

AZEGO AG

Stärken und Chancen

- *Turnaround in Sicht:* Nach einer mehrjährigen Restrukturierung ist 2007 das Erreichen der Gewinnschwelle auf Quartalsbasis möglich. In den ersten sechs Monaten konnte Azego bei noch rückläufigen Umsätzen die Rohertragsmarge von 14,7 auf 18,4 Prozent steigern und den Periodenfehlbetrag um 31 Prozent auf 1,68 Mio. Euro reduzieren.
- *Diversifikation der Aktivitäten:* Die Gesellschaft hat das Dienstleistungsportfolio für Unternehmen aus der Halbleiterbranche in den letzten Jahren deutlich ausgeweitet. Besonders das margenstarke Franchise-geschäft erscheint aussichtsreich.
- *Expansion:* Abgesehen von einigen Rechtsverfahren hat Azego die Altlasten aus den Exzessen zur Jahrtausendwende mittlerweile beseitigt und verfolgt nun wieder eine vorsichtige Expansionsstrategie.
- *Attraktiver Wandler:* Die in Kürze anstehende Emission einer Wandelanleihe, mit der die Rückkehr auf den Expansionspfad finanziert werden soll, bietet den Aktionären neben einer hohen Verzinsung die Option, das Engagement später günstig auszubauen.

Schwächen und Risiken

- *Liquiditätsbedarf:* Die Mittel aus der Emission der Anleihe werden dringend benötigt, um wieder größere Auftragsvolumina akquirieren zu können.
- *Marktwachstum abgeschwächt:* Die Halbleiterbranche wächst zwar immer noch solide, die Dynamik hat aber zuletzt spürbar nachgelassen. Einzelne, für Azego wichtige Segmente wie die Optoelektronik expandieren allerdings immer noch mit einer hohen Geschwindigkeit.

Spekulatives Investment (Ersteinschätzung)

Aktueller Kurs 0,28 Euro

Stammdaten

ISIN	DE0005007702
Branche	Technologie-Broker
Sitz der Gesellschaft	München
Internet	www.azego.com
Ausstehende Aktien	21,59 Mio. Stück
Marktsegment	General Standard
Marktkapitalisierung	6,0 Mio. Euro
Free Float	100 %

Kursentwicklung



Hoch / Tief (12 Monate) 0,79 Euro / 0,27 Euro

Performance (12 Monate) -32,5 %

Ø-Umsatz (30 Tage) ca. 19 Tsd. Euro

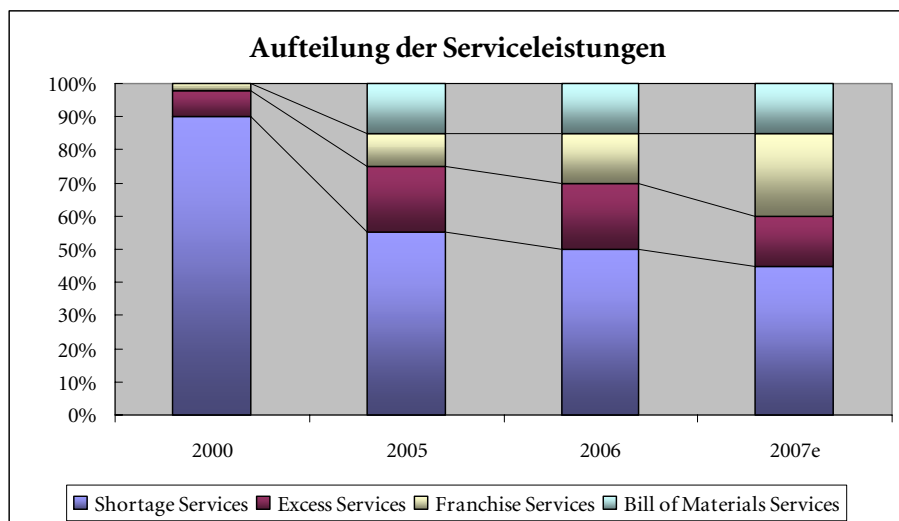
Kennzahlen

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2005	2006	2007(e)	2008(e)
Umsatz (Mio. EUR)	79,9	52,4	45,0	49,5
EpS (EUR)	-1,34	-0,41	-0,05	0,03
Dividende / Aktie (EUR)	-	-	-	-
KUV	0,08	0,12	0,13	0,12
KGV	-	-	-	10,2
Dividendenrendite	-	-	-	-

Unternehmensprofil

Dienstleister für die Halbleiterindustrie

Die im Jahr 1995 gegründete Azego AG aus München bezeichnet sich selbst als einen führenden Komponenten- und Technologielieferanten sowie Logistik-Dienstleister für die Halbleiterindustrie. Im Rahmen dieses Kerngeschäfts bietet das Unternehmen seinen Kunden beispielsweise die kurzfristige Beschaffung wichtiger Bausteine bei Engpässen sowie den Verkauf von Überbeständen an. Das Produktspektrum umfasst dabei eine große Auswahl an elektronischen Bauteilen, die von Kondensatoren über CPUs bis hin zu DRAMs reicht. Auch Computerzubehör wie CD-ROM-Laufwerke, CPU-Kühler oder Festplatten zählen zum Sortiment. Bis zum Jahr 2003 hat sich die Gesellschaft darüber hinaus – damals noch unter dem vormaligen Namen ACG – auch als Broker und Produzent von Smart Cards und kontaktlosen Übertragungstechnologien betätigt. Diese Bereiche wurden allerdings im Rahmen einer Umstrukturierung entweder verkauft oder eingestellt.



Quelle: Azego

„Shortage Management Services“ wichtigster Umsatzträger

Damit konzentriert sich die Gesellschaft heute ausschließlich auf Dienstleistungen rund um die Beschaffung von Komponenten für die Halbleiterbranche. Der historisch wichtigste Umsatzträger in diesem Bereich war bislang das Engpassmanagement. Im Rahmen der sogenannten „Shortage Management Services“ können die Kunden bei Azego dringend benötigte Bauteile anfordern. Für die Lieferung greift das Unternehmen dann auf Lager in den vier eigenen Logistikzentren in Deutschland, den USA, Brasilien und China sowie auf ein breit aufgestelltes, internationales Beschaffungsnetzwerk zurück. Während im Jahr 2000 noch rund 90 Prozent der Erlöse mit diesem Standbein erwirtschaftet wurden, war das Engpassmanagement im letzten Jahr noch für die Hälfte der Konzern-einnahmen verantwortlich (siehe Übersicht). Deutlich an Bedeutung gewonnen

haben in diesem Zeitraum die „Excess Management Services“, die ihren Anteil von 8 auf 20 Prozent erhöhen konnten. Dabei übernimmt Azego die Vermarktung von Überschussbeständen für so namhafte Konzerne wie Alcatel, Sharp Electronics oder De-Te-We. Die nicht mehr benötigten Bauteile werden zunächst in den Logistikzentren eingelagert und anschließend mit Hilfe der Beschaffungsplattform www.eXcessPortal.com an andere Produzenten verkauft.

Diversifikation des Dienstleistungsportfolios

In den letzten Jahren hat das Management die angebotenen Dienstleistungen unter Berücksichtigung der verschiedenen Anforderungen bei Beschaffungsprozessen konsequent weiter ausdifferenziert und diversifiziert. Nach Unternehmensprognosen dürfte dabei das Überschussmanagement im laufenden Jahr erstmals von den lukrativen Franchise Services überflügelt werden. Die Gruppe tritt hier für ausgewählte Spezialanbieter als Vertriebsdienstleister auf, der die Produkte in Regionen vermarktet, die aufgrund sprachlicher Barrieren oder einem Mangel an technischem Support ansonsten nicht bedient werden könnten. Die Marktbearbeitung erfolgt dabei sowohl durch die Tochter First Components, als auch ergänzend über Konzern-Niederlassungen in Europa. Abgerundet wird das Serviceportfolio von Azego durch ein individuelles Einkaufsmanagement auf Basis von Zielpreisen („Bill of Materials Services“), das zuletzt etwa 15 Prozent der Erlöse erwirtschaftet hat. Einen Nischencharakter hat dagegen die Lagerung von nicht mehr hergestellten Komponenten („Last Time Buy Services“), die derzeit nur für einen Kunden übernommen wird.

Internationales Netzwerk

Voraussetzung für die Erbringung der aufgeführten Dienstleistungen ist ein dichtes weltumspannendes Netzwerk, das sich sowohl durch eine große Kundennähe als auch durch einen Zugriff auf möglichst viele Beschaffungsquellen auszeichnet. Zu diesem Zweck hat die Gesellschaft in den letzten 10 Jahren zahlreiche ausländische Dependancen eröffnet oder bei passenden Gelegenheiten andere Anbieter übernommen (siehe Übersicht).

AZEGO AG – Die wichtigsten Beteiligungen		
Tochterunternehmen	Sitz	Anteil
First Components GmbH	Deutschland	100 %
AZEGO Technology Services Pte. Ltd.	Singapur	100 %
AZEGO International Trading Ltd.	China	100 %
AZEGO Technology Services Korea	Korea	100 %
AZEGO Technology Services SARL	Luxemburg	100 %
AZEGO France SAS	Frankreich	100 %
AZEGO Technology Services Ltda.	Brasilien	99,98 %
AZEGO Technology Services (US) Inc.	USA	100 %
AZEGO Technology Services (AT) HandelsGmbH	Österreich	100 %
AZEGO TS Ltd.	England	100 %

Quelle: Azego

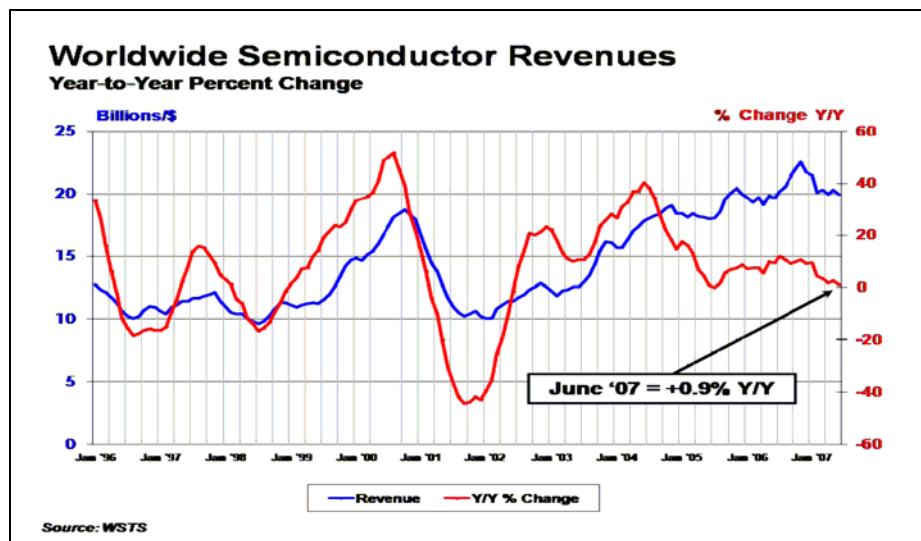
Geschäftsschwerpunkt noch in Europa

Heute ist der Konzern mit rund 140 Mitarbeitern in zehn Ländern vertreten und unterhält hier 15 Niederlassungen. Auch die Erlöse werden rund um den Globus erwirtschaftet, auch wenn der Schwerpunkt in Deutschland (24 Prozent in 2006) und der EU (47 Prozent ohne Deutschland) liegt. Deutliche Zuwächse hat zuletzt die Region Asien Pazifik erzielt – von 5 auf 18 Prozent in nur einem Jahr – während der Anteil der USA mit 10 Prozent (Vorjahr 15 Prozent) rückläufig war.

Markt und Strategie

Sehr zyklischer Markt

In Relation zur Gesamtwirtschaft unterliegt die Halbleiterbranche im Zeitablauf noch deutlich größeren Schwankungen. Der ausgeprägte Zyklus resultiert insbesondere aus dem Investitionsverhalten der Anbieter: Die notwendigen hohen Ausgaben für Kapazitätserweiterungen werden meist in Boomphasen getätigt. Da ein neues Werk allerdings eine Anlaufzeit von ein bis zwei Jahren benötigt, sind die zusätzlichen Produktionsstätten oftmals erst im Abschwung verfügbar und sorgen dann für einen Angebotsüberhang. Die weltweite Branchenentwicklung ist zur Jahrtausendwende exakt diesem Schema gefolgt: Nach Wachstumsraten von mehr als 40 Prozent bis zum Jahr 2000 erfolgte in den Folgejahren eine ebenso ausgeprägte Kontraktion (siehe folgende Abbildung).



Quelle: World Semiconductor Trade Statistics Organization

Lange Wachstumsphase

Durch den lang anhaltenden Aufschwung der Weltwirtschaft und eine vorsichtigeren Investitionspolitik ