

Kaufen (alt: Kaufen)

Kursziel EUR 20,00 (alt: 23,00)

Kurs EUR 6,55
Bloomberg P1Y GR
Reuters P1YG
Branche Solarstromwirtschaft

Projektierer von Solarauf- und -indächern mit Fokus auf Deutschland



Aktien Daten: 24.06.2009 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 8,5 Mio
Enterprise Value (EV): EUR 8,1 Mio
Buchwert: EUR 10,3 Mio
Aktienanzahl: 1,3 Mio
Handelsvolumen Ø: EUR 0,1 Mio

Aktionäre:
Free Float 38,0 %
RUPAG-Gruppe 28,0 %
Lite-On Tech 20,0 %
Management 14,0 %
Termine:
Zahlen Q2 03.08.2009
Hauptversammlung 31.08.2009

Änderung	2009e		2010e		2011e	
	alt	Δ	alt	Δ	alt	Δ
Umsatz	41,0	0	60,0	0	66,0	-
EBIT	2,1	-0,1	3,2	0	3,6	-
EPS	1,02	-0,11	1,53	0	1,64	-

Analyse: SES Research
Publikationsdatum: 25.06.2009
Analyst:
Dr. Karsten v. Blumenthal +49 (0)40-309537-150
blumenthal@ses.de

Weiteres Wachstum geplant

Thema: Payom Solar hat endgültige Zahlen für 2008 vorgelegt, die die vorläufig gemeldeten bestätigen.

Payom Solar - 2008

Angaben in Mio. EUR	2008	2007	yoy
Umsatz	36,9	9,9	271,9 %
Rohrertrag	3,5	1,5	123,7 %
<i>Marge</i>	9,4 %	15,6 %	
EBIT	1,0	0,9	17,5 %
<i>Marge</i>	2,8 %	8,8 %	
Jahresüberschuss	0,7	0,6	9,5 %
<i>Marge</i>	1,8 %	6,1 %	
EPS in EUR	0,69	0,82	-15,9 %

Quellen: Payom Solar (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Die Optimierung der Finanzierungsstruktur hat zu einem Absinken der Eigenkapitalquote auf immer noch hohe 61% geführt. Durch den Abbau von Working Capital und ungenutzte Kreditlinien in Höhe von ca. EUR 10 Mio. hat Payom Solar Zugriff auf genügend liquide Mittel, um das geplante weitere Wachstum finanzieren zu können.

Ein über die Jahreswende sehr hoher Lagerbestand an Modulen im Wert von EUR 12 Mio. hat die Working Capital-Quote auf 33% erhöht. Nach der zwischenzeitlichen deutlichen Reduzierung des Lagers sollte die Quote nunmehr wesentlich geringer sein.

Der operative Cash Flow liegt mit EUR -9 Mio. wegen des beträchtlichen Lageraufbaus deutlich unter den Erwartungen. Die Reduzierung des Lagerbestandes sollte wesentlich dazu beitragen, dass in 2009 ein positiver operativer Cash Flow in Höhe von knapp EUR 5 Mio. (SES) erzielt wird.

Trotz des schwierigen wirtschaftlichen Umfelds dürfte Payom Solar auch in diesem Jahr Umsatz und EBIT steigern. Im Mai hat das Unternehmen einen günstigen Rahmenvertrag mit Yingli über 20 MW kristalline Solarmodule abgeschlossen. Ein Großprojekt über 2 MW und eine geplante Anlage über 5 MW unterlegen die Wachstumsprognose.

