

Kaufen Risiko: **Kursziel: EUR 11,10**
(Ersteinschätzung) hoch

Solardachspezialist expandiert

Bloomberg: P1Y GY Kurs: EUR 7,45
Reuters: P1YG.SG CDAX: 710,32
ISIN: DE000A0B9AH9
Internet: www.payom-ag.de
Segment: Entry Standard
Branche: Solarstromwirtschaft

Payom Solar ist ein ausgewiesener Solardachspezialist. Das Unternehmen bietet Solardachbauservice für industrielle aber auch private Kunden aus einer Hand. Es wählt attraktive Solardachstandorte aus, übernimmt die Konfiguration der Solardachanlage sowie die komplette Bauplanung und sorgt in Zusammenarbeit mit Dachdeckern und Elektrikern für die schlüsselfertige Erstellung.

Payom Solar differenziert sich gegenüber Wettbewerbern durch...

- ihre Reputation für ihr Solardach-Know-how
- finanzielle Flexibilität über den Zugang zum Kapitalmarkt
- enge Kundenbindung und effektive Neukundengewinnung
- ausgezeichnete Kontakte zu Modullieferanten

Der Vorstandsvorsitzende, Herr Jörg Truelsen, verfügt über ein langjähriges **Solardachbau-Know-how**. Seine Reputation ist in jahrelanger erfolgreicher Tätigkeit bei Europas größtem Dachbaukonzern Braas/Lafarge und in selbstständiger Tätigkeit erworben. **Payom Solars Solardächer überzeugen durch höchste Produktqualität und individualisierte Konfiguration gemäß Kundenwunsch.**

Die Börsennotierung ist für eine kleine Unternehmung wie Payom Solar ein klarer Wettbewerbsvorteil. Der Zugang zum Kapitalmarkt und eigene Aktien als Akquisitionswährung bieten Expansionsmöglichkeiten, die Wettbewerbern ähnlicher Größenordnung verschlossen bleiben.

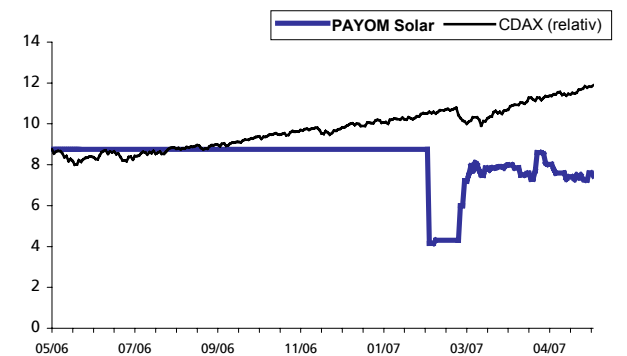
Seine ausgewiesene Reputation als Solardachexperte nutzt Herr Truelsen für die Expansion des Geschäfts: **Über regelmäßige Dachdeckerschulungen baut Payom Solar langfristige und enge Kundenbeziehungen mit Dachdeckereien auf** und generiert einen stetigen Strom neuer Kunden.

Die Börsennotierung und die liquiden Mittel aus der Kapitalerhöhung im Frühjahr 2007 sind die Grundlage für ein – von niedriger Basis ausgehendes – sehr starkes Wachstum in top- und bottom line in den nächsten Jahren (Umsatz 2007e: +150%, EBIT 2007e: +276%).

Der Wechsel in den Entry Standard und die Halbjahreszahlen im August sollten positiven Newsflow generieren. Mögliche Akquisitionen sollten weitere Fantasie in die Aktie bringen.

Auf der Basis eines DCF-Modells ergibt sich ein fairer Wert von EUR 11,10 für die Payom Solar Aktie. Damit besteht ein Kurspotenzial von ca. 49%. **Wir empfehlen die Aktie daher zum KAUF.** Die Aktie ist wegen der Abhängigkeit des Unternehmens von einzelnen Personen ein spekulatives Investment.

Geschäftsjahresende	12/05	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 7,45 EUR					
Umsatz	0,0	4,1	10,2	13,2	15,6
Rohtragsmarge	0,0%	7,3%	9,5%	10,0%	10,4%
EBITDA	0,0	0,1	0,6	0,8	1,0
EBITDA-Marge	0,0%	3,6%	5,5%	6,1%	6,6%
EBIT	0,0	0,1	0,6	0,8	1,0
EBIT-Marge	0,0%	3,6%	5,5%	6,1%	6,6%
Nettoergebnis	0,0	0,1	0,3	0,5	0,6
Ergebnis je Aktie	0,00	0,12	0,43	0,63	0,80
Cash-Flow je Aktie	0,02	-1,19	-0,23	0,20	0,46
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	n.m.	1,52	0,61	0,47	0,40
EV/EBITDA	n.m.	41,64	11,01	7,75	6,06
EV/EBIT	n.m.	41,64	11,07	7,77	6,08
KGV	n.m.	62,08	17,33	11,83	9,31
ROCE	0,0%	13,0%	20,3%	20,7%	23,5%
Adj. Free Cash Flow Yield	0,0%	2,4%	8,8%	12,9%	16,5%



Kursdaten: Bloomberg 30.05.2007 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 8,60 / EUR 4,15
Marktkapitalisierung: EUR 5,96 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 6,21 Mio.
Aktienzahl: 0,80 Mio.

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

Termine: Zahlen erstes HJ 2007 August 2007

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 31.05.2007
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

Sales Assistance

Wiebke Möller +49-(0)40 3282-2703

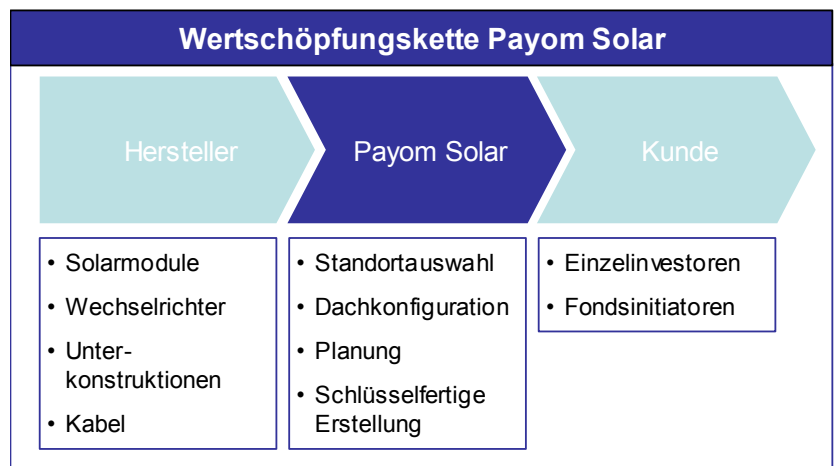
Kerstin Muthig +49-(0)40 3282-2632

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Unternehmenshintergrund

Die Payom Solar AG ist eine auf die Solarenergie fokussierte Holding mit Sitz in Burgoberbach in Bayern. Das operative Geschäft, der Solardachbau, wird von der 100%igen Tochter Solardach Burgoberbach GmbH betrieben, die 2006 in die Payom Solar eingebracht wurde.

Payom Solar ist am Ende der solaren Wertschöpfungskette tätig. Das Unternehmen wählt geeignete Solardachstandorte aus, konfiguriert die Dachanlage und übernimmt die komplette Bauplanung bis zur schlüsselfertigen Erstellung. Payom Solar agiert dabei als Generalunternehmer, der die Zusammenarbeit von Dachdeckern und Elektrikern sowie auf der Finanzseite von Banken und Steuerberatern koordiniert. Das Unternehmen bietet auch den Projektverkauf an Investoren an (vgl. Grafik 1).



Grafik 1, Quelle: Payom Solar

Bisher wurden 80% der Umsätze in Bayern generiert, für die Zukunft ist die Expansion in andere attraktive Regionen in Deutschland geplant. Hauptkunden sind Dachdeckereien; 23% der Umsätze werden im Endkundenbereich (hauptsächlich Landwirte) erzielt.

Geführt wird Payom Solar von Herrn Truelsen, einem ausgewiesenen Solardachexperten mit sehr gutem Track Record in der Dachbaubranche.

Wettbewerbsqualität

Payom Solar differenziert sich von Wettbewerbern durch

- **umfangreiches Solardach-Know-how**
- **finanzielle Flexibilität über den Zugang zum Kapitalmarkt**
- **enge Kundenbindung und effektive Neukundengewinnung**
- **ausgezeichnete Kontakte zu Modullieferanten**

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Umfangreiches Solardach-Know-how

Herr Truelsen hat als langjähriger Mitarbeiter beim größten europäischen Dachbaukonzern Braas/Lafarge das deutsche Solardachgeschäft aufgebaut und die Entwicklung innovativer Solardachlösungen vorangetrieben. Sein **außerordentlicher Vertriebs Erfolg** war die Grundlage für den Aufbau eines eigenen Unternehmens.

In der Dachbaubranche gilt Herr Truelsen als **sehr kompetenter Ansprechpartner für Solardachbau**. Sein Solardach-Know-how ermöglicht es ihm, den Kunden Solardächer höchster Qualität anzubieten. Herr Truelsen versteht es, die verschiedenen Solardacheigenschaften (u.a. Dichtigkeit, Funktionalität, Ästhetik) gemäß den individuellen Kundenwünschen so miteinander zu kombinieren, dass für die Kunden ein sichtbarer Mehrwert entsteht.

In der Vergangenheit hat die hohe Kundenzufriedenheit stets neues Geschäft generiert – ohne eigene Werbung.

