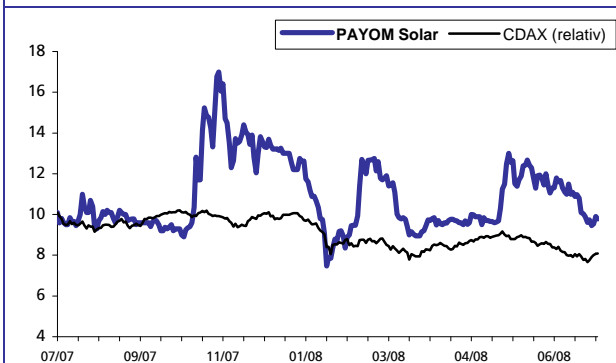


Kaufen Risiko: **Kursziel: EUR 18,00**
(alt: Kaufen) hoch (alt: EUR 20,00)

Starkes erstes Halbjahr – Rating bleibt Kaufen

Payom Solar hat vorläufige Halbjahreszahlen berichtet, die über den Erwartungen lagen.

Bloomberg: P1Y GY Kurs: EUR 9,79
Reuters: P1YG.SG CDAX: 580,87
ISIN: DE000A0B9AH9
Internet: www.payom-solar.de
Segment: Entry Standard
Branche: Solarstromwirtschaft



Kursdaten: Bloomberg 21.07.2008 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 18,49 / EUR 6,90
Marktkapitalisierung: EUR 9,30 Mio.
Aktienzahl: 0,95 Mio.

Aktionäre: Freefloat 42%
RUPAG-Gruppe 32%
Management 19%
Herr Philip Moffat 7%

Termine: Hauptversammlung 31.07.2008
Halbjahresbericht 2008 August 2008
Zahlen Q3/08 November 2008

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 23.07.2008
Dr. Karsten v. Blumenthal, (Analyst) +49-(0)40 309537-150

Institutionelle Kundenbetreuung: M.M.Warburg & CO

Barbara C. Effler (Head of Equities) +49-(0)40 3282-2636

Institutional Equity Sales

Christian Alich +49-(0)40 3282-2667

Florian Bender +49 (0)40 3282 2633

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

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 Merckel +49-(0)40 3282-2634

Thekla Struve +49-(0)40 3282-2668

Gudrun Bolsen +49-(0)40 3282-2679

Patrick Schepelmann +49-(0)40 3282-2700

Jörg Treptow +49-(0)40 3282-2658

Sales Assistance

Andrea Carstensen +49 (0)40 3282 2632

Wiebke Möller +49-(0)40 3282-2703

1. Halbjahr 2008				
	berichtet	Prognose	Delta	Vorjahreswert
Umsatz	14,45	11,90	21,4%	3,59
Rohrertrag	1,46	1,25	16,8%	0,5
Marge	10,1%	10,5%		12,5%
EBIT	0,95	0,88	8,0%	0,26
Marge	6,6%	7,4%		7,2%
EBT	0,92	0,86	7,0%	0,26
Nettoerg.	0,68	0,62	9,7%	0,23
Marge	4,7%	5,2%		6,4%
EpA	0,79	0,72	9,7%	0,33

EpA in €, andere Angaben in Mio. €

Der Umsatz erhöhte sich erneut sehr stark. Dies belegt, dass Payom Solar die Stärken ihres Geschäftsmodells ausspielt: Dachdecker werden im Solardachbau geschult, und über diese Kontakte wird umfangreich Neugeschäft generiert. Im ersten Halbjahr 2008 hat das Unternehmen bereits deutlich mehr Umsatz erzielt als im gesamten Jahr 2007.

Die unterproportionale Steigerung des Rohertrags erklärt sich aus der stärkeren Nutzung kristalliner Module, die im Vergleich zu Dünnschichtmodulen eine geringere Marge bieten.