Die Schätzungen für 2009 wurden marginal angepasst. Die Annahme einer langfristigen etwas höheren Working Capital-Quote führt im aktualisierten DCF-Modell zu einem neuen Kursziel von EUR 20 (alt: EUR 23). Weiterhin Kaufen.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	9,9	36,9	41,0	60,0	66,0
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	1316,7 %	271,9 %	11,0 %	46,3 %	10,0 %
Rohrertrag	1,5	3,5	3,8	6,0	6,6
<i>Rohrertragsmarge</i>	15,6 %	9,4 %	9,3 %	10,0 %	10,0 %
EBITDA	0,9	1,1	2,0	3,4	3,8
<i>EBITDA-Marge</i>	8,9 %	2,9 %	4,9 %	5,7 %	5,8 %
EBIT	0,9	1,0	2,0	3,2	3,6
<i>EBIT-Marge</i>	8,8 %	2,8 %	4,8 %	5,3 %	5,5 %
Jahresüberschuss	0,6	0,7	1,2	2,0	2,1
EPS	0,82	0,69	0,91	1,53	1,64
Free Cash Flow je Aktie	-1,84	-9,40	3,72	-1,01	0,87
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Umsatz	1,3	0,4	0,2	0,2	0,1
EV/EBITDA	14,6	12,2	4,1	2,8	2,2
EV/EBIT	14,8	12,6	4,2	3,0	2,3
KGV	8,0	9,5	7,2	4,3	4,0
ROCE	29,3 %	11,0 %	12,3 %	17,0 %	16,5 %
Adj. Free Cash Flow Yield	6,7 %	8,2 %	24,5 %	35,8 %	45,5 %

Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in EUR Mio., Kurs: EUR 6,55

Gewinn- und Verlustrechnung PAYOM Solar

in EUR Mio.

	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	9,9	36,9	41,0	60,0	66,0
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	9,9	36,9	41,0	60,0	66,0
Materialaufwand	8,4	33,5	37,2	54,0	59,4
Rohertrag	1,5	3,5	3,8	6,0	6,6
Personalaufwendungen	0,1	0,4	0,6	1,0	1,1
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,5	2,0	1,2	1,6	1,7
EBITDA	0,9	1,1	2,0	3,4	3,8
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2
EBITA	0,9	1,0	2,0	3,2	3,6
Abschreibungen auf iAV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	0,9	1,0	2,0	3,2	3,6
Zinserträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,0	0,1	0,3	0,4	0,6
Finanzergebnis	0,0	-0,1	-0,3	-0,4	-0,6
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,8	0,9	1,7	2,8	3,0
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	0,8	0,9	1,7	2,8	3,0
Steuern gesamt	0,2	0,3	0,5	0,8	0,9
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,6	0,7	1,2	2,0	2,1
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0,6	0,7	1,2	2,0	2,1
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	0,6	0,7	1,2	2,0	2,1

Quellen: PAYOM Solar (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Gewinn- und Verlustrechnung PAYOM Solar

in % vom Umsatz

	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Bestandsveränderungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Gesamtleistung	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Materialaufwand	84,4 %	90,6 %	90,8 %	90,0 %	90,0 %
Rohertrag	15,6 %	9,4 %	9,3 %	10,0 %	10,0 %
Personalaufwendungen	1,2 %	1,2 %	1,5 %	1,7 %	1,7 %
Sonstige betriebliche Erträge	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5,5 %	5,4 %	2,9 %	2,7 %	2,6 %
EBITDA	8,9 %	2,9 %	4,9 %	5,7 %	5,8 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,3 %	0,3 %
EBITA	8,8 %	2,8 %	4,8 %	5,3 %	5,5 %
Abschreibungen auf iAV	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	8,8 %	2,8 %	4,8 %	5,3 %	5,5 %
Zinserträge	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwendungen	0,4 %	0,3 %	0,7 %	0,7 %	0,9 %
Finanzergebnis	-0,4 %	-0,2 %	-0,7 %	-0,7 %	-0,9 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	8,5 %	2,6 %	4,1 %	4,7 %	4,6 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	8,5 %	2,6 %	4,1 %	4,7 %	4,6 %
Steuern gesamt	2,3 %	0,8 %	1,2 %	1,4 %	1,3 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	6,1 %	1,8 %	2,9 %	3,3 %	3,2 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	6,1 %	1,8 %	2,9 %	3,3 %	3,2 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	6,1 %	1,8 %	2,9 %	3,3 %	3,2 %

Quellen: PAYOM Solar (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Bilanz PAYOM Solar

in EUR Mio.