Spezialität von Payom Solar sind Solar-Indächer. Hier verschmelzen Solaranlage und Dach zu einer einheitlichen Konstruktion, deren Ästhetik und hohe Sicherheit sich deutlich von herkömmlichen Dächern abheben. Indach Solaranlagen sollten in Zukunft vom Trend zu energieautarken Häusern profitieren.

Zugang zum Kapitalmarkt

Obwohl die Payom Solar AG nach Umsatz und Mitarbeiterzahl ein kleines Unternehmen ist, ist sie börsennotiert und hat damit Zugang zum Kapitalmarkt.

Da Wettbewerber dieser Größenordnung nicht börsennotiert sind, stellt der direkte Zugang zum Kapitalmarkt einen strategischen Wettbewerbsvorteil dar. Eigene Aktien stehen als Akquisitionswährung für geplante Zukäufe zur Verfügung und die Geschäftsexpansion kann über frisches Kapital finanziert werden. Zum organischen Wachstum dürfte daher in absehbarer Zukunft Wachstum über Akquisitionen hinzukommen.

Der mit der Notierung einhergehende höhere Bekanntheitsgrad des Unternehmens sollte sich förderlich auf die Geschäftsentwicklung auswirken.

Enge Kundenbindung und effektive Neukundengewinnung

Als Dienstleister ist eine enge und langfristige Kundenbindung für Payom Solar Grundlage für den Geschäftserfolg. Dies gelingt über Solardachschulungen für Dachdecker, die anschließend – überzeugt von der Solardachkompetenz der Payom Solar – im Solardachbau mit Payom Solar zusammenarbeiten.

Äußern Endkunden gegenüber den Dachdeckern Interesse an Solardachlösungen, wird Payom Solar in die Vertragsverhandlungen einbezogen. Der Dachdecker installiert das Dach, Payom Solar aber konfiguriert und plant das Dach und liefert die Module. Auf diese Weise generieren die Dachdecker Neugeschäft für Payom Solar und wirken als Multiplikatoren.

Über die Solardachschulungen entsteht jährlich ein Potenzial von 100 neuen Kunden. Da die bisherige Anzahl von 10-12 Schulun-

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
<p>gen pro Jahr mit jeweils 10 Handwerkern noch steigerbar ist, ist ein beschleunigter Ausbau des Geschäftsmodells möglich.</p> <p>Der Austausch mit den Dachdeckern bei den Schulungen sichert Payom Solar einen weiteren Wettbewerbsvorteil: Die genaue und aktuelle Kenntnis der Solardachpräferenzen der Kunden.</p> <p>Ausgezeichnete Kontakte zu Modullieferanten</p> <p>Zu den Solardachschulungen werden auch Modulhersteller eingeladen, die durch den Austausch mit den Dachdeckereien wichtige Informationen darüber erhalten, inwieweit die Eigenschaften der eigenen Module mit den Kundenvorstellungen übereinstimmen. Gemeinsam mit Payom Solar werden Produktverbesserungen initiiert.</p> <p>Dies macht Payom Solar zu einem bevorzugten Kunden: Zum einen als Informationsbroker und zum anderen als kompetenter Berater für Produktinnovationen.</p> <p>Diese besondere Stellung als Kunde kann Payom Solar bei der Vereinbarung neuer Lieferverträge ausspielen, sei es in Form flexibler Lieferbedingungen oder in Form günstigerer Preise.</p> <p>Geschäftsentwicklung</p> <p>Die Bündelung der bisherigen Geschäftsaktivitäten von Herrn Truelsen in der Payom Solar AG und die zusätzlichen liquiden Mittel aus der im Frühjahr 2007 durchgeführten Kapitalerhöhung schaffen die Grundlage für ein sehr starkes Umsatzwachstum (2007e: +150%) und ein überproportionales Wachstum des EBIT und des Nettogewinns. Dabei ist allerdings die niedrige Ausgangsbasis zu berücksichtigen.</p> <p>Die bisherige Restriktion für ein stärkeres Wachstum - die Verfügbarkeit über liquide Mittel - entfällt und das bewährte Geschäftsmodell der Kundengewinnung über Dachdeckerschulungen wird forciert. Außerdem sollte sich das margenstarke Geschäft mit industriellen Kunden durch die Verstärkung des Vertriebs verdreifachen.</p> <p>In 2008 und 2009 sollte sich das Wachstum beim Umsatz mit 29% bzw. 18% fortsetzen. EBIT und Nettogewinn dürften erneut überproportional wachsen. Die EBIT-Marge sollte bis 2009 sukzessive von 3,6% auf 6,6% ansteigen.</p> <p>Das überproportionale Wachstum der bottom line fußt auf</p> <ul style="list-style-type: none"> • einem Rückgang der Materialkostenquote (mehr preiswerte Dünnschichtmodule, Rückgang der Modulpreise), • einer Senkung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (Fixkostendegression), • geringeren Zinsaufwendungen (durch Rückzahlung von Finanzverbindlichkeiten) und • einer geringeren Steuerquote (durch Änderung der Rechtsform). 						

Equity Story

Wettbewerbsqualität

Finanzen

Bewertung

Newsflow

Unternehmen &
Produkte

Kennzahlen

In 2007 dürfte der Nettogewinn auf EUR 342 Tsd. ansteigen (vgl. Tab. 1).

Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung (in Tsd. €)	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatzerlöse	4.093,4	10.233,5	13.201,2	15.577,5
<i>Veränderung yoy</i>		150,0%	29,0%	18,0%
Rohertrag	297,8	972,2	1.320,1	1.620,1
<i>Veränderung yoy</i>		226,5%	35,8%	22,7%
Rohertragsmarge	7,3%	9,5%	10,0%	10,4%
EBIT	149,2	561,2	799,1	1.022,1
<i>Veränderung yoy</i>		276,1%	42,4%	27,9%
EBIT-Marge	3,6%	5,5%	6,1%	6,6%
Jahresüberschuss	71,3	342,2	501,6	643,9
<i>Veränderung yoy</i>		380,1%	46,6%	28,4%
Umsatzrendite	1,74%	3,34%	3,80%	4,13%

Tab. 1; Quellen: Payom Solar, SES Research

Die schnelle Expansion dürfte in 2008 zu einem positiven operativen Cash Flow in Höhe von EUR 160 Tsd. führen, der sich in 2009 auf EUR 372 Tsd. mehr als verdoppeln sollte. Basis hierfür ist der jährlich ansteigende Jahresüberschuss und ein sich abflachender Anstieg des Working Capitals (Veränderung Working Capital 2007e: EUR 498 Tsd., 2008e: EUR 345 Tsd., 2009e: EUR 276 Tsd.)

Bewertung

Der Free Cash Flow Yield, der den Wert der Aktie bei einer unterstellten Mindestrendite auf den Free Cash Flow von 10% bestimmt, ergibt für **2008 einen fairen Wert von EUR 9,70** für die Payom Solar-Aktie. **Dies deutet auf ein Kurspotenzial von knapp 40% hin.**

Den Wert des Unternehmens fixieren wir auf der Basis eines DCF-Modells. Dieses signalisiert ein **Kursziel von EUR 11,10** und bestätigt damit das Aufwärtspotenzial, das der FCFY für die Aktie anzeigt.

Die Peer-Group beinhaltet Photovoltaikunternehmen wie Phönix Sonnenstrom, Sun Energy und S.A.G. Solarstrom, die ähnlich wie Payom Solar am Ende der solaren Wertschöpfungskette als solare Systemanbieter und Projektierer arbeiten. Außerdem werden Unternehmen einbezogen, die auch als Modulproduzenten tätig sind (Aleo Solar, Centrosolar und Solon). Im Vergleich zur Peer-Group wird Payom Solar mit einem Abschlag von ca. 10% bewertet.

Damit zeigen alle drei Bewertungsmodelle an, dass Payom Solar gegenwärtig unterhalb ihres fairen Wertes gepreist ist.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Newsflow

Payom Solar sollte im Jahresverlauf in der top- und der bottom-line sehr stark wachsen und im August entsprechend gute Halbjahreszahlen für 2007 liefern. Dabei kommt dem Unternehmen der milde Winter zu Gute, der ein sehr frühes Anlaufen des sonst zu Jahresbeginn eher verhaltenen Geschäfts ermöglicht hat.

Neben eigenen Aktien als Akquisitionswährung stehen auch die durch die Kapitalerhöhung eingenommenen liquiden Mittel für Zukäufe zur Verfügung, die das hohe Wachstum noch forcieren können.

Der Wechsel der Aktie vom Freiverkehr in den Entry Standard sollte die Liquidität des Titels erhöhen und dadurch seine Attraktivität für Investoren steigern.

Schlussfolgerung

Mit der Einbringung der Solardach Burgoberbach GmbH in die Payom Solar AG im Herbst 2006 und der Kapitalerhöhung im Frühjahr 2007 sind die Weichen auf ein kräftiges Wachstum des Solardachspezialisten gestellt. Die bisherige Wachstumsrestriktion, die Verfügbarkeit über ausreichend liquide Mittel, ist beseitigt.

Die Börsennotierung bietet die Möglichkeit externen Wachstums und ist auch Indiz dafür, dass dies geplant ist.

