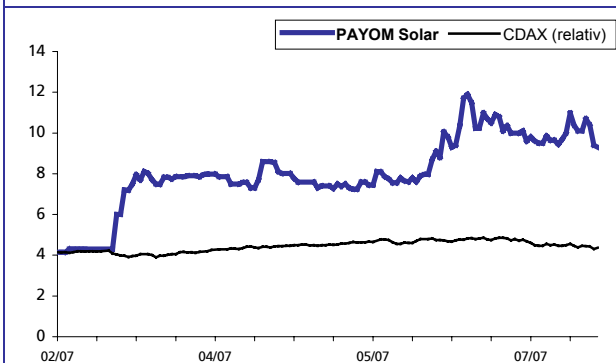


Kaufen Risiko: **Kursziel: EUR 13,50**
(alt: Kaufen) hoch

Payom Solar überzeugt mit guten Halbjahreszahlen

Bloomberg: P1Y GY Kurs: EUR 9,30
Reuters: P1YG.SG CDAX: 659,55
ISIN: DE000A0B9AH9
Internet: www.payom-solar.de
Segment: Entry Standard
Branche: Solarstromwirtschaft



Kursdaten: Bloomberg 17.08.2007 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 12,35 / EUR 4,15
Marktkapitalisierung: EUR 7,44 Mio.
Aktienzahl: 0,80 Mio.

Aktionäre: Freefloat 37%
RUPAG-Gruppe 33%
Management 25%
Herr Philip Moffat 5%

Termine:

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 20.08.2007
Dr. Karsten von Blumenthal, (Analyst) +49-(0)40 309537-15

Institutionelle Kundenbetreuung: M.M.Warburg & CO

Barbara C. Effler (Head of Equities) +49-(0)40 3282-2636
Institutional Equity Sales
Christian Alisch +49-(0)40 3282-2667
Thomas Dinges +49-(0)40 3282-2635
Matthias Fritsch +49-(0)40 3282-2696
Dr. James F. Jackson +49-(0)40 3282-2664
Oliver Jürgens +49-(0)40 3282-2666
Benjamin Kassen +49-(0)40 3282-2630
Marina Konzog +49-(0)40 3282-2669
Linn Lenné +49-(0)40 3282-2695
Dirk Rosenfelder +49-(0)40 3282-2692
Marco Schumann +49-(0)40 3282-2665
Andreas Wessel +49-(0)40 3282-2663
Sales Trading
Oliver Merkel +49-(0)40 3282-2634
Thekla Struve +49-(0)40 3282-2668
Gudrun Bolsen +49-(0)40 3282-2679
Nils Carstens +49-(0)40 3282-2701
Jörg Treptow +49-(0)40 3282-2658
Patrick Schepelmann +49-(0)40 3282-2700
Sales Assistance
Wiebke Möller +49-(0)40 3282-2703

Der Solardachspezialist Payom Solar hat am 15.8.2007 Halbjahreszahlen präsentiert, die die SES-Erwartung beim EBIT deutlich übertroffen haben. Angesichts der geringen Unternehmensgröße sollte das Delta allerdings nicht überbewertet werden.

| 1. Halbjahr 2007 | | | | |
|------------------|--------------|--------------|-------|---------------|
| | berichtet | Prognose | Delta | Vorjahreswert |
| Umsatz | 3,586 | 3,700 | -3,1% | n.a. |
| EBIT | 0,265 | 0,205 | 29,3% | n.a. |
| Marge | 7,4% | 5,5% | | n.a. |
| EBT | 0,257 | 0,200 | 28,5% | n.a. |
| Nettoerg. | 0,228 | 0,126 | 81,0% | n.a. |
| Marge | 6,4% | 3,4% | | n.a. |
| EpA | 0,28 | 0,16 | 75,0% | n.a. |

EpA in €, andere Angaben in Mio. €

Quellen: Payom Solar, SES Research

Niedrigere Materialkosten haben wesentlich zum höher als erwartet ausgefallenen EBIT beigetragen. Das unerwartet hohe Nettoergebnis resultiert aus einer deutlich niedrigeren Steuerquote. Diese ergibt sich aus einem Ergebnisabführungsvertrag zwischen der Payom Solar AG und der Tochtergesellschaft Solardach Burgoberbach GmbH. Dieser Vertrag bewirkt, dass die Gewinne der GmbH mit den Verlusten der operativ nicht tätigen Payom Solar AG verrechnet wurden.

