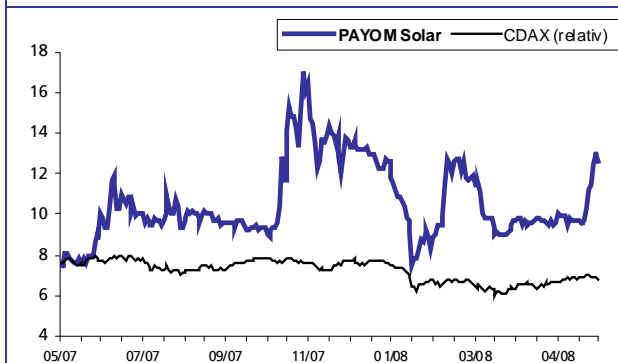


**Kaufen** Risiko: **Kursziel: EUR 20,00**  
(alt: Kaufen) hoch

## Hervorragendes erstes Quartal. Anhebung der Prognosen

Payom Solar hat vorläufige Zahlen für das erste Quartal präsentiert, die die Erwartungen übertroffen haben. Bereits im aus saisonalen Gründen traditionell schwachen ersten Quartal konnte ca. ein Viertel des geschätzten Jahresumsatzes und knapp ein Viertel des EBIT erzielt werden.

Bloomberg: P1Y GY Kurs: EUR 12,56  
Reuters: P1YG.SG CDAX: 626,66  
ISIN: DE000A0B9AH9  
Internet: www.payom-solar.de  
Segment: Entry Standard  
Branche: Solarstromwirtschaft



Kursdaten: Bloomberg 23.05.2008 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 18,49 / EUR 6,90  
Marktkapitalisierung: EUR 11,93 Mio.  
Aktienzahl: 0,95 Mio.

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

Termine: Geschäftsbericht 2007 Juni 2008  
Halbjahresbericht 2008 August 2008

### Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 26.05.2008  
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. Quartal 2008				
	berichtet	Prognose	Delta	Vorjahreswert
<b>Umsatz</b>	<b>5,1</b>	<b>4,2</b>	21,4%	n.a.
<b>EBIT</b>	<b>0,4</b>	<b>0,32</b>	23,8%	n.a.
Marge	7,8%	7,7%		n.a.
Angaben in Mio. €				

Wesentliche Gründe für die guten Zahlen sind das ungewöhnlich milde Klima, das eine umfangreiche Bautätigkeit erlaubt hat, und Projektverschiebungen aus dem letzten Quartal. Eine EBIT-Marge von 7,8% zeigt, dass das Unternehmen trotz des schnellen Wachstums profitables Geschäft generiert.

Umfangreiche Kontingente von Dünnschichtmodulen (2008e: 6 MW, 2009e: 10 MW) sichern Payom Solar einen Wettbewerbsvorteil gegenüber konkurrierenden Anbietern, da der Beschaffungspreis der Dünnschichtmodule ca. 40-50% unterhalb der Preise für kristalline Module liegen dürfte. Aber auch bei kristallinen Modulen dürfte Payom aufgrund der Beschaffung günstiger Module aus Asien (2008e: 3 MW) einen Preisvorteil haben.

Geschäftsjahresende	12/06	12/07	12/08e	12/09e	12/010e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 12,56 EUR					
<b>Umsatz</b>	4,1	9,93	20,50	22,00	24,77
Umsatz (alt)			19,59	21,35	24,77
Delta			4,6%	3,0%	0,0%
<b>EBITDA</b>	0,1	0,887	1,463	1,459	1,810
Marge		8,93%	7,13%	6,63%	7,31%
EBITDA (alt)			1,407	1,453	1,810
Delta			3,9%	0,4%	0,0%
<b>EBIT</b>	0,1	0,875	1,460	1,456	1,803
Marge		8,82%	7,12%	6,62%	7,28%
EBIT (alt)			1,404	1,450	1,803
Delta			4,0%	0,4%	0,0%
<b>Nettoergebnis</b>	0,1	0,610	1,033	1,032	1,278
Marge		6,14%	5,04%	4,69%	5,16%
Nettoergebnis (alt)			0,993	1,027	1,278
Delta			4,0%	0,5%	0,0%
<b>Ergebnis je Aktie</b>	0,12	0,820	1,15	1,09	1,35
Ergebnis je Aktie (alt)			1,24	1,28	1,35
Delta			-7,3%	-14,8%	0,0%
<b>Dividende je Aktie</b>	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.
<b>EV/Umsatz</b>	2,64	1,09	0,53	0,49	0,44
<b>EV/EBITDA</b>	72,49	12,20	7,39	7,41	5,97
<b>EV/EBIT</b>	72,49	12,35	7,41	7,43	6,00
<b>KGV</b>	104,67	15,32	10,92	11,52	9,30
<b>ROCE</b>	13,0%	30,6%	29,3%	22,0%	23,3%
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	1,2%	8,1%	13,5%	13,5%	16,6%

Die maßgeschneiderten Solardachlösungen des ausgewiesenen Solardachspezialisten bieten dem Kunden Mehrwert durch die optimale Kombination aus Dichtigkeit, Rentabilität, Funktionalität, Langlebigkeit und Ästhetik.