Geschäftsjahresende	12/06	12/07	12/08e	12/09e	12/010e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 9,79 EUR					
Umsatz	0,7	9,93	25,00	27,00	30,00
Umsatz (alt)			20,50	22,00	24,77
Delta			22,0%	22,7%	21,1%
EBITDA	0,0	0,886	1,628	1,709	2,050
Marge		8,93%	6,51%	6,33%	6,83%
EBITDA (alt)			1,463	1,459	1,810
Delta			11,3%	17,1%	13,3%
EBIT	0,0	0,875	1,598	1,689	2,030
Marge		8,81%	6,39%	6,26%	6,77%
EBIT (alt)			1,460	1,456	1,803
Delta			9,5%	16,0%	12,6%
Nettoergebnis	0,0	0,610	1,101	1,165	1,407
Marge		6,14%	4,40%	4,32%	4,69%
Nettoergebnis (alt)			1,033	1,032	1,278
Delta			6,5%	12,9%	10,1%
Ergebnis je Aktie	-0,03	0,82	1,22	1,23	1,48
Ergebnis je Aktie (alt)			1,15	1,09	1,35
Delta			6,1%	12,8%	9,6%
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)			0,00	0,00	0,00
Delta			n.m.	n.m.	n.m.
EV/Umsatz	13,49	0,95	0,38	0,35	0,32
EV/EBITDA	n.m.	10,67	5,81	5,54	4,61
EV/EBIT	n.m.	10,81	5,92	5,60	4,66
KGV	n.m.	11,94	8,02	7,96	6,61
ROCE	-1,4%	29,3%	29,1%	22,6%	23,2%
Adj. Free Cash Flow Yield	-0,2%	9,2%	17,2%	18,1%	21,5%

Das EBIT wurde gegenüber dem Vorjahreswert fast vervierfacht. Die EBIT-Marge war mit 6,6% nur leicht rückläufig. Zwar wurde das Nettoergebnis wegen höherer Zinsaufwendungen und Steuern nicht ganz so stark gesteigert, aber immer noch mehr als verdoppelt.

Die Basis für weiteres Wachstum hat Payom Solar mit einem Liefervertrag über 8,5 MW kristalline Module des großen chinesischen Herstellers Yingli Green Energy gelegt. Die Lieferungen erfolgen zwischen Oktober 2008 und Oktober 2009.

Der erhöhte Anteil kristalliner Module dürfte die Materialkostenquote, die in 2007 wegen der vorwiegenden Nutzung von Dünnschichtmodulen bei niedrigen 84,5% lag, in 2008 auf über 90% steigern. Der nach wie vor hohe Anteil an preisgünstigen Dünnschichtmodulen sollte dazu führen, dass Payom Solar die Rohertragsmarge trotz der ab 2009 geltenden neuen niedrigeren Einspeisetarife für Solarstrom in Deutschland stabil hält.

Das sehr schnelle Wachstum hat in 2007 zu einer deutlich höheren Working Capital-Quote von 27,6% geführt. Zwar sollte ein verbessertes Working Capital Management zu einer Rückführung der Quote führen, die Quote dürfte aber auch in Zukunft höher sein als ursprünglich angenommen.

Der **Newsflow sollte positiv bleiben**: Auch im zweiten Halbjahr, das saisonal bedingt traditionell stark ist, sollte sich das Wachstum fortsetzen und zu guten Quartalszahlen führen. Weitere Aufträge dürften bereits das Geschäft für 2009 zu einem großen Teil absichern.

Nach den sehr guten Halbjahreszahlen wurden die **Schätzungen für 2008 und die Folgejahre erhöht**. Ein 2009er KGV von 8 signalisiert eine günstige Bewertung für ein Wachstumsunternehmen aus dem Bereich erneuerbare Energien. Die geringe Marktkapitalisierung von ca. EUR 9 Mio. und die Abhängigkeit des Geschäftserfolgs von wenigen Personen machen die Aktie zu einem vergleichsweise risikoreichen Investment. Ein aktualisiertes DCF-Modell, das auch die höhere Working Capital-Quote berücksichtigt, ergibt ein **neues Kursziel von EUR 18,00** (alt: EUR 20,00). Mit einem Kurspotenzial von über 80% bleibt die Aktie ein klarer Kauf.