Payom Solar differenziert sich gegenüber Wettbewerbern durch das sehr gute Solardachbau-Know-how von Herrn Truelsen. Seine in der Dachbaubranche anerkannte Solardachkompetenz vermittelt er über Schulungen an Dachdeckereien. Diese Schulungen sind die Basis für den Aufbau langfristiger Kundenbeziehungen mit Dachdeckern und liefern einen stetigen Zustrom neuer Kunden.

Wir erwarten, dass Payom Solar sowohl in der top- als auch in der bottom-line kräftig wächst. Verbesserte Kostenstrukturen sollten dabei für eine überproportionale Steigerung bei EBIT und Nettogewinn sorgen.

Die Bewertungsmodelle zeigen übereinstimmend ein deutliches Potenzial der Aktie an. Auf der Basis eines DCF-Modells beträgt der faire Wert der Aktie EUR 11,10.

Equity Story

Wettbewerbsqualität

Finanzen

Bewertung

Newsflow

Unternehmen &
Produkte

Kennzahlen

Wettbewerbsqualität

Payom Solar ist ein ausgewiesener Solardachspezialist. Durch die Beherrschung der gesamten Wertschöpfungskette im Solardachbau bietet Payom Solar dem Kunden **Dachbauservice aus einer Hand**:

Payom Solar wählt geeignete Standorte aus, konfiguriert die Dachanlage und übernimmt die komplette Bauplanung bis zur schlüsselfertigen Erstellung. Das Unternehmen bietet auch den Projektverkauf an Investoren an.

Hervorragendes Solardach-Know-how

Die Expertise von Payom Solar für Solar-Auf- und -Indachlösungen ist außerordentlich. Herr Truelsen hat sich durch seine jahrelange Erfahrung beim größten europäischen Bedachungskonzern Braas/Lafarge eine hohe Reputation in der Dachbaubranche erworben und gilt unter Dachdeckern als „**Kompetenzzentrum**“ für **Solardächer**.

Payom Solars Dächer kombinieren die Solardachqualitätskriterien

- Dichtigkeit,
- Rentabilität,
- Funktionalität,
- Langlebigkeit und
- Ästhetik

entsprechend der individuellen Kundenwünsche so miteinander, dass für die Kunden ein **klar erkennbarer Mehrwert** entsteht.

Bei der für den Kunden wichtigsten Dacheigenschaft, der Dichtigkeit, ist die Gewährleistung für die Dächer über die Zusammenarbeit mit den Dachdeckereien Teil des Angebots.

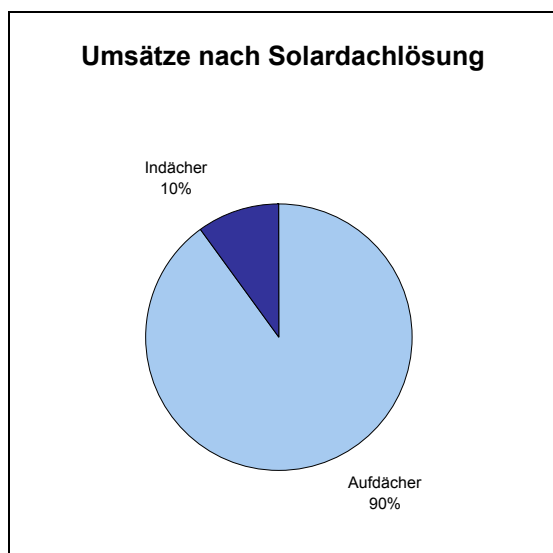
Dadurch differenziert sich Payom Solar spürbar von allen Elektrohandwerkern, die nicht in der Lage sind, eine solche Gewährleistung zu bieten. Gegenüber den Elektrohandwerkern, die den allergrößten Teil der Konkurrenz ausmachen, besitzt das Unternehmen damit einen Wettbewerbsvorsprung.

Spezialität Solar-Indächer

Eine besondere Fähigkeit von Payom Solar stellt das Angebot von Solar-Indächern dar. Hier „verschmelzen“ Solaranlage und Dach zu einer einheitlichen Gesamtkonstruktion, die im Vergleich zu herkömmlichen Dächern neben der ansprechenden Ästhetik größere Sturm-, Hagel- und Regensicherheit bietet.

Solar-Indächer sind auch im Denkmalschutz einsetzbar und sind insbesondere bei Dachsanierungen eine attraktive Alternative, da sie gegenüber herkömmlichen Sanierungen inklusive Solaraufdach keine höheren Kosten verursachen.

Der Solar-Indach Markt ist ein Zukunftsmarkt, den auch große Unternehmen wie SolarWorld für sich entdeckt haben. Durch weiter fallende Preise für Solarmodule werden Solar-Indächer gegenüber herkömmlichen Dächern einen signifikanten Marktanteil erringen.



Grafik 2; Quelle: Payom Solar AG

Equity Story

Wettbewerbsqualität

Finanzen

Bewertung

Newsflow

Unternehmen &
Produkte

Kennzahlen

Der überproportionale Zuwachs an Energiesparhäusern in den letzten Jahren zeigt, dass das Interesse der Kunden an stärker auf Energieautarkie ausgerichteten Häusern angesichts steigender Energiepreise zunimmt. Solar-Indachlösungen fügen sich ausgezeichnet in diesen Trend ein, der sich in absehbarer Zukunft durch intensivere politische Förderung, z. B. ähnlich wie in Spanien durch Bauvorschriften, die die Solarenergienutzung verbindlich vorschreiben, noch verstärken sollte.

Zugang zum Kapitalmarkt

Mit einem Umsatz von EUR 4,1 Mio. und der geringen Zahl an Mitarbeitern ist die Payom Solar AG ein relativ kleines Unternehmen. Trotzdem ist es an der Börse notiert und hat damit Zugang zum Kapitalmarkt.

Da Wettbewerber dieser Größenordnung nicht börsennotiert sind, stellt der direkte Zugang zum Kapitalmarkt einen Wettbewerbsvorteil dar. Eigene Aktien stehen als Akquisitionswährung für Zukäufe zur Verfügung und die Geschäftsexpansion kann über frisches Kapital finanziert werden. Die gesamte finanzielle Ausstattung steht damit auf einer vergleichsweise soliden Basis.

Als börsennotiertes Unternehmen erreicht Payom Solar einen Bekanntheitsgrad, der deutlich höher ist als der der nicht börsennotierten Konkurrenten. Dieser höhere Bekanntheitsgrad sollte sich förderlich auf die Geschäftsentwicklung auswirken.

Enge Kundenbindung und effektive Neukundengewinnung

Payom Solars Solardächer werden von zwei Kundengruppen nachgefragt, von Dachhandwerkern und direkt von den Endabnehmern, dabei macht die erste Gruppe mit ca. $\frac{3}{4}$ den deutlich größeren Teil des Umsatzes aus (vgl. Grafik 3).

Durch Solardachschulungen von Dachdeckern gelingt es, vertrauensvolle langfristige Geschäftsbeziehungen zu Dachdeckereien aufzubauen. Aus dieser engen Kundenbindung heraus wird kontinuierlich Neugeschäft generiert.

Die Schulungen werden jährlich 10-12 mal veranstaltet und von durchschnittlich 10 Handwerkern besucht. Damit ergeben sich über 100 neue potenzielle Geschäftsbeziehungen im Jahr.

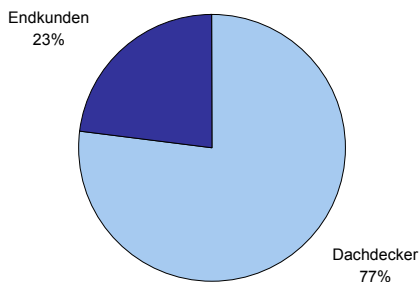
Die Dachdecker werden durch die Schulung in die Lage versetzt, Kunden Solardachlösungen anzubieten. Zeigt der Endkunde Interesse, wird Payom Solar in die Vertragsverhandlungen eingeschaltet. Payom Solar konfiguriert das Dach und übernimmt die Bauplanung und der Dachdecker installiert das Solardach mit Modulen von Payom Solar. Damit fungieren die Dachdecker als Multiplikatoren und Vertriebspartner für Payom Solar.

Im deutschen Dachdeckerhandwerk sind über 50.000 Dachdecker organisiert, damit ist die **Nachfrage von dieser Seite keine wirk-same Restriktion** für das Unternehmenswachstum.

Genauere Kenntnis der Kundenwünsche

Zu den Schulungen werden auch Solarmodulhersteller und -verarbeiter eingeladen, um einen Informations- und Ideenaustausch zwischen Herstellern und Dachhandwerkern zu ermöglichen. Payom Solar erhält so von ihren zukünftigen Kunden und damit aus erster Hand Informationen über deren Solarmodulpräfe-

Umsätze nach Kundengruppen in 2006



Grafik 3; Quelle: Payom Solar AG

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	----------------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

renzen. **Dadurch kann Payom Solar ihre Moduleinkaufspolitik auf die Bedürfnisse der Handwerker ausrichten** und ihre Klientel mit attraktiven Produkten überzeugen.

Gesicherte Lieferverträge mit renommierten Lieferanten

Die Einladungen von Herstellern zu den Dachdeckerschulungen bieten diesen wichtige Informationen über die Bedürfnisse der Endkunden, die beim Bau neuer Module Berücksichtigung finden. Dies nutzt Payom Solar, um **zusammen mit den Herstellern neue Solardachlösungen zu entwickeln – wie z. B. das InDax 250 von Schott Solar – und wird damit zu einem bevorzugten Kunden der Modulhersteller.**

Dieser Bonus kann bei neuen Lieferverträgen ausgespielt werden, sei es bei der Preisgestaltung oder bei der Schnelligkeit und dem Umfang der Lieferung. Payom Solar hat langfristige Lieferverträge mit Schott Solar und Sun Energy und Solarwatt.