	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Aktiva					
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
davon übrige imm. VG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Sachanlagen	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4
Vorräte	1,7	11,8	6,8	9,2	9,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,2	0,5	2,2	3,6	4,5
Sonstige Vermögensgegenstände	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5
Liquide Mittel	0,0	1,0	7,4	7,1	9,2
Umlaufvermögen	3,1	13,7	16,9	20,4	23,6
Bilanzsumme (Aktiva)	4,3	15,0	18,2	21,7	25,0
Passiva					
Gezeichnetes Kapital	0,8	1,3	1,3	1,3	1,3
Kapitalrücklage	2,2	6,5	6,5	6,5	6,5
Gewinnrücklagen	0,6	1,3	2,4	4,4	6,6
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Buchwert	3,6	9,1	10,3	12,3	14,4
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	3,6	9,1	10,3	12,3	14,4
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,2	5,5	7,0	8,0	9,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,1	0,3	0,7	1,2	1,3
Sonstige Verbindlichkeiten	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Verbindlichkeiten	0,7	5,9	8,0	9,5	10,6
Bilanzsumme (Passiva)	4,3	15,0	18,2	21,7	25,0

Quellen: PAYOM Solar (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Bilanz PAYOM Solar

in % der Bilanzsumme

	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Aktiva					
Immaterielle Vermögensgegenstände	26,4 %	7,6 %	6,3 %	5,2 %	4,6 %
davon übrige imm. VG	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	26,4 %	7,6 %	6,3 %	5,2 %	4,6 %
Sachanlagen	2,4 %	1,1 %	1,3 %	1,1 %	0,9 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Anlagevermögen	28,9 %	8,7 %	7,5 %	6,3 %	5,5 %
Vorräte	39,1 %	78,8 %	37,4 %	42,4 %	37,6 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	27,3 %	3,1 %	12,1 %	16,6 %	18,0 %
Sonstige Vermögensgegenstände	4,9 %	2,7 %	2,7 %	2,3 %	2,0 %
Liquide Mittel	1,0 %	6,9 %	40,5 %	32,5 %	36,8 %
Umlaufvermögen	72,2 %	91,5 %	92,7 %	93,8 %	94,4 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva					
Gezeichnetes Kapital	18,6 %	8,7 %	7,1 %	6,0 %	5,2 %
Kapitalrücklage	52,2 %	43,5 %	35,9 %	30,1 %	26,1 %
Gewinnrücklagen	13,6 %	8,3 %	13,4 %	20,4 %	26,2 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Buchwert	84,4 %	60,6 %	56,4 %	56,5 %	57,5 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	84,4 %	60,6 %	56,4 %	56,5 %	57,5 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rückstellungen gesamt	5,8 %	0,2 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	4,7 %	36,7 %	38,5 %	36,9 %	36,0 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,7 %	1,7 %	3,9 %	5,5 %	5,2 %
Sonstige Verbindlichkeiten	2,5 %	1,0 %	1,2 %	1,0 %	0,9 %
Verbindlichkeiten	15,7 %	39,7 %	43,8 %	43,6 %	42,3 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quellen: PAYOM Solar (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Kapitalflussrechnung PAYOM Solar

in EUR Mio.