| Geschäftsjahresende | 12/05 | 12/06 | 12/07e | 12/08e | 12/09e |
|--|-------|-------|--------|--------|--------|
| Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 9,30 EUR | | | | | |
| Umsatz | 0,0 | 4,09 | 11,26 | 14,52 | 15,83 |
| Umsatz (alt) | | | 10,23 | 13,20 | 15,58 |
| Delta | | | 10,0% | 10,0% | 1,6% |
| EBITDA | 0,0 | 0,149 | 0,690 | 0,963 | 1,051 |
| Marge | | 3,64% | 6,13% | 6,63% | 6,64% |
| EBITDA (alt) | | | 0,564 | 0,802 | 1,025 |
| Delta | | | 22,3% | 20,1% | 2,6% |
| EBIT | 0,0 | 0,149 | 0,687 | 0,960 | 1,048 |
| Marge | | 3,64% | 6,10% | 6,61% | 6,62% |
| EBIT (alt) | | | 0,561 | 0,799 | 1,022 |
| Delta | | | 22,4% | 20,2% | 2,6% |
| Nettoergebnis | 0,0 | 0,071 | 0,421 | 0,632 | 0,692 |
| Marge | | 1,74% | 3,74% | 4,35% | 4,37% |
| Nettoergebnis (alt) | | | 0,342 | 0,525 | 0,675 |
| Delta | | | 23,2% | 20,3% | 2,5% |
| Ergebnis je Aktie | 0,00 | 0,120 | 0,53 | 0,79 | 0,86 |
| Ergebnis je Aktie (alt) | | | 0,43 | 0,66 | 0,84 |
| Delta | | | 23,3% | 19,7% | 2,4% |
| Dividende je Aktie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Dividendenrendite | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| Dividende (alt) | | | | | |
| Delta | | | n.a. | n.a. | n.a. |
| EV/Umsatz | n.m. | 1,88 | 0,68 | 0,53 | 0,49 |
| EV/EBITDA | n.m. | 51,56 | 11,16 | 7,99 | 7,32 |
| EV/EBIT | n.m. | 51,56 | 11,21 | 8,01 | 7,34 |
| KGV | n.m. | 77,50 | 17,55 | 11,77 | 10,81 |
| ROCE | 0,0% | 13,0% | 24,8% | 24,5% | 23,3% |
| Adj. Free Cash Flow Yield | 0,0% | 1,9% | 8,8% | 12,5% | 13,7% |

Da auf der Hauptversammlung Widerspruch gegen den Vertrag eingelegt wurde, behalten wir die bisherige Schätzung der Steuerquote von 37% für das Gesamtjahr bei.

Erfolge auf der Absatz- und der Beschaffungsseite

Payom Solar hat im ersten Halbjahr einen Rahmenvertrag mit einem Neukunden aus Norddeutschland in Höhe von EUR 3 Mio. geschlossen. Dadurch sollte das Wachstum im traditionell besseren zweiten Halbjahr einen zusätzlichen Schub erhalten. Der Juli mit einem Umsatz von knapp EUR 2 Mio. war bereits ein gelungener Auftakt.

Im August hat Payom Solar mit Colexon (Sun Energy) einen Rahmenvertrag über die Lieferung von Dünnschichtmodulen (Leistung: 6 MW) abgeschlossen. Der Kaufpreis liegt im niedrigen zweistelligen Millionenbereich. Damit hat das Unternehmen sein Wachstum auf der Beschaffungsseite weiter abgesichert. Dünnschichtmodule sind für Deutschland aufgrund ihres guten Schwachlichtverhaltens besonders geeignet. Außerdem sind sie im Vergleich zu kristallinen Modulen preisgünstiger und lassen sich entsprechend gut vermarkten. Der Anteil der Umsätze mit Dünnschichtmodulen beträgt bei Payom Solar inzwischen 80%.