Gewinn- und Verlustrechnung Payom Solar				
Gewinn- und Verlustrechnung (in Tsd. EUR)	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatzerlöse	9.930,5	25.000,0	27.000,0	30.000,0
Bestandsveränderungen / Aktivierte Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	9.930,5	25.000,0	27.000,0	30.000,0
Materialaufwand	8.385,7	22.575,0	24.381,0	27.000,0
Personalaufwand	117,0	300,0	400,0	430,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	541,4	497,0	510,0	520,0
EBITDA	886,4	1.628,0	1.709,0	2.050,0
Abschreibungen auf Sachanlagen	11,3	30,0	20,0	20,0
EBITA	875,1	1.598,0	1.689,0	2.030,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	875,1	1.598,0	1.689,0	2.030,0
Zinsertrag	0,0	2,0	2,0	2,0
Zinsaufwendungen	37,2	50,0	50,0	50,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	-37,2	-48,0	-48,0	-48,0
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	837,9	1.550,0	1.641,0	1.982,0
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	837,9	1.550,0	1.641,0	1.982,0
EE-Steuern	228,1	449,5	475,9	574,8
Jahresüberschuss aus fortgeführter Geschäftstätigkeit	609,8	1.100,5	1.165,1	1.407,2
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	609,8	1.100,5	1.165,1	1.407,2
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	609,8	1.100,5	1.165,1	1.407,2
Gewinn- und Verlustrechnung (in % vom Umsatz)				
	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Umsatzkosten	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bruttoergebnis	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Vertriebskosten	84,4%	90,3%	90,3%	90,0%
Allgemeine- und Verwaltungskosten	1,2%	1,2%	1,5%	1,4%
Sonstige betriebliche Erträge	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5,5%	2,0%	1,9%	1,7%
EBITDA	8,9%	6,5%	6,3%	6,8%
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
EBITA	8,8%	6,4%	6,3%	6,8%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	8,8%	6,4%	6,3%	6,8%
Zinsertrag	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zinsaufwendungen	0,4%	0,2%	0,2%	0,2%
Beteiligungsergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Finanzergebnis	-0,4%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	8,4%	6,2%	6,1%	6,6%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	8,4%	6,2%	6,1%	6,6%
EE-Steuern	2,3%	1,8%	1,8%	1,9%
Jahresüberschuss aus fortgeführter Geschäftstätigkeit	6,1%	4,4%	4,3%	4,7%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss	6,1%	4,4%	4,3%	4,7%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	6,1%	4,4%	4,3%	4,7%

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen)

Bilanz Payom Solar				
Bilanz (in Tsd. EUR)	2007	2008e	2009e	2010e
AKTIVA				
Immaterielle Vermögensgegenstände	1.136,8	1.136,8	1.136,8	1.136,8
Sachanlagen	104,7	75,7	56,7	51,7
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	1.241,5	1.212,5	1.193,5	1.188,5
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	1.317,6	1.862,3	2.032,3	2.237,8
Liquide Mittel	40,9	789,2	2.125,5	3.797,1
Umlaufvermögen	3.063,3	6.197,8	7.516,2	9.060,0
Bilanzsumme	4.304,5	7.410,3	8.709,7	10.248,5
PASSIVA				
Gezeichnetes Kapital	800,0	950,0	950,0	950,0
Kapitalrücklage	2.245,6	3.465,6	3.465,6	3.465,6
Gewinnrücklagen	584,5	735,8	1.836,3	2.978,4
Bilanzgewinn	0,0	1.100,5	1.165,1	1.407,2
Eigenkapital	3.630,1	6.251,9	7.417,0	8.801,2
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	250,2	49,0	52,0	55,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	201,1	600,0	600,0	600,0
Sonstige Verbindlichkeiten	223,1	509,4	640,7	792,2
Verbindlichkeiten	674,4	1.158,4	1.292,7	1.447,2
Bilanzsumme	4.304,5	7.410,3	8.709,7	10.248,5

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen)

Bilanz Payom Solar				
Bilanz (in % der Bilanzsumme)	2007	2008e	2009e	2010e
AKTIVA				
Immaterielle Vermögensgegenstände	26,4%	15,3%	13,1%	11,1%
Sachanlagen	2,4%	1,0%	0,7%	0,5%
Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anlagevermögen	28,8%	16,4%	13,7%	11,6%
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	30,6%	25,1%	23,3%	21,8%
Liquide Mittel	1,0%	10,7%	24,4%	37,1%
Umlaufvermögen	71,2%	83,6%	86,3%	88,4%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA				
Gezeichnetes Kapital	18,6%	12,8%	10,9%	9,3%
Kapitalrücklage	52,2%	46,8%	39,8%	33,8%
Gewinnrücklagen	13,6%	9,9%	21,1%	29,1%
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,0%	14,9%	13,4%	13,7%
Eigenkapital	84,3%	84,4%	85,2%	85,9%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rückstellungen	5,8%	0,7%	0,6%	0,5%
Zinstragende Verbindlichkeiten	4,7%	8,1%	6,9%	5,9%
Sonstige Verbindlichkeiten	5,2%	6,9%	7,4%	7,7%
Verbindlichkeiten	15,7%	15,6%	14,8%	14,1%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen)