	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,6	0,7	1,2	2,0	2,1
Abschreibung Anlagevermögen	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	0,8	0,3	1,2	2,2	2,3
Veränderung Vorräte	0,0	-10,1	5,0	-2,4	-0,2
Veränderung Forderungen aus L+L	-2,3	0,7	-1,7	-1,4	-0,9
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,2	0,1	0,4	0,5	0,1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-2,1	-9,3	3,7	-3,3	-1,0
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-1,3	-9,0	4,9	-1,1	1,3
CAPEX	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,1	5,3	1,5	1,0	1,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	1,5	4,8	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	1,4	10,1	1,5	1,0	1,0
Veränderung liquide Mittel	0,0	1,0	6,3	-0,3	2,1
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	0,0	1,0	7,4	7,1	9,2

Quellen: PAYOM Solar (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Kennzahlen PAYOM Solar

	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Operative Effizienz					
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	91,1 %	97,1 %	95,1 %	94,3 %	94,2 %
Umsatz je Mitarbeiter	2.837.429	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EBITDA je Mitarbeiter	253.429	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EBIT-Marge	8,8 %	2,8 %	4,8 %	5,3 %	5,5 %
EBITDA / Operating Assets	31,2 %	8,7 %	23,3 %	28,7 %	29,6 %
ROA	49,1 %	51,1 %	85,9 %	144,9 %	155,2 %
Kapitaleffizienz					
Plant Turnover	94,6	217	174	254	280
Operating Assets Turnover	3,5	3,0	4,8	5,1	5,1
Capital Employed Turnover	2,4	2,5	2,4	3,0	2,8
Kapitalverzinsung					
ROCE	29,3 %	11,0 %	12,3 %	17,0 %	16,5 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	29,7 %	11,4 %	12,5 %	18,1 %	17,4 %
ROE	16,8 %	7,4 %	11,5 %	16,2 %	14,8 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	23,5 %	10,5 %	12,2 %	17,7 %	16,0 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	23,5 %	10,5 %	12,2 %	17,7 %	16,0 %
ROIC	14,9 %	4,5 %	6,8 %	9,8 %	9,0 %
Solvanz					
Nettoverschuldung	0,2	4,5	-0,4	0,9	-0,2
Net Gearing	4,4 %	49,2 %	-3,6 %	7,7 %	-1,3 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	1806,5 %	165,1 %	146,6 %	153,1 %	159,8 %
Current ratio	7,3	2,3	2,1	2,2	2,2
Acid Test Ratio	2,1	0,3	1,3	1,2	1,3
EBITDA / Zinsaufwand	24,0	9,7	6,6	8,5	6,3
Netto Zinsdeckung	23,7	12,3	6,6	8,0	6,0
Kapitalfluss					
Free Cash Flow	-1,4	-9,1	4,8	-1,3	1,1
Free Cash Flow / Umsatz	-13,7 %	-24,7 %	11,8 %	-2,2 %	1,7 %
Adj. Free Cash Flow	0,9	1,1	2,0	3,4	3,8
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	6,1 %	1,8 %	3,0 %	3,6 %	3,5 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-223,3 %	-1367,4 %	410,6 %	-65,9 %	53,1 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,0 %	4,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	15,2 %	3,9 %	4,8 %	5,3 %	7,1 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Mittelverwendung					
Investitionsquote	1,1 %	0,3 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %
Maint. Capex / Umsatz	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	972,7 %	285,7 %	294,1 %	100,0 %	100,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	17,5 %	20,1 %	24,9 %	16,7 %	18,4 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	1030,7 %	180,0 %	314,3 %	300,0 %	346,2 %
Inventory processing period (Tage)	61,7	117	60,8	56,2	52,1
Receivables collection period (Tage)	43,2	4,6	20,0	22,0	25,0
Payables payment period (Tage)	4,2	2,6	6,0	7,0	7,0
Cash conversion cycle (Tage)	101	119	74,8	71,2	70,1
Bewertung					
P/B	2,3	0,9	0,8	0,7	0,6
EV/sales	1,3	0,4	0,2	0,2	0,1
EV/EBITDA	14,6	12,2	4,1	2,8	2,2
EV/EBIT	14,8	12,6	4,2	3,0	2,3
EV/FCF	-9,5	-1,4	1,7	-7,2	7,4
P/E	8,0	9,5	7,2	4,3	4,0
P/CF	10,2	33,7	7,0	3,9	3,7

Quellen: PAYOM Solar (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Free Cash Flow Yield - Payom Solar