In 2006 machten die für deutsche Lichtverhältnisse besonders attraktiven Dünnschichtzellen noch ca. 50% des Umsatzes aus, in 2007 soll er auf 70% gesteigert werden. Über Sun Energy bezieht Payom Solar vom weltweit führenden Produzenten First Solar Dünnschichtmodule und kann ihren Kunden damit ein **attraktives Markenprodukt** anbieten.

Payom Solar setzt aus zwei Gründen auf Dünnschicht:

- Der deutsche Dünnschichtmodulmarkt sollte stärker als der gesamte Photovoltaikmarkt wachsen, da diese Module durch ihr **gutes Schwachlichtverhalten zur Energiegewinnung in Deutschland besonders geeignet** sind.
- **Dünnschichtmodule sind deutlich preisgünstiger** als kristalline. Der in etwa halb so hohe Wirkungsgrad macht Dünnschichtmodule überall dort attraktiv, wo die zur Verfügung stehende Fläche nicht den limitierenden Faktor darstellt, z. B. bei Industriedächern. In diesem Bereich expandiert Payom Solar stark.

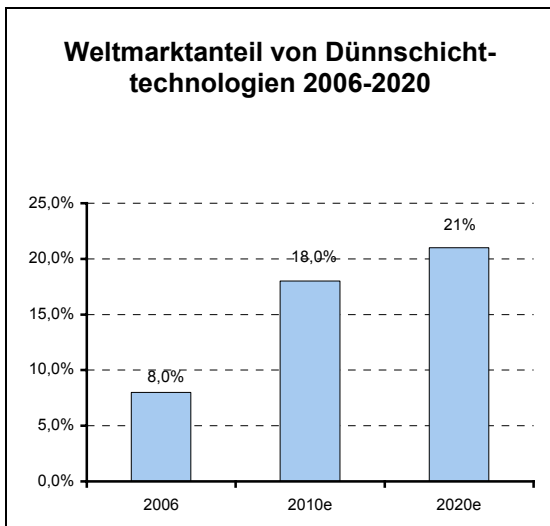
Der bayrische und der deutsche Photovoltaikmarkt

Bisher lag der Schwerpunkt der Geschäftsaktivität des Unternehmens in Bayern, das mit einem Weltmarktanteil von ca. 30%, gemessen an der neu installierten Megawattleistung, der weltweit am weitesten entwickelte regionale Solarmarkt ist (vgl. Grafik 5).

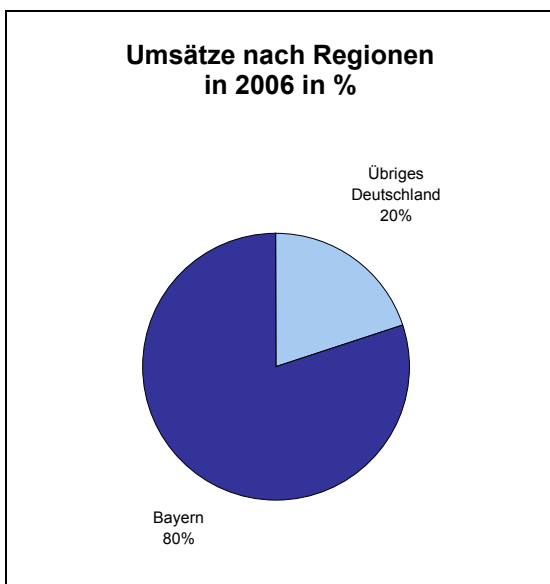
In einem solchen Markt sollte man eine hohe Wettbewerbsintensität vermuten, tatsächlich sind die Angebote der Payom Solar aber fast immer ohne ein Gegenangebot der Konkurrenz geblieben.

Dies liegt an der hervorragenden Qualitätsarbeit von Payom Solar/Solardach Burgoberbach und den besonderen Marktbedingungen im Freistaat. Die hohe Zufriedenheit bisheriger Kunden führt zur Weiterempfehlung an potenzielle Neukunden, für die die Reputation das entscheidende Kriterium für die Aufnahme der Geschäftsbeziehung ist. Auf diese Weise konnte das Geschäft in den letzten Jahren ausgedehnt werden, ohne dass Ausgaben für Marketing notwendig waren.

Auch in Zukunft bietet der bayrische Heimatmarkt noch ein großes Wachstumspotenzial, denn bis heute sind lediglich 5% der Dächer mit Solarmodulen ausgerüstet. Die im April durchgeführte Kapital-



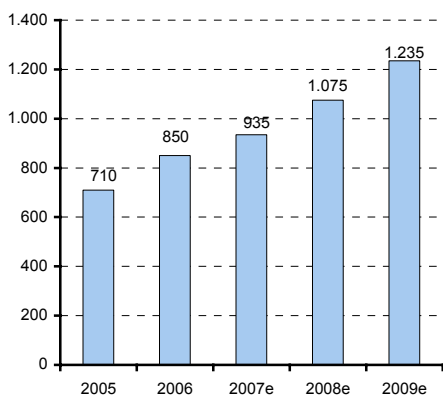
Grafik 4; Quellen: EPIA, Dez. 2006, Photon 4/2007



Grafik 5; Quelle: Payom Solar AG

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	----------------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Prognose der jährlich installierten MW-Leistung in Deutschland bis 2009



Grafik 6; Quelle: EPIA 2006

erhöhung ermöglicht aber nicht nur, in Bayern Marktanteile hinzuzugewinnen, sondern auch die Expansion in weitere attraktive Regionen in Deutschland.

Der deutsche Markt ist mit einem Weltmarktanteil von ca. 55% der größte und reifste Photovoltaikmarkt. In den nächsten Jahren ist mit einem **durchschnittlichen jährlichen Wachstum von ca. 15%** zu rechnen (vgl. Grafik 6).



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

Umsatz- und Ertragswachstum

Die Payom Solar ist zur Zeit noch ein sehr kleines Unternehmen, das in den nächsten Jahren zum einen durch organisches, insbesondere aber durch externes Wachstum zu einem ernstzunehmenden Börsenwert aufsteigen will.

Mit der Einbringung der Solardach Burgoberbach GmbH in die börsennotierte Payom Solar AG in 2006 und der Kapitalerhöhung im März 2007 steht das Solardachgeschäft der Payom/Solardach auf einer kapitalkräftigen Grundlage und sollte in den nächsten Jahren deutlich wachsen.

Die neue Unternehmensstruktur und die eingeworbenen liquiden Mittel werden insbesondere in 2007 zu einem **kräftigen Umsatzsprung von ca. 150%** auf EUR 10,2 Mio. führen. Allerdings ist die geringe Ausgangsbasis (Umsatz 2006: EUR 4,1 Mio.) zu berücksichtigen. In 2008 sollte ein erneutes deutliches Umsatzplus von 29% auf EUR 13,2 Mio. erfolgen, in 2009 dürfte das Umsatzwachstum 18% betragen.

Damit wird Payom Solar stärker als der Markt wachsen. Das Unternehmen spielt dabei die Vorteile seiner Produktpalette aus: Ihre auf deutsche Lichtverhältnisse ausgerichteten und preisgünstigen Dünnschichtmodule sind für die Kunden oft attraktiver als die kristalline Konkurrenz.

Umsatztreiber sind die Generierung von Neugeschäft über das bewährte Geschäftsmodell der Dachdeckerschulungen und der Ausbau des Geschäfts mit Industriekunden, für das der Vertrieb gestärkt wurde.

Gewinn- und Verlustrechnung				
Gewinn- und Verlustrechnung (in Tsd. €)	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatzerlöse	4.093,4	10.233,5	13.201,2	15.577,5
<i>Veränderung yoy</i>		150,0%	29,0%	18,0%
Rohertrag	297,8	972,2	1.320,1	1.620,1
<i>Veränderung yoy</i>		226,5%	35,8%	22,7%
Rohertragsmarge	7,3%	9,5%	10,0%	10,4%
EBIT	149,2	561,2	799,1	1.022,1
<i>Veränderung yoy</i>		276,1%	42,4%	27,9%
EBIT-Marge	3,6%	5,5%	6,1%	6,6%
Jahresüberschuss	71,3	342,2	501,6	643,9
<i>Veränderung yoy</i>		380,1%	46,6%	28,4%
Umsatzrendite	1,74%	3,34%	3,80%	4,13%

Tab. 2; Quellen: Payom Solar, SES Research

Der Rohertrag sollte in 2007 von EUR 297,8 Tsd. auf EUR 972,2 Tsd. und damit im Vergleich zum Umsatz überproportional steigen. Grund hierfür ist das Absinken der Materialkostenquote von 92,7% auf 90,5%. Die relativ geringeren Materialkosten resultieren aus günstigeren Einkaufspreisen aufgrund höherer Einkaufsvolumina und einer Erhöhung des Anteils an vergleichsweise preisgünstigeren Dünnschichtzellen. **Die Rohertragsmarge erhöht sich dadurch von 7,3% auf 9,5%** (vgl. Tab. 2).