Kapitalflussrechnung Payom Solar

Kapitalflussrechnung (in Tsd. EUR)	2007	2008e	2009e	2010e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	609,8	1.100,5	1.165,1	1.407,2
Abschreibung Anlagevermögen	11,3	30,0	20,0	20,0
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	206,9	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/ Aufwendungen	7,9	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	835,9	1.130,5	1.185,1	1.427,2
Veränderung Vorräte	0,0	-1.841,4	187,8	333,3
Veränderung Forderungen aus L+L	-2.265,2	-537,1	-137,0	-205,5
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	174,4	228,5	101,4	131,5
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-2.090,8	-2.150,1	152,2	259,4
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-1.254,9	-1.019,6	1.337,3	1.686,6
CAPEX	-112,0	-1,0	-1,0	-15,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-112,0	-1,0	-1,0	-15,0
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-85,8	398,9	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	1.460,0	1.370,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	1.374,2	1.768,9	0,0	0,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	7,3	748,3	1.336,3	1.671,6
Endbestand liquide Mittel	40,8	789,2	2.125,5	3.797,1

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen)

Kennzahlen Payom Solar				
	2007	2008e	2009e	2010e
Operative Effizienz				
Operativer Aufwand / Umsatz (%)	91,2%	93,6%	93,7%	93,2%
EBIT-Rendite (%)	8,8%	6,4%	6,3%	6,8%
EBITDA / Operating Assets (%)	31,1%	32,8%	35,6%	45,2%
ROA (%)	49,1%	90,8%	97,6%	118,4%
Kapitaleffizienz				
Umschlag des Sachanlagevermögens	94,8	330,3	476,2	580,3
Operativer Kapitalumschlag	3,5	5,0	5,6	6,6
Umschlag des eingesetzten Kapitals	2,4	3,6	3,3	3,2
Kapitalverzinsung				
ROCE (%)	29,3%	29,1%	22,6%	23,2%
EBITDA / Durchschn. Capital Employed (%)	29,7%	29,6%	22,8%	23,4%
ROE (%)	16,8%	17,6%	15,7%	16,0%
ROIC (%)	14,9%	15,9%	14,4%	14,9%
Solvenz				
Nettoverschuldung zum Jahresende	160	-189	-1.525	-3.197
Net Gearing (%)	4,4%	-3,0%	-20,6%	-36,3%
Zinstragende Verbindlichkeiten / Eigenkapital (%)	5,5%	9,6%	8,1%	6,8%
Current Ratio	7,2	5,6	6,1	6,5
Acid Test Ratio	2,1	2,3	3,2	4,2
EBITDA / Zinsaufwand	23,8	32,6	34,2	41,0
Zinsdeckung	23,5	32,0	33,8	40,6
Kapitalfluss				
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-1.367	-1.021	1.336	1.672
Free Cash Flow / Umsatz (%)	-13,8%	-4,1%	4,9%	5,6%
Adj. Free Cash Flow (Mio. EUR)	871	1.627	1.708	2.038
Adj. Free Cash Flow / Umsatz (%)	8,8%	6,5%	6,3%	6,8%
Free Cash Flow / Jahresüberschuss (%)	-224,2%	-92,7%	114,7%	118,8%
Zinsertrag / durchschn. Liquide Mittel (%)	0,0%	0,5%	0,1%	0,1%
Zinsaufwand / durchschn. zinstragende Verbindl. (%)	15,2%	12,5%	8,3%	8,3%
Dividend Payout Ratio (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Mittelverwendung				
Sachanlageinvestitionen / Umsatz (%)	-1,1%	0,0%	0,0%	-0,1%
Erhaltungsinvestitionen / Umsatz (%)	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Capex / Abschreibungen (%)	-991,2%	-3,3%	-5,0%	-75,0%
Durchschn. Working Capital / Umsatz (%)	17,3%	15,3%	17,8%	15,4%
Verbindlichkeiten LuL / Forderungen LuL (%)	1030,9%	500,0%	416,7%	357,1%
Inventory processing period (Tage)	62	51	45	37
Receivables collection period (Tage)	43	25	25	25
Payables payment period (Tage)	4	5	6	7
Cash Conversion Cycle (Tage)	101	71	64	55

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen)

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/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. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

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.