Angaben in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e	
Jahresüberschuss	0,0	0,0	0,6	0,7	1,2	2,0	2,1	
+ Abschreibung + Amortisation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	
- Zinsergebnis (netto)	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,4	-0,6	
+ Steuern	0,0	0,0	0,2	0,3	0,5	0,8	0,9	
- Erhaltungsinvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Adjustierter Free Cash Flow	0,0	0,0	0,9	1,1	2,0	3,4	3,8	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	-0,1%	-0,1%	6,5%	7,9%	22,9%	34,1%	43,1%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
= Enterprise Value	13,4	13,4	13,4	13,4	8,6	9,9	8,8	
= Fairer Enterprise Value	-	-	8,7	10,6	19,7	33,9	37,9	
- Nettoverschuldung (Cash)	4,5	4,5	4,5	4,5	-0,4	1,0	-0,2	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Faire Marktkapitalisierung	-	-	4,2	6,2	20,1	32,9	38,1	
Aktienanzahl (Mio.)	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	-	-	3,26	4,74	15,44	25,33	29,27	
Premium (-) / Discount (+) in %	-	-	-52,7%	-31,3%	123,7%	267,1%	324,3%	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	13,0%	-	-	1,72	2,85	11,94	19,31	22,55
	12,0%	-	-	2,14	3,38	12,91	20,98	24,42
Fairer	11,0%	-	-	2,65	4,00	14,06	22,96	26,63
Free Cash Flow	10,0%	-	-	3,26	4,74	15,44	25,33	29,27
Yield	9,0%	-	-	4,01	5,65	17,12	28,22	32,51
	8,0%	-	-	4,94	6,78	19,23	31,84	36,56
	7,0%	-	-	6,13	8,24	21,93	36,50	41,76

Quellen: Payom Solar (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

DCF Modell - Payom Solar

Angaben in Mio. EUR	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	41,0	60,0	66,0	72,6	79,9	87,8	96,6	105,3	114,8	124,0	133,9	141,9	150,5	159,5
Veränderung	11,0%	46,3%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	6,0%	6,0%	6,0%
EBIT	1,9	3,2	3,6	4,0	4,4	4,8	5,3	5,8	6,3	6,8	7,4	7,8	8,3	8,8
EBIT-Marge	4,7%	5,3%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Steuerquote	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
NOPAT	1,4	2,3	2,6	2,8	3,1	3,4	3,8	4,1	4,5	4,8	5,2	5,5	5,9	6,2
Abschreibungen	0,0	0,2	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
in % vom Umsatz	0,1%	0,3%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	3,7	-3,3	-1,0	-1,2	-1,4	-1,5	-1,7	-1,7	-1,8	-1,7	-1,9	-1,5	-1,6	-1,7
- Investitionen	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Investitionsquote	0,2%	0,3%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	5,0	-1,0	1,6	1,7	1,7	1,9	2,1	2,4	2,7	3,1	3,4	4,0	4,3	4,5

Modellparameter

Fremdkapitalquote	4,00%	Beta	1,40
Fremdkapitalzins	7,0%	WACC	11,09%
Marktrendite	9,25%		
Risikofreie Rendite	4,00%	Ewiges Wachstum	2,50%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2022	17,4		
Terminal Value	12,7		
Verbindlichkeiten	-5,5		
Liquide Mittel	1,0	Aktienzahl (Mio.)	1,30
Eigenkapitalwert	25,6	Wert je Aktie (EUR)	19,71