Prognoseerhöhung und Anhebung des Kursziels

Aufgrund der sehr guten Absatzzahlen im Juli und des noch in diesem Jahr voll umsatzwirksamen Rahmenvertrags mit dem Neukunden in Norddeutschland **erhöhen wir unsere Umsatzprognose für 2007** von EUR 10,23 Mio. auf EUR 11,26 Mio. (2008e: EUR 14,52 Mio.). Die Prognose für 2009 fällt moderater aus, da nach der Ankündigung des Bundesumweltministeriums, die Degressionsätze der Solarstromspeisetarife in 2009 anzuheben, davon auszugehen ist, dass sich der deutsche Solarmarkt in jenem Jahr schwächer entwickelt als bisher angenommen.

Der günstiger als von uns erwartete Einkauf von Modulen sollte sich in der Zukunft fortsetzen, ohne dass die günstigeren Einkaufspreise voll weitergereicht werden müssen. Daher gehen wir von einer höheren EBIT-Marge aus. Für 2007 rechnen wir nunmehr mit einem EBIT in Höhe von EUR 687 Tsd.

Auf der Basis eines aktualisierten DCF-Modells erhöhen wir unser Kursziel von EUR 11,20 auf EUR 13,50. Das neue Kursziel entspricht einem Unternehmenswert von EUR 10,8 Mio. **Die Aktie empfehlen wir aufgrund des Kurspotenzials von über 40% weiterhin zum Kauf.**

Kennzahlen (PAYOM Solar)

| GuV (in Tsd. EUR) | 2006 | 2007e | 2008e | 2009e |
|---------------------------------|---------|----------|----------|----------|
| Umsatz | 4.093,4 | 11.256,9 | 14.521,4 | 15.828,3 |
| Gesamtleistung | 4.093,4 | 11.256,9 | 14.521,4 | 15.828,3 |
| Materialaufwand | 3.795,6 | 10.159,3 | 13.040,2 | 14.182,1 |
| Rohertrag | 297,8 | 1.097,5 | 1.481,2 | 1.646,1 |
| Personalkosten | 27,2 | 213,0 | 278,0 | 350,0 |
| Sonstiger betrieblicher Aufwand | 119,5 | 195,0 | 240,0 | 245,0 |
| EBITDA | 149,2 | 689,5 | 963,2 | 1.051,1 |
| Abschreibungen | 0,0 | 3,0 | 3,0 | 3,0 |
| - davon Goodwill-Abschreibungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBIT | 149,2 | 686,5 | 960,2 | 1.048,1 |
| Finanzergebnis | -17,5 | -18,0 | -3,0 | 0,0 |
| Außerordentliches Ergebnis | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBT | 131,7 | 668,5 | 957,2 | 1.048,1 |
| Steuern | 60,4 | 247,4 | 325,4 | 356,4 |
| Nettoergebnis vor Minoritäten | 71,3 | 421,2 | 631,7 | 691,8 |
| Nettoergebnis | 71,3 | 421,2 | 631,7 | 691,8 |
| Ausschüttung | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |

| Cash-Flow | 2006 | 2007e | 2008e | 2009e |
|----------------------|---------|--------|-------|-------|
| Operativer Cash-Flow | 71,3 | 424,2 | 634,7 | 694,8 |
| Free-Cash-Flow | -711,7 | -224,0 | 254,4 | 541,9 |
| Investitionen | 1.141,0 | 31,0 | 1,0 | 1,0 |

| Bilanz (Tsd. EUR) | 2006 | 2007e | 2008e | 2009e |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Sachanlagen | 6,0 | 34,0 | 32,0 | 30,0 |
| Immat. Vermögen | 1.135,0 | 1.135,0 | 1.135,0 | 1.135,0 |
| Net Working Capital | 691,0 | 1.308,2 | 1.687,5 | 1.839,4 |
| Umlaufvermögen | 785,0 | 2.749,9 | 3.368,2 | 4.013,6 |
| Liquide Mittel | 34,0 | 1.138,0 | 1.302,4 | 1.764,3 |
| Eigenkapital | 1.561,0 | 3.397,2 | 4.028,9 | 4.720,7 |
| Rückstellungen | 43,0 | 46,0 | 49,0 | 52,0 |
| Finanzverbindlichkeiten | 287,0 | 200,0 | 110,0 | 30,0 |
| Nettoliquidität | -253,0 | 938,0 | 1.192,4 | 1.734,3 |
| Bilanzsumme | 1.926,0 | 3.918,9 | 4.535,2 | 5.178,6 |

| Rechnungslegung | IFRS | IFRS | IFRS | IFRS |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|
| Geschäftsjahresende | 31.12.2006 | 31.12.2007 | 31.12.2008 | 31.12.2009 |