Der zuletzt positive Newsflow sollte sich fortsetzen. Im April wurde eine Kapitalerhöhung trotz schwierigen Marktumfeldes erfolgreich durchgeführt. 150.000 Aktien wurden zu EUR 9,40 platziert und zusätzliche Liquidität von ca. EUR 1,4 Mio. eingenommen, die zur Finanzierung des Wachstums bereit stehen. Verhandlungen über größere Aufträge für 2009 mit einem Umsatzvolumen von über EUR 10 Mio. sollten erfolgreich abgeschlossen werden. Für das erste Halbjahr rechnet Payom Solar mit einem Umsatz von EUR 11 Mio. und einem EBIT von EUR 0,75 Mio. Damit dürfte das Unternehmen bereits im ersten Halbjahr Umsatz und EBIT des gesamten Jahres 2007 übertreffen.

Nach dem guten Start ins Jahr werden die **Prognosen leicht erhöht**, die EPS werden entsprechend der erhöhten Aktienanzahl angepasst. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein **Kursziel von EUR 20,00**. Mit einem Kurspotenzial von ca. 60% bleibt die Aktie ein **klarer Kauf**. Die geringe Marktkapitalisierung von ca. EUR 12 Mio. und die Abhängigkeit des Geschäftserfolgs von wenigen Personen machen die Aktie zu einem vergleichsweise risikoreichen Investment.

## Kennzahlen (PAYOM Solar)

GuV (in Tsd. EUR)	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz	9.930,5	20.500,0	22.000,0	24.766,0
Gesamtleistung	9.930,5	20.500,0	22.000,0	24.766,0
Materialaufwand	8.385,0	18.347,5	19.756,0	22.165,6
Rohertrag	1.545,5	2.152,5	2.244,0	2.600,4
Personalkosten	200,0	290,0	380,0	380,0
Sonstiger betrieblicher Aufwand	459,0	400,0	405,0	410,0
EBITDA	886,5	1.462,5	1.459,0	1.810,4
Abschreibungen	11,1	3,0	3,0	7,0
- davon Goodwill-Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	875,4	1.459,5	1.456,0	1.803,4
Finanzergebnis	-37,0	-5,0	-3,0	-3,0
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	838,4	1.454,5	1.453,0	1.800,4
Steuern	228,9	421,8	421,4	522,1
Nettoergebnis vor Minoritäten	609,5	1.032,7	1.031,6	1.278,3
Nettoergebnis	609,5	1.032,7	1.031,6	1.278,3
Ausschüttung	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash-Flow</b>	<b>2007</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>
Operativer Cash-Flow	620,6	1.035,7	1.034,6	1.285,3
Free-Cash-Flow	126,6	-193,6	859,3	948,9
Investitionen	31,0	1,0	1,0	15,0
<b>Bilanz (Tsd. EUR)</b>	<b>2007</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>
Sachanlagen	25,9	23,9	21,9	29,9
Immat. Vermögen	1.135,0	1.135,0	1.135,0	1.135,0
Net Working Capital	1.154,0	2.382,3	2.556,6	2.878,1
Umlaufvermögen	2.917,3	5.466,6	6.456,1	7.790,1
Liquide Mittel	1.488,6	2.575,0	3.354,3	4.303,2
Eigenkapital	3.585,5	5.988,2	7.019,8	8.298,1
Rückstellungen	46,0	49,0	52,0	55,0
Finanzverbindlichkeiten	200,0	110,0	30,0	30,0
Nettoliquidität	1.288,6	2.465,0	3.324,3	4.273,2
Bilanzsumme	4.078,2	6.625,5	7.613,0	8.955,0
Rechnungslegung	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Geschäftsjahresende	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010
<b>Wachstumsraten</b>	<b>2007</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>
Umsatz	142,6%	106,4%	7,3%	12,6%
EBITDA	494,2%	65,0%	-0,2%	24,1%
EBIT	486,8%	66,7%	-0,2%	23,9%
EBT	536,6%	73,5%	-0,1%	23,9%
Nettoergebnis	755,2%	69,4%	-0,1%	23,9%
Dividende	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Kostenintensitäten</b>	<b>2007</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>
Materialaufwand / Umsatz	84,4%	89,5%	89,8%	89,5%
Personalaufwand / Umsatz	2,0%	1,4%	1,7%	1,5%

Kursdaten	
Kurs (EUR)	12,56
Marktkap. (Tsd. EUR)	11.932
Enterprise Value (Tsd. EUR)	10.815

Aktienkennzahlen	2007	2008e	2009e	2010e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,82	1,15	1,09	1,35
Umsatz je Aktie (EUR)	13,42	22,77	23,16	26,07
Free-Cash-Flow je Aktie (EUR)	0,17	-0,22	0,90	1,00
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00

Bewertungskennzahlen	2007	2008e	2009e	2010e
KGV	15,32	10,92	11,52	9,30
KUV	0,94	0,55	0,54	0,48
EV/SALES	1,09	0,53	0,49	0,44
EV/EBITDA	12,20	7,39	7,41	5,97
EV/EBIT	12,35	7,41	7,43	6,00
KBV	3,33	1,99	1,70	1,44
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Aktienanzahl (Tsd.)	2007	2008e	2009e	2010e
Stammaktien ausstehend	740,00	900,27	950,00	950,00
Vorzugsaktien ausstehend				

Rentabilität	2007	2008e	2009e	2010e
EBITDA / Umsatz	8,9%	7,1%	6,6%	7,3%
EBIT / Umsatz	8,8%	7,1%	6,6%	7,3%
EBT / Umsatz	8,4%	7,1%	6,6%	7,3%
Nettoergebnis / Umsatz	6,1%	5,0%	4,7%	5,2%
EK-Rendite	17,0%	17,2%	14,7%	15,4%
GK-Rendite	15,2%	15,7%	13,6%	14,3%
ROCE	30,6%	29,3%	22,0%	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/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.