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

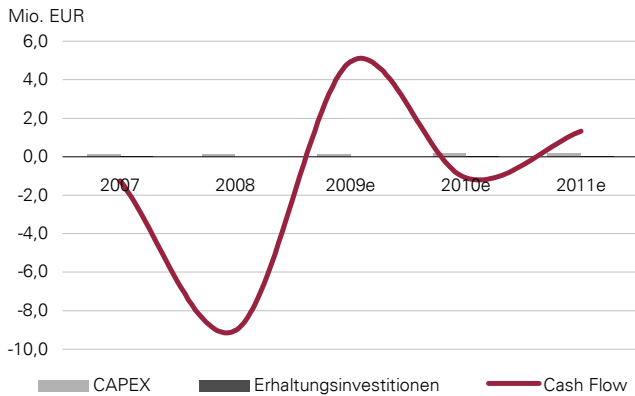
WACC	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%
12,09%	16,41	16,59	16,78	16,98	17,18	17,40	17,63
11,59%	17,60	17,81	18,03	18,26	18,51	18,77	19,04
11,34%	18,24	18,47	18,71	18,97	19,23	19,52	19,82
11,09%	18,93	19,17	19,44	19,71	20,00	20,32	20,65
10,84%	19,65	19,92	20,20	20,51	20,83	21,17	21,53
10,59%	20,42	20,71	21,02	21,35	21,70	22,08	22,48
10,09%	22,10	22,45	22,83	23,23	23,65	24,11	24,60

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
12,09%	9,09	11,72	14,35	16,98	19,60	22,23	24,86
11,59%	9,87	12,67	15,46	18,26	21,06	23,86	26,65
11,34%	10,30	13,19	16,08	18,97	21,85	24,74	27,63
11,09%	10,76	13,74	16,73	19,71	22,70	25,68	28,67
10,84%	11,24	14,33	17,42	20,51	23,59	26,68	29,77
10,59%	11,76	14,96	18,16	21,35	24,55	27,75	30,95
10,09%	12,91	16,35	19,79	23,23	26,67	30,10	33,54

Quelle: SES Research

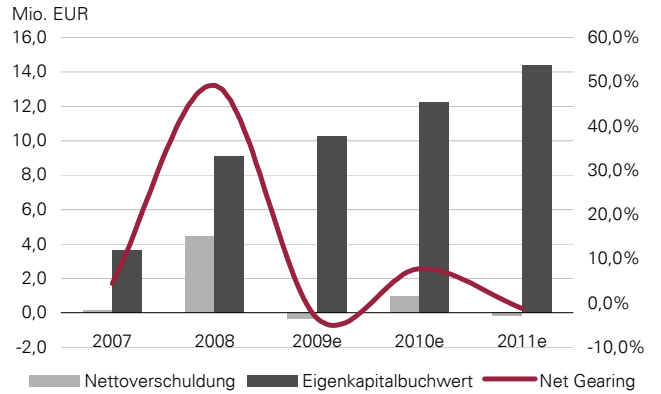
Investitionen und Cash Flow - Payom Solar



Quellen: Payom Solar (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Für Projektierer typische sehr niedrige CAPEX
- Cash Flow in 2010 wachstumsbedingt wieder negativ

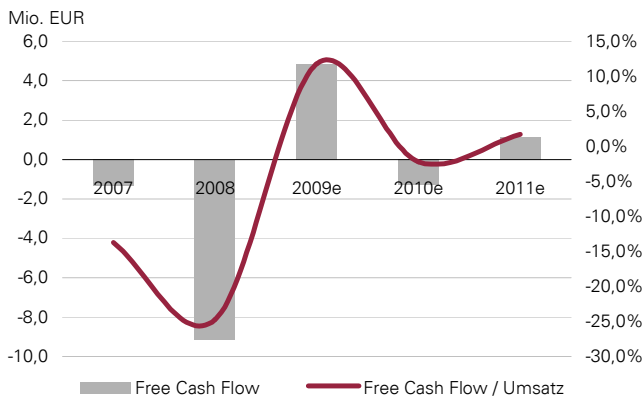
Bilanzqualität - Payom Solar



Quellen: Payom Solar (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Gewinne und Kapitalerhöhungen in 2008 steigern... Eigenkapitalbuchwert
- Netto-Cashposition in 2009e