| Wachstumsraten | 2006 | 2007e | 2008e | 2009e |
|----------------|------|--------|-------|-------|
| Umsatz | n.m. | 175,0% | 29,0% | 9,0% |
| EBITDA | n.m. | 362,2% | 39,7% | 9,1% |
| EBIT | n.m. | 360,2% | 39,9% | 9,2% |
| EBT | n.m. | 407,7% | 43,2% | 9,5% |
| Nettoergebnis | n.m. | 490,9% | 50,0% | 9,5% |
| Dividende | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |

| Kostenintensitäten | 2006 | 2007e | 2008e | 2009e |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Materialaufwand / Umsatz | 92,7% | 90,3% | 89,8% | 89,6% |
| Personalaufwand / Umsatz | 0,7% | 1,9% | 1,9% | 2,2% |

| Kursdaten | |
|-----------------------------|-------|
| Kurs (EUR) | 9,30 |
| Marktkap. (Tsd. EUR) | 7.440 |
| Enterprise Value (Tsd. EUR) | 7.693 |

| Aktienkennzahlen | 2006 | 2007e | 2008e | 2009e |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Ergebnis je Aktie (EUR) | 0,12 | 0,53 | 0,79 | 0,86 |
| Umsatz je Aktie (EUR) | 6,82 | 14,07 | 18,15 | 19,79 |
| Free-Cash-Flow je Aktie (EUR) | -1,19 | -0,28 | 0,32 | 0,68 |
| Dividende je Aktie (EUR) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

| Bewertungskennzahlen | 2006 | 2007e | 2008e | 2009e |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| KGV | 77,50 | 17,55 | 11,77 | 10,81 |
| KUV | 1,36 | 0,66 | 0,51 | 0,47 |
| EV/SALES | 1,88 | 0,68 | 0,53 | 0,49 |
| EV/EBITDA | 51,56 | 11,16 | 7,99 | 7,32 |
| EV/EBIT | 51,56 | 11,21 | 8,01 | 7,34 |
| KBV | 4,77 | 2,19 | 1,85 | 1,58 |
| Dividendenrendite | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

| Aktienanzahl (Tsd.) | 2006 | 2007e | 2008e | 2009e |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Stammaktien ausstehend | 600,00 | 800,00 | 800,00 | 800,00 |
| Vorzugsaktien ausstehend | | | | |

| Rentabilität | 2006 | 2007e | 2008e | 2009e |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| EBITDA / Umsatz | 3,6% | 6,1% | 6,6% | 6,6% |
| EBIT / Umsatz | 3,6% | 6,1% | 6,6% | 6,6% |
| EBT / Umsatz | 3,2% | 5,9% | 6,6% | 6,6% |
| Nettoergebnis / Umsatz | 1,7% | 3,7% | 4,4% | 4,4% |
| EK-Rendite | 4,6% | 12,4% | 15,7% | 14,7% |
| GK-Rendite | 4,6% | 11,1% | 14,1% | 13,4% |
| ROCE | 13,0% | 24,8% | 24,5% | 23,3% |

Unternehmensprofil

Die Payom Solar AG bietet solare Auf- und Indachlösungen für private und gewerbliche Kunden an. Payom akquiriert geeignete Standorte, konfiguriert die Dachanlage und übernimmt die komplette Bauplanung bis zur schlüsselfertigen Erstellung.

Management

CEO: Jörg Truelsen

Aktionäre

| | |
|--------------------|-----|
| Streubesitz | 37% |
| RUPAG-Gruppe | 33% |
| Management | 25% |
| Herr Philip Moffat | 5% |

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen und Kennzahlen), Bloomberg (Kursdaten)

Rechtshinweis: Der Rechtshinweis sowie aktualisierte Veröffentlichungen gemäß § 34b WpHG und FinAnV bezüglich des/der hier analysierten Wertpapiers/Wertpapiere können im Internet unter der Adresse <http://www.mmwarburg.com/research/disclaimer/disclaimer.htm> abgerufen werden. Der Rechtshinweis und die Veröffentlichungen sind Bestandteil dieser Analyse und sollten bei Entscheidungen, die auf dieser Analyse beruhen, berücksichtigt werden.

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 Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhaltes oder von Teilen.