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

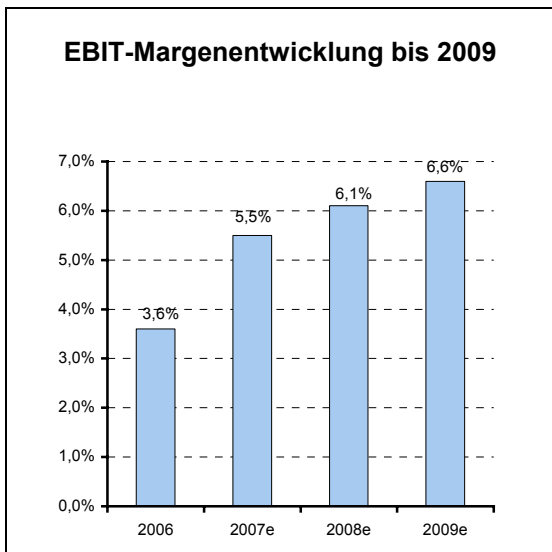
In 2008 und 2009 dürfte der Rohertrag um 36% respektive 23% steigen. Der überproportionale Anstieg basiert ähnlich wie in 2007 auf einer Absenkung der Materialkostenquote auf 90% bzw. 89,6%. Grund dafür sind sinkende Moduleinkaufspreise.

Das EBIT sollte sich in 2007 im Jahresvergleich mehr als verdreifachen und EUR 561,2 Tsd. betragen (Vorjahr: EUR 149,2 Tsd.). Auch hier ist die niedrige Ausgangsbasis zu berücksichtigen.

Die in 2007 von 0,7% auf 2,1% gestiegene Personalkostenquote spiegelt die personelle Aufstockung wider, die Grundlage für das Wachstum ist. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sollten nur unterproportional steigen, da ein Teil dieser Aufwendungen Fixkosten sind. Die Quote dieser Aufwendungen sinkt von 2,9% in 2006 auf 1,9% in 2007.

Auch in 2008 und in 2009 dürfte das EBIT mit 42% respektive 27% ebenfalls stärker als der Umsatz wachsen. Neben der bereits erwähnten rückläufigen Materialkostenquote ist das unterproportionale Wachstum der sonstigen betrieblichen Aufwendungen – Stichwort operating leverage – dafür verantwortlich. Die Personalkostenquote sollte nach dem Anstieg in 2007 in den Folgejahren konstant bleiben. Die überproportionale Steigerung des EBIT führt zu einer sukzessiven Steigerung der EBIT-Marge (vgl. Grafik 7).

Die Kapitalerhöhung im Frühjahr nutzt Payom Solar auch zum Abbau der Verschuldung. Dies führt zu einer Senkung der Zinsbelastung. Betrug diese in 2006 noch EUR 22,8 Tsd., dürfte sie in 2007 auf EUR 20 Tsd. und in 2008 auf EUR 5 Tsd. sinken.



Grafik 7; Quelle: Payom Solar, eigene Schätzung

Gewinn- und Verlustrechnung Payom Solar				
Gewinn- und Verlustrechnung (in Tsd. EUR)	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatzerlöse	4.093,4	10.233,5	13.201,2	15.577,5
Bestandsveränderungen / Aktivierte Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	4.093,4	10.233,5	13.201,2	15.577,5
Materialaufwand	3.795,6	9.261,3	11.881,1	13.957,4
Personalaufwand	27,2	213,0	278,0	350,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	119,5	195,0	240,0	245,0
EBITDA	149,2	564,2	802,1	1.025,1
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0	3,0	3,0	3,0
EBITA	149,2	561,2	799,1	1.022,1
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	149,2	561,2	799,1	1.022,1
Zinsertrag	5,3	2,0	2,0	2,0
Zinsaufwendungen	22,8	20,0	5,0	2,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	-17,5	-18,0	-3,0	0,0
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	131,7	543,2	796,1	1.022,1
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	131,7	543,2	796,1	1.022,1
EE-Steuern	60,4	201,0	294,6	378,2
Jahresüberschuss aus fortgeführter Geschäftstätigkeit	71,3	342,2	501,6	643,9
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	71,3	342,2	501,6	643,9
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	71,3	342,2	501,6	643,9

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

Die geringere Zinsbelastung und eine im Vergleich zu 2006 durch die Änderung der Rechtsform verursachte geringere Steuerquote (2006: 46%, 2007e: 37%) führen dazu, dass der **Jahresüberschuss** in 2007 von EUR 71 Tsd. auf EUR 345 Tsd. steigt und sich damit fast **verfünffacht**. Auch in den Folgejahren ist ein kräftiges Wachstum in der bottom-line zu erwarten (2008e:+47%, 2009e:+28%). Die Umsatzrendite kann dabei sukzessive auf über 4% gesteigert werden.

Bilanz

Die wichtigste Position des Anlagevermögens ist die Position Immaterielle Vermögensgegenstände, die den Firmenwert der in die AG eingebrachten Solardach Burgoberbach GmbH enthält.

Sachanlagen sind nur in geringem Umfang vorhanden. In 2007 sind EUR 30 Tsd. in Büroausstattung und EDV investiert worden. Damit ist der Investitionsbedarf für die nächsten Jahre zu einem sehr großen Teil gedeckt.

Bilanz Payom Solar				
Bilanz (in Tsd. EUR)	2006	2007e	2008e	2009e
AKTIVA				
Immaterielle Vermögensgegenstände	1.135,0	1.135,0	1.135,0	1.135,0
Sachanlagen	6,0	34,0	32,0	30,0
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	1.141,0	1.169,0	1.167,0	1.165,0
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	169,0	598,7	764,4	897,6
Liquide Mittel	34,0	1.178,0	1.246,6	1.536,4
Umlaufvermögen	785,0	2.648,5	3.130,1	3.751,1
Bilanzsumme	1.926,0	3.817,5	4.297,1	4.916,1
PASSIVA				
Gezeichnetes Kapital	600,0	800,0	800,0	800,0
Kapitalrücklage	986,0	2.201,0	2.201,0	2.201,0
Gewinnrücklagen	-25,0	-25,0	317,2	818,8
Bilanzgewinn	0,0	342,2	501,6	643,9
Eigenkapital	1.561,0	3.318,2	3.819,8	4.463,7
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	43,0	46,0	49,0	52,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	287,0	200,0	110,0	30,0
Sonstige Verbindlichkeiten	35,0	253,3	318,3	370,4
Verbindlichkeiten	365,0	499,3	477,3	452,4
Bilanzsumme	1.926,0	3.817,5	4.297,1	4.916,1

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

Mit der Ausdehnung der Geschäftstätigkeit steigt das Umlaufvermögen deutlich an (2007e: EUR 2,7 Mio.). Dahinter verbirgt sich ein Anstieg der Vorräte und der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

Payom Solar sollte es gelingen, das Working Capital effizient zu managen. Für 2007 und die folgenden Jahre beträgt die erwartete Working Capital-Quote knapp 12%.

Die Kapitalerhöhung im Frühjahr 2007 hat brutto EUR 1,5 Mio. an liquiden Mitteln eingespielt. Damit befindet sich Payom Solar in einer komfortablen Liquiditätslage (Cash Ratio in 2007e: 2,6) und verfügt über genügend Liquidität zur Finanzierung der Geschäftsexpansion.

In 2007 sollte die Eigenkapitalquote ca. 87% betragen und in den Folgejahren noch leicht ansteigen. Damit verfügt Payom Solar über eine sehr solide Eigenkapitalbasis.

Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung Payom Solar				
Kapitalflussrechnung (in Tsd. EUR)	2006	2007e	2008e	2009e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	71,3	342,2	501,6	643,9
Abschreibung Anlagevermögen	0,0	3,0	3,0	3,0
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	24,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/ Aufwendungen	-91,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	4,3	345,2	504,6	646,9
Veränderung Vorräte	0,0	-289,8	-247,3	-198,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-732,0	-426,7	-162,6	-130,2
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	30,0	218,3	65,0	52,1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-8,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-710,0	-498,2	-344,9	-276,1
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-705,7	-153,0	159,7	370,8
CAPEX	-6,0	-31,0	-1,0	-1,0
Zugänge aus Akquisitionen	-1.135,0	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	-1.141,0	-31,0	-1,0	-1,0
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	287,0	-87,0	-90,0	-80,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	1.195,0	1.500,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	1.482,0	1.413,0	-90,0	-80,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	-364,7	1.229,0	68,7	289,8
Endbestand liquide Mittel	34,3	1.263,0	1.331,6	1.621,4

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

Die schnelle Expansion in 2007 dürfte zu einem negativen operativen Cash Flow in Höhe von EUR -153 Tsd. führen, da Vorräte und Forderungen aus Lieferungen und Leistungen stark anwachsen. In 2008 sollte ein positiver operativer Cash Flow in Höhe von EUR 160 Tsd. generiert werden, der sich in 2009 auf EUR 371 Tsd. mehr als verdoppeln dürfte. Basis hierfür ist der jährlich ansteigende Jahresüberschuss, wohingegen der Anstieg des Working Capital



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

tal rückläufig ist (Veränderung Working Capital 2007e: EUR 498 Tsd., 2008e: EUR 345 Tsd., EUR 2009e: 276 Tsd.)

Die Rückführung der Finanzverbindlichkeiten führt in 2007 zu einem Mittelabfluss in Höhe von EUR 87 Tsd. Auch in den beiden nächsten Jahren erfolgt ein ähnlich hoher Mittelabfluss.

Der Zufluss liquider Mittel aus der Kapitalerhöhung führt in 2007 zu einem positiven Cash Flow. In den Folgejahren basiert der positive Cash Flow (2008e: EUR 69 Tsd., 2009e: EUR 290 Tsd.) auf dem operativen Geschäft.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

Free Cash Flow Yield

Unser adjustierter Free Cash Flow Yield unterstellt, dass Investoren ein Asset (hier den Enterprise Value) zu einem Preis kaufen, der einen Free Cash Flow Return (Free Cash Flow = Jahresüberschuss + Abschreibungen - Maintenance Capex + Steuern - (1-t)Zinsen) auf den EV bietet, der die Opportunitätskosten übersteigt. Vereinfacht wurden diese mit 10% angesetzt.

Bereits im laufenden Geschäftsjahr 2007 steigt der adjustierte Free Cash Flow aufgrund des dynamischen Top- und überproportionalen Bottom-Line Wachstums um mehr als das Dreifache und erreicht mit 9,1% fast den geforderten Free Cash Flow Yield von 10%.

In 2008 beträgt der FCFY 13,3%. Dies ergibt einen fairen Wert der Payom Solar-Aktie von EUR 9,70. Im Vergleich zum aktuellen Kurs zeigt der FCFY ein Bewertungspotenzial von knapp 40% an.

Free Cash Flow Yield					
	2006	2007e	2008e	2009e	2010e
Jahresüberschuss	71,3	342,2	501,6	643,9	751,0
+ Abschreibung + Amortisation	0,0	3,0	3,0	3,0	7,0
- Zinsergebnis (netto)	-17,5	-18,0	-3,0	0,0	0,0
+ Steuern	60,4	201,0	294,6	378,2	441,0
- Erhaltungsinvestitionen	0,6	15,5	0,8	0,8	12,0
+/- Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Adjustierter Free Cash Flow	148,6	548,7	801,3	1.024,3	1.187,0
Adjustierter Free Cash Flow Yield	2,5%	9,1%	13,2%	16,9%	19,6%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Aktueller Enterprise Value	6.053,0	6.053,0	6.053,0	6.053,0	6.053,0
= Fairer Enterprise Value	1.485,9	5.486,8	8.013,2	10.242,6	11.870,1
- Nettoverschuldung (Cash)	253,0	253,0	253,0	253,0	253,0
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Off Balance Sheet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Faire Marktkapitalisierung	1.232,9	5.233,8	7.760,2	9.989,6	11.617,1
Aktienanzahl (k)	800,0	800,0	800,0	800,0	800,0
Fairer Wert je Aktie (EUR)	1,54	6,54	9,70	12,49	14,52
Premium (-) / Discount (+) in %	-78,7%	-9,8%	33,8%	72,2%	100,3%

Tabelle 3; Quelle: SES Research

DCF-Modell

Um auf der Basis des erwarteten mittel- und langfristigen Geschäftserfolgs einen Wert für Payom Solar zu ermitteln, haben wir ein DCF-Modell herangezogen.

Die Schätzung des Umsatzwachstums bis 2012 trägt dem Wachstumspotenzial des Geschäftsmodells von Payom Solar Rechnung. Von 2012 bis 2020 basiert die Schätzung auf den erwarteten Wachstumsraten des deutschen Photovoltaikmarktes. Für die ewige Wachstumsrate haben wir angesichts des erwarteten hohen langfristigen Wachstums der Photovoltaik einen Wert von 2,5% angenommen.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

Die EBIT-Marge sollte wegen des zunehmenden Wettbewerbs ab 2010 allmählich auf 5,5% sinken. Die Steuerquote liegt bei 37%; die von der Bundesregierung beabsichtigte Senkung der Körperschaftsteuer ist noch nicht berücksichtigt.

DCF Modell														
	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Umsatz	10,23	13,20	15,58	18,23	20,96	23,89	27,00	30,24	33,57	36,92	40,25	43,06	45,22	47,93
Veränderung	150,0%	29,0%	18,0%	17,0%	15,0%	14,0%	13,0%	12,0%	11,0%	10,0%	9,0%	7,0%	5,0%	6,0%
EBIT	0,56	0,80	1,02	1,19	1,36	1,55	1,62	1,81	2,01	2,22	2,21	2,37	2,49	2,64
EBIT-Marge	5,5%	6,1%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Steuerquote	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%
Abschreibungen	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01	0,02	0,02	0,03	0,03	0,04	0,04	0,05	0,05
in % vom Umsatz	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-0,50	-0,34	-0,28	-0,31	-0,36	-0,39	-0,37	-0,39	-0,40	-0,40	-0,40	-0,34	-0,26	-0,33
- Investitionen	-0,03	0,00	0,00	-0,02	-0,02	-0,02	-0,03	-0,03	-0,03	-0,04	-0,04	-0,04	-0,05	-0,05
Investitionsquote	0,3%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Übriges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-0,17	0,16	0,37	0,44	0,51	0,58	0,64	0,75	0,87	0,99	1,00	1,16	1,31	1,34
Wertermittlung (Mio. EUR)														
Barwerte bis 2020	4,24													
Terminal Value	4,90													
Verbindlichkeiten	-0,29													
Liquide Mittel	0,03													
Eigenkapitalwert	8,88													
Aktienzahl (Mio.)	0,80													
Wert je Aktie (EUR)	11,10													
		Modellparameter												
		Fremdkapitalquote	10,00%											
		Fremdkapitalzins	6,0%											
		Marktrendite	9,15%											
		risikofreie Rendite	4,08%											
		Beta	1,30											
		WACC	9,99%											
		ewiges Wachstum	2,50%											
				Sensitivität Wert je Aktie (EUR)										
				WACC	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%			
					10,99%	8,98	9,10	9,23	9,37	9,51	9,67	9,83		
					10,49%	9,71	9,86	10,01	10,18	10,35	10,54	10,74		
					10,24%	10,12	10,28	10,44	10,62	10,82	11,02	11,24		
					9,99%	10,54	10,72	10,90	11,10	11,31	11,54	11,78		
					9,74%	11,00	11,19	11,40	11,61	11,85	12,10	12,37		
					9,49%	11,49	11,70	11,92	12,17	12,42	12,70	13,00		
					8,99%	12,58	12,83	13,11	13,40	13,72	14,07	14,45		

Als Beta haben wir einen Wert von 1,3 angesetzt. Die risikofreie Rendite auf der Basis langfristiger Bundesanleihen liegt zur Zeit bei 4,08%. Für die Marktrendite nehmen wir 9,15% an. Damit ergibt sich eine Risikoprämie von 5,07%.

Unter der Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 10% und einem Fremdkapitalzinssatz von 6% ergibt sich ein WACC von 9,99%.

Auf der Basis der angegebenen Parameterwerte ergibt sich ein fairer Wert von EUR 11,10 für die Aktie von Payom Solar. Damit hat die Aktie ein Potenzial von ca. 49%.

Peer-Group-Vergleich

In den Peer-Group-Vergleich werden Photovoltaikunternehmen einbezogen, die ähnlich wie Payom Solar am Ende der solaren Wertschöpfungskette tätig sind.

Phönix Sonnenstrom, Sun Energy (Reinecke & Pohl) und S.A.G. Solarstrom sind als Photovoltaiksystemanbieter und Projektierer wie Payom Solar nur auf der letzten Wertschöpfungsstufe tätig. Im Gegensatz zu Payom Solar agieren sie auch auf Auslandsmärkten und weisen eine deutlich höhere Marktkapitalisierung auf.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

Die durch das geringe Coverage bedingte relativ schlechte Datenlage bei diesen Unternehmen und die Inhomogenität dieser Gruppe macht die Einbeziehung weiterer Unternehmen mit besserer Datenbasis sinnvoll.

Dafür wurden Aleo Solar, Solon und Centrosolar ausgewählt. Allerdings sind diese Unternehmen nicht nur im Vertrieb von Solarmodulen tätig, sondern produzieren auch selber Module. Im Gegensatz zu Payom Solar sind diese Firmen damit auch auf der vorgelagerten Wertschöpfungsstufe aktiv.

Die Homogenität dieser Gruppe und die strukturelle Ähnlichkeit der Multiples zu Phönix Sonnenstrom, das das einzige Unternehmen aus der Gruppe der Systemanbieter ist, über das eine bessere Datenbasis vorliegt, machen den Vergleich mit Payom Solar nicht unplausibel.

Basisdaten der Peer-Group-Analyse													
Unternehmen	LW	Kurs	MK	EV	EPS			Umsatz			EBITDA		
					06	07e	08e	06	07e	08e	06	07e	08e
<i>Modulproduzenten</i>													
Aleo Solar	EUR	11,44	149,1	143,2	0,39	0,56	0,73	120,7	168,5	208,0	9,63	14,54	18,63
Centrosolar	EUR	9,69	128,8	157,7	0,32	0,42	0,68	172,4	230,0	281,5	9,30	17,35	22,57
Solon	EUR	39,36	367,8	479,5	1,41	2,03	2,70	337,0	450,3	633,5	29,24	37,88	50,02
<i>Systemanbieter/Projektierer</i>													
Phönix SonnenStrom	EUR	19,20	106,1	119,2	0,68	1,07	1,41	125,9	192,7	245,8	7,03	10,21	13,77
SunEnergy (Reinecke & Pohl)	EUR	8,47	39,4	32,1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
S.A.G. Solarstrom	EUR	3,99	50,3	47,4	-0,07	0,08	0,13	88,3	110,1	152,5	0,86	2,25	3,39
Payom Solar	EUR	7,45	6,0	6,2	0,12	0,43	0,63	4,09	10,23	13,20	0,15	0,56	0,80

Tab. 4; Quelle: SES Research, Bloomberg

Peer-Group Payom Solar													
Unternehmen	LW	Kurs	MK	EV	KGV			EV / Umsatz			EV / EBITDA		
					06	07e	08e	06	07e	08e	06	07e	08e
Aleo Solar	EUR	11,44	149,1	143,2	29,33	20,43	15,61	1,19	0,85	0,69	14,86	9,84	7,69
Centrosolar	EUR	9,69	128,8	157,7	30,76	23,35	14,19	0,91	0,69	0,56	16,96	9,09	6,99
Solon	EUR	39,36	367,8	479,5	27,84	19,43	14,58	1,42	1,06	0,76	16,40	12,66	9,59
Mittelwert Modulproduzenten					29,31	21,07	14,79	1,17	0,87	0,67	16,07	10,53	8,09
Phönix SonnenStrom	EUR	19,20	106,1	119,2	28,24	17,91	13,66	0,95	0,62	0,48	16,95	11,68	8,66
SunEnergy (Reinecke & Pohl)	EUR	8,47	39,4	32,1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
S.A.G. Solarstrom	EUR	3,99	50,3	47,4	neg.	49,88	30,69	0,54	0,43	0,31	55,16	21,08	13,99
Mittelwert Systemanbieter					28,24	33,89	22,17	0,74	0,52	0,40	36,05	16,38	11,33
Mittelwert gesamt					29,04	26,20	17,75	1,00	0,73	0,56	24,07	12,87	9,38
Median gesamt					29,31	20,75	14,69	1,06	0,77	0,61	16,67	11,10	8,37
Payom Solar	EUR	7,45	6,0	6,2	62,08	17,33	11,83	1,52	0,61	0,47	41,64	11,01	7,75
Differenz zum Mittelwert					114%	-34%	-33%	52%	-17%	-16%	73%	-14%	-17%

Tabelle 5; Quelle: SES Research, Bloomberg

Der Peer-Group-Vergleich zeigt, dass Payom Solar gegenüber den durchschnittlichen Multiples für 2007 und 2008 mit einem Abschlag von ca. 20%-30% gehandelt wird. Der große Unterschied in der Unternehmensgröße zwischen Payom Solar und Peer-Group-Unternehmen beschränkt die Aussagekraft des Vergleichs.

Nimmt man die durchschnittlichen Werte der Multiples der Gruppe der Modulproduzenten als Basis, fällt der Abschlag geringer aus.

Alle drei Bewertungsmethoden, der Free Cash Flow Yield, das DCF-Modell und der Peer-Group-Vergleich signalisieren, dass die Payom Solar-Aktie Bewertungsspielraum nach oben hat.



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	-----------------	------------------------	------------

Newsflow

Payom Solar sollte im Jahresverlauf in der top- und der bottom line sehr stark wachsen und im August entsprechend gute Halbjahreszahlen liefern. Dabei kommt dem Unternehmen der milde Winter zu Gute, der ein sehr frühes Anlaufen des sonst zu Jahresbeginn eher verhaltenen Geschäfts ermöglicht hat.

Neben den eigenen Aktien stehen die durch die Kapitalerhöhung eingenommenen liquiden Mittel für Akquisitionen zur Verfügung. Über Zukäufe könnte das hohe Wachstum noch forciert werden.

Das durch die UN-Klimaberichte und die nationalen und internationalen politischen Klimaschutzdiskussionen erzeugte positive Sentiment für Solarwerte ist nicht nur ein rein psychologischer Effekt, sondern führt auch zu Verhaltensänderungen bei Konsumenten und wirkt damit letztendlich für Payom Solar nachfrageverstärkend.

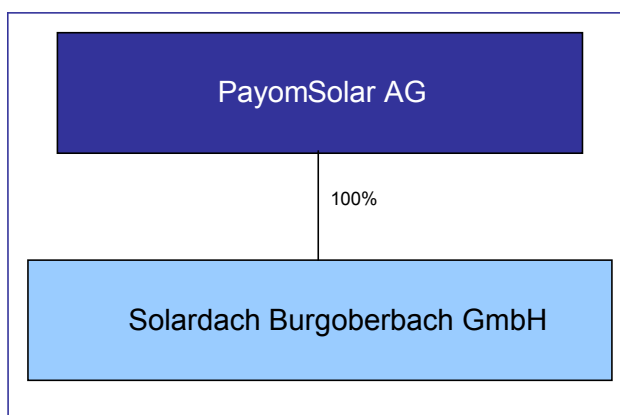
Der Wechsel der Aktie vom Freiverkehr in den Entry Standard sollte die Liquidität des Titels erhöhen und dadurch seine Attraktivität für Investoren steigern.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	-----------------------------------	------------

Unternehmenshintergrund und -struktur

Die Payom Solar AG ist der Rechtsnachfolger der Solardach Burgoberbach GmbH, die im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung im Herbst 2006 in die AG eingebracht wurde. Die von Payom in Payom Solar umfirmierte Aktiengesellschaft ist damit neu ausgerichtet, konzentriert sich in Zukunft auf die Solarenergie und fungiert als Holding; das operative Geschäft wird von der Solardach Burgoberbach GmbH gesteuert. Sitz ist Burgoberbach in Bayern. Die Aktie der Payom Solar wurde bisher im Freiverkehr gehandelt; der Segmentwechsel in den Entry Standard erfolgt per 30.05.2007.

Unternehmensstruktur



Grafik 8; Quelle: Payom Solar AG

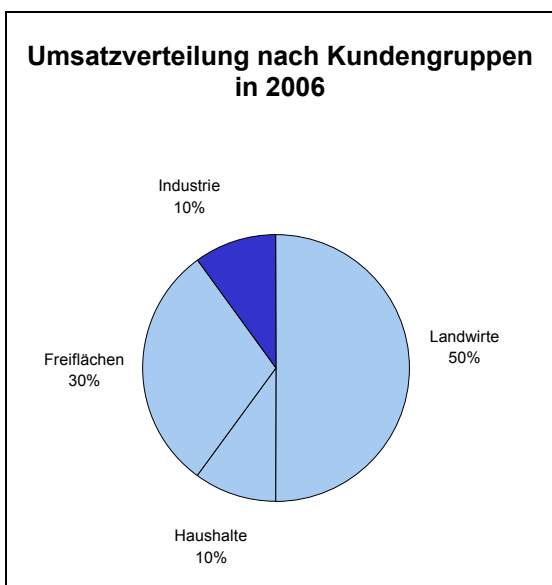
Die Solardach Burgoberbach GmbH wurde im Jahr 2005 von seit vielen Jahren existierenden Fachunternehmen, der Zimmerei Gessler, der Heussner Bedachungen, der Solartechnik Truelsen und der Zimmerei Vogel zur Abwicklung größerer Aufträge gegründet. Nach der Auszahlung der Partner ist Herr Truelsen alleiniger Inhaber.

Payom Solar ist Spezialist für Solar-Anlagen im Indach- und Aufdachbereich von der Hausanlage bis zur industriellen Großanlage. Spezialität sind Indach-Lösungen, also Konstruktionen bei denen die Solaranlage gleichzeitig als Dach fungiert.

Das Unternehmen akquiriert profitable Photovoltaik-Standorte, übernimmt die komplette Projektplanung bis hin zur schlüsselfertigen Realisierung der Anlagen sowie den Projektverkauf an Einzelinvestoren und Fondsgesellschaften. Die Projektplanung umfasst die Konfigurierung der Anlage, die Antragsstellung bei den Energieversorgern, die Statik, den Aufbau und den Anschluss der Anlage.

Payom Solar bezieht ihre PV-Module und Komponenten sowohl direkt von renommierten Lieferanten wie Schott Solar und Solarwatt als auch indirekt über die Kooperation mit Sun Energy, über die First Solar-Dünnschichtmodule geordert werden. Solarthermische Anlagen werden bei Lafarge/Braas und Schüco gekauft.

Mit einem Umsatzanteil von knapp 80% sind Dachdeckereien die Hauptkundengruppe von Payom Solar. Der übrige Umsatz wird im Endkundenbereich generiert. Dieser Bereich lässt sich in vier Gruppen aufteilen (vgl. Grafik 9). Das Segment der industriellen Kunden ist besonders margenstark und wächst kräftig, da diese



Grafik 9; Quelle: Payom Solar AG

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Kundengruppe inzwischen die Energiekosteneinsparpotenziale durch Solarbedachung erkannt und genügend finanzielle Mittel hat, um auch großflächige Industriedächer mit Solaranlagen auszurüsten.

Um in diesem Markt für gewerbliche und industrielle Dächer überproportional zu wachsen, hat die Payom Solar einen auf dieses Marktsegment spezialisierten Mitarbeiter auf Provisionsbasis eingestellt. Realistisches Planziel für 2007 ist eine Verdreifachung des Umsatzes in diesem Segment.

Bisher wurde hauptsächlich der bayrische Markt bedient, der einen Anteil von ca. 30% am Weltmarkt hat. Mit der Kapitalerhöhung soll die Expansion in weitere deutsche Regionen finanziert werden.

Management und Mitarbeiter

Vorstandsvorsitzender ist Jörg Truelsen, der das Geschäft auch operativ führt. Herr Truelsen besitzt fast zehn Jahre Erfahrung im Bereich Solardachanlagen. In 1997 hat er im Außendienst beim zum französischen Lafarge-Konzern gehörenden Dachbauspezialisten Braas begonnen. Dort hat Herr Truelsen den Vertrieb von Solardachanlagen sowohl im Photovoltaik- als auch im Solarthermiebereich auf- und ausgebaut und hat die Planung und Entwicklung neuer Solardachprodukte vorangetrieben. **Als mit Abstand umsatzstärkster Außendienstmitarbeiter des ca. 100 Mitarbeiter starken Außendienstteams hat er allein 25-30% des deutschen Umsatzes generiert. Sein großer Erfolg war die Grundlage für seine Selbstständigkeit.**

In 2002 hat Herr Truelsen die Energie-/Solartechnik Truelsen gegründet und Solarthermie- und Photovoltaikanlagen verkauft. In 2004 erfolgte zusammen mit drei Partnern die Gründung der Solardach Burgoberbach GmbH für die Abwicklung größerer Aufträge. Nach dem Kauf der Anteile der Partner in 2005 ist Herr Truelsen alleiniger Inhaber. Im Rahmen der Einbringung der Solardach Burgoberbach GmbH in die Payom Solar AG ist die Energie-/Solartechnik Truelsen in der Solardach aufgegangen.

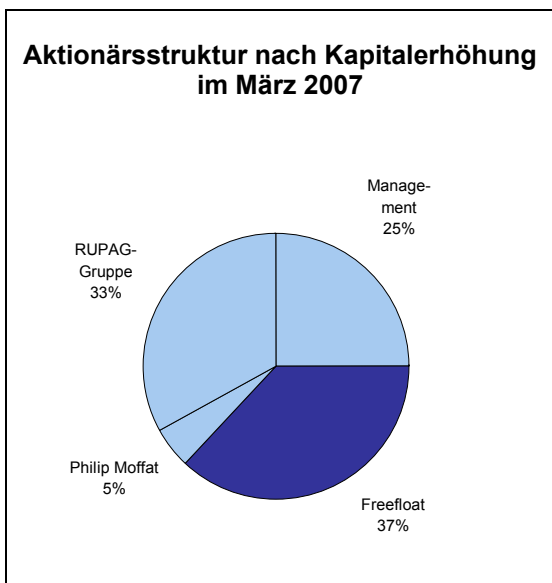
In seiner zehnjährigen Tätigkeit hat sich Herr Truelsen eine hohe Kompetenz bei der Planung, Projektierung und dem Bau von Solardachanlagen erarbeitet. Im Laufe der Jahre hat er ca. 4,5 MW an Photovoltaikmodulen aufgebaut und über 400 solarthermische Anlagen installiert.

Die Payom Solar hat 3 Mitarbeiter, neben zwei Beschäftigten im Innendienst ist ein Angestellter auf Provisionsbasis für den Vertrieb von Industrie- und Gewerbedächern zuständig.

Aktionärsstruktur

Vor der Kapitalerhöhung betrug das Grundkapital der Payom Solar AG EUR 600.000, eingeteilt in eine entsprechende Zahl von Inhaberaktien in Form von Stückaktien.

Nach der Kapitalerhöhung im März 2007 in Höhe von EUR 200.000 auf EUR 800.000 beträgt der Freefloat 37%; der Anteil von RUPAG-Gruppe beläuft sich auf 33%. Herr Philip Moffat hält 5% und das Management 25% (vgl. Grafik 10).



Grafik 10; Quelle: Payom Solar AG

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Kennzahlen (Payom Solar)

GuV (in Tsd. EUR)	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	4.093,4	10.233,5	13.201,2	15.577,5
Gesamtleistung	4.093,4	10.233,5	13.201,2	15.577,5
Materialaufwand	3.795,6	9.261,3	11.881,1	13.957,4
Rohrertrag	297,8	972,2	1.320,1	1.620,1
Personalkosten	27,2	213,0	278,0	350,0
Sonstiger betrieblicher Aufwand	119,5	195,0	240,0	245,0
EBITDA	149,2	564,2	802,1	1.025,1
Abschreibungen	0,0	3,0	3,0	3,0
- davon Goodwill-Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	149,2	561,2	799,1	1.022,1
Finanzergebnis	-17,5	-18,0	-3,0	0,0
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	131,7	543,2	796,1	1.022,1
Steuern	60,4	201,0	294,6	378,2
Nettoergebnis vor Minoritäten	71,3	342,2	501,6	643,9
Nettoergebnis	71,3	342,2	501,6	643,9
Ausschüttung	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash-Flow	2006	2007e	2008e	2009e
Operativer Cash-Flow	71,3	345,2	504,6	646,9
Free-Cash-Flow	-711,7	-184,0	158,7	369,8
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	1.189,2	1.534,1	1.810,3
Umlaufvermögen	785,0	2.648,5	3.130,1	3.751,1
Liquide Mittel	34,0	1.178,0	1.246,6	1.536,4
Eigenkapital	1.561,0	3.318,2	3.819,8	4.463,7
Rückstellungen	43,0	46,0	49,0	52,0
Finanzverbindlichkeiten	287,0	200,0	110,0	30,0
Nettoliquidität	-253,0	978,0	1.136,6	1.506,4
Bilanzsumme	1.926,0	3.817,5	4.297,1	4.916,1
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.	150,0%	29,0%	18,0%
EBITDA	n.m.	278,2%	42,2%	27,8%
EBIT	n.m.	276,1%	42,4%	27,9%
EBT	n.m.	312,5%	46,6%	28,4%
Nettoergebnis	n.m.	380,1%	46,6%	28,4%
Dividende	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Kostenintensitäten	2006	2007e	2008e	2009e
Materialaufwand / Umsatz	92,7%	90,5%	90,0%	89,6%
Personalaufwand / Umsatz	0,7%	2,1%	2,1%	2,2%

Kursdaten	2006	2007e	2008e	2009e
Kurs (EUR)				7,45
Marktkap. (Tsd. EUR)				5.960
Enterprise Value (Tsd. EUR)				6.213

Aktienkennzahlen	2006	2007e	2008e	2009e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,12	0,43	0,63	0,80
Umsatz je Aktie (EUR)	6,82	12,79	16,50	19,47
Free-Cash-Flow je Aktie (EUR)	-1,19	-0,23	0,20	0,46
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00

Bewertungskennzahlen	2006	2007e	2008e	2009e
KGV	62,08	17,33	11,83	9,31
KUV	1,09	0,58	0,45	0,38
EV/SALES	1,52	0,61	0,47	0,40
EV/EBITDA	41,64	11,01	7,75	6,06
EV/EBIT	41,64	11,07	7,77	6,08
KBV	3,82	1,80	1,56	1,34
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%	5,5%	6,1%	6,6%
EBIT / Umsatz	3,6%	5,5%	6,1%	6,6%
EBT / Umsatz	3,2%	5,3%	6,0%	6,6%
Nettoergebnis / Umsatz	1,7%	3,3%	3,8%	4,1%
EK-Rendite	4,6%	10,3%	13,1%	14,4%
GK-Rendite	4,6%	9,3%	11,8%	13,1%
ROCE	13,0%	20,6%	21,2%	24,0%

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%

Tabelle 6; Quellen: Payom Solar AG (berichtete Daten), SES Research (Prognosen und Kennzahlen), Bloomberg (Kursdaten)

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.

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

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34b 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 waren in den letzten 12 Monaten Mitglied in einem Konsortium das die Wertpapiere dieses Unternehmens übernommen hat.
- Zwischen M.M.Warburg & CO KGaA und diesem Unternehmen besteht eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften oder hat in den letzten 12 Monaten bestanden aus der eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- M.M.Warburg & CO KGaA oder SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

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, offenzulegen.

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.

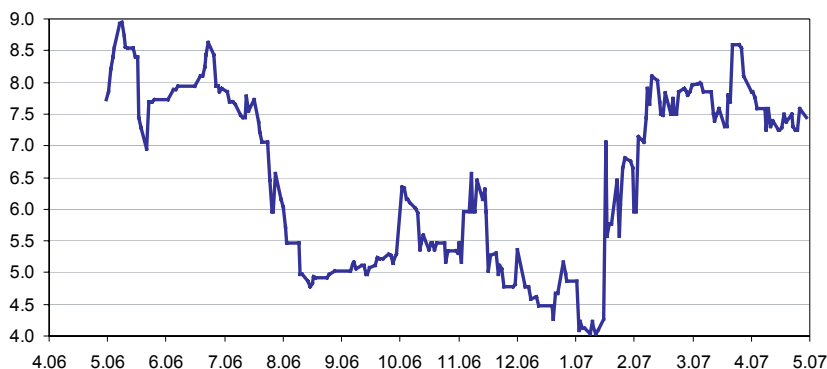
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	91	46%
Halten	84	43%
Verkaufen	12	6%
Empf. ausgesetzt	9	5%
Gesamt	196	

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	74	54%
Halten	52	38%
Verkaufen	6	4%
Empf. ausgesetzt	5	4%
Gesamt	137	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
PAYOM Solar (P1YG.SG) am 29.5.07**



Die Kästchen oben in der Kurs- und Empfehlungs-Historie zeigen an, zu welchem Zeitpunkt welche Empfehlung durch die SES Research GmbH ausgesprochen wurde. Jedes Kästchen zeigt das Datum an, an welchem der Analyst eine geänderte Empfehlung abgegeben hat. Eine Ausnahme bildet das erste Kästchen; es steht entweder für die aktuelle Empfehlung zu Beginn des angezeigten Zeitraums oder für die erste Empfehlung bei Aufnahme der Coverage innerhalb dieses Zeitraums.

Quellen: Factset (Kurse) / SES Research (Empfehlungen)