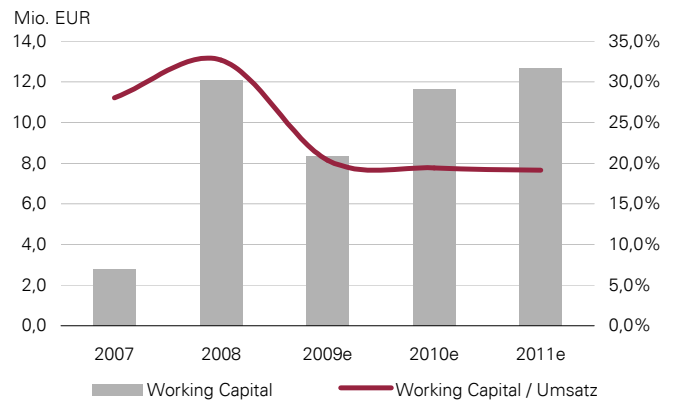
Free Cash Flow Generation - Payom Solar



Quellen: Payom Solar (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Free Cash Flow in 2009e positiv, in 2010e wachstumsbedingt ...negativ
- FCF/Umsatz pendelt um 0%-Marke

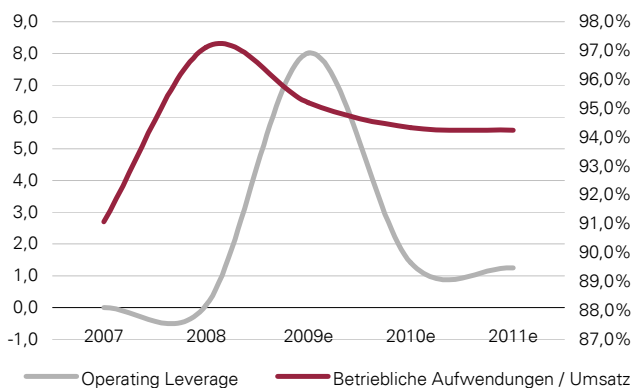
Working Capital - Payom Solar



Quellen: Payom Solar (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Working Capital sollte in 2009e wegen geringeren Lagerbestandes sinken
- Für die Folgejahre stabile Working Capital Quote zu erwarten

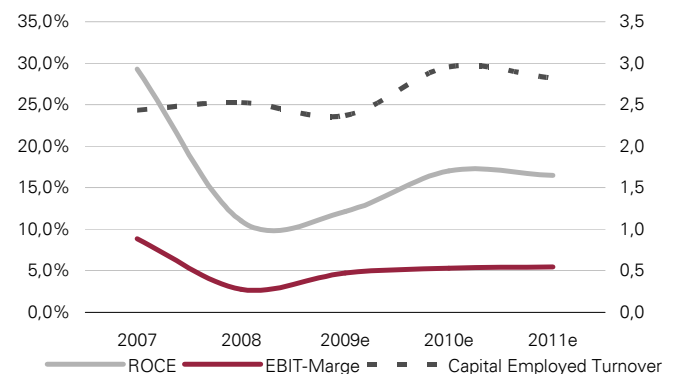
Operating Leverage - Payom Solar



Quellen: Payom Solar (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Hoher Operating leverage in 2009
- Betr. Aufw./Ums. in 2008 höher durch Einmaleffekt

ROCE Entwicklung - Payom Solar



Quellen: Payom Solar (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Hoher ROCE durch relativ geringes Capital employed
- EBIT-Marge in 2008 durch Einmaleffekte belastet
- In 2009e EBIT-Marge von 5% zu erwarten

Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der SES Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die SES Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der SES Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der SES Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

- K **Kaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
- H **Halten:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
- V **Verkaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
- “-“ **Empfehlung ausgesetzt:** Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

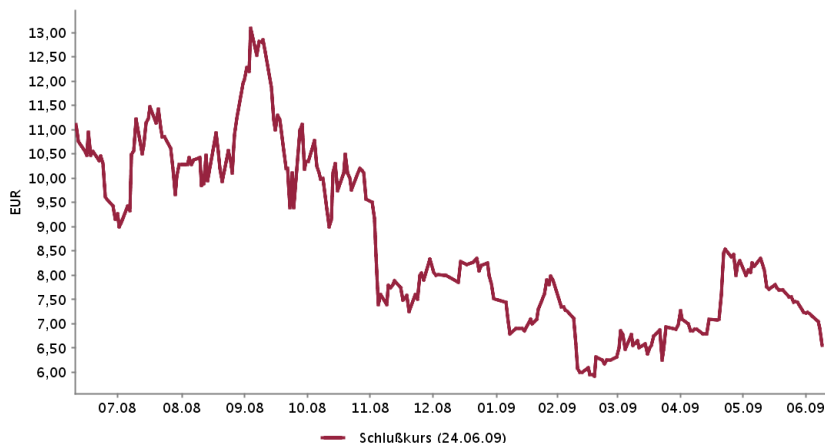
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	103	50%
Halten	66	32%
Verkaufen	26	13%
Empf. ausgesetzt	11	5%
Gesamt	206	

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	75	57%
Halten	45	34%
Verkaufen	6	5%
Empf. ausgesetzt	6	5%
Gesamt	132	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
PAYOM SOLAR AG am 25.06.09**



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die SES Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

SES Research GmbH

SES Research GmbH | Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 309537 - 0 | Fax: +49 40 309537 - 110 | info@ses.de | www.ses.de

SES | RESEARCH
 Ein Unternehmen der Warburg Gruppe

Analyse

Felix Ellmann	+49 (0)40-309537 - 120 ellmann@ses.de	Tim Kruse	+49 (0)40-309537 - 180 kruse@ses.de
Henner Rüschemier	+49 (0)40-309537 - 270 rueschmeier@ses.de	Frank Laser	+49 (0)40-309537 - 235 laser@ses.de
Robert Suckel	+49 (0)40-309537 - 190 suckel@ses.de	Jochen Reichert	+49 (0)40-309537 - 130 reichert@ses.de
Dr. Karsten von Blumenthal	+49 (0)40-309537 - 150 blumenthal@ses.de	Malte Schaumann	+49 (0)40-309537 - 170 schaumann@ses.de
Björn Blunck	+49 (0)40-309537 - 160 blunck@ses.de	Franziska Schmidt-Petersen	+49 (0)40-309537 - 100 schmidt-petersen@ses.de
Daniel Bonn	+49 (0)40-309537 - 250 bonn@ses.de	Claudia Vedder	+49 (0)40-309537 - 105 vedder@ses.de
Annika Boysen	+49 (0)40-309537 - 220 boysen@ses.de	Katrin Wauker	+49 (0)40-309537 - 200 wauker@ses.de
Finn Henning Breiter	+49 (0)40-309537 - 230 breiter@ses.de	Andreas Wolf	+49 (0)40-309537 - 140 wolf@ses.de
Torsten Klingner	+49 (0)40-309537 - 260 klingner@ses.de		

M.M. Warburg & CO KGaA

M.M. Warburg & CO KGaA | Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 3282 - 0 | Fax: +49 40 3618 - 1000 | info@mmwarburg.com | www.mmwarburg.com


M. M. WARBURG & CO
 1798

Institutional Sales

Barbara C. Effler Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com	Thekla Struve Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve@mmwarburg.com
Christian Alisch Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2667 calisch@mmwarburg.com	Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com
Matthias Fritsch Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2696 mfritsch@mmwarburg.com	Bastian Quast Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com
Dr. James F. Jackson Equity Sales	49 (0)40-3282 - 2664 jjackson@mmwarburg.com	Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com
Wolf-Oliver Jürgens Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 wjurgens@mmwarburg.com	Jörg Treptow Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com
Benjamin Kassen Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com	Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com
Michael Kriszun Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com	Wiebke Möller Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com
Denis Moreau Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2669 dmoreau@mmwarburg.com	Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com
Marco Schumann Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com		
Andreas Wessel Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com		