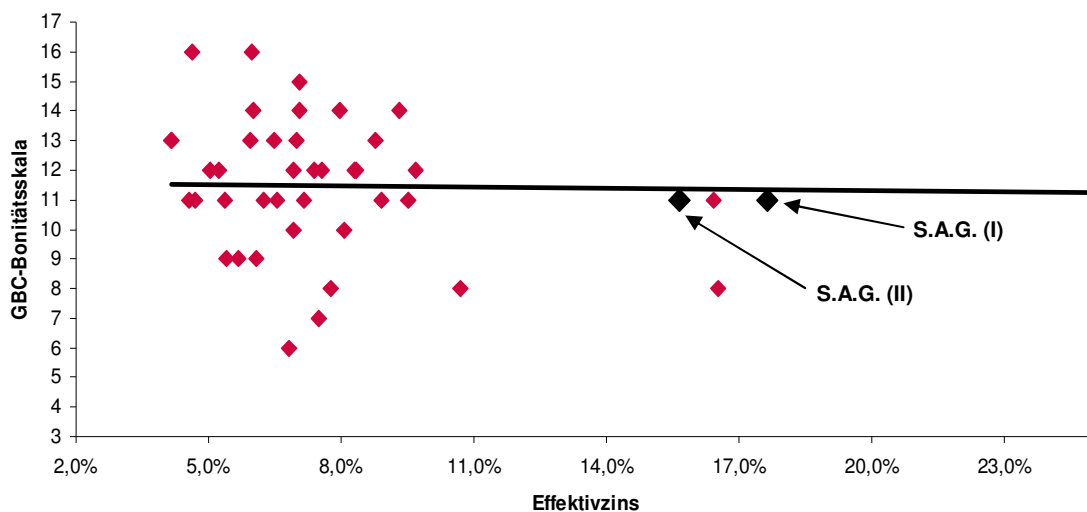
Auch wenn die S.A.G. Solarstrom AG vor dem Hintergrund eines aktuell schwierigen Marktumfeldes vergleichsweise solide ist, notieren beide Unternehmensanleihen mit jeweils etwa 74,0 % deutlich unter pari. Analog dazu liegen die Effektivrenditen von 17,7 % (Unternehmensanleihe I 2010/2015) respektive 15,7 % (Unternehmensanleihe II 2011/2017) deutlich oberhalb der Nominalzinsen. Dies bietet u.E. eine gute antizyklische Einstiegschance.

Anleihe mit 3 von 5 Falken „attraktiv“

Ausgehend vom aktuellen Unternehmensrating von BB+ (Creditreform Rating AG) haben wir in einer GBC-Anleihebewertung für beide Anleihen 11 Bonitätspunkte ermittelt. In Verbindung mit den aktuell hohen Effektivrenditen weisen beide S.A.G.-Anleihen ein im Marktvergleich ausgewogenes Chance-Risiko-Profil auf. Wir stufen beide Corporate Bonds mit deshalb „Attraktiv“ ein und vergeben 3 von 5 Falken. Für mutige Anleger sind die Anleihe eine interessante Depotbeimischung.

	Anleihe I (2010/2015)	Anleihe II (2011/2017)
ISIN:	DE000A1E84A4	DE000A1K0K53
Laufzeit bis:	14.12.2015	10.07.2017
Kupon:	6,25 % p.a.	7,50 % p.a.
Kurs:	74,0 %	74,0 %
Rendite (effektiv):	17,67 %	15,69 %
Segment:	Entry Standard (Frankfurt)	Entry Standard (Frankfurt)
Volumen:	25,00 Mio. €	16,87 Mio. €
Unternehmensrating:	BB+ (durch Creditreform)	BB+ (durch Creditreform)
GBC-Anleihebewertung:	11 Bonitätspunkte	11 Bonitätspunkte
GBC-Einstufung:	Attraktiv	Attraktiv
Gesamt Attraktivität		

GBC-Bonitätskala /Effektivzinsmatrix



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 verwandt, 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/360/>**

§ 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/360/>

§ 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 Interessenskonflikten 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), Stellv. Chefanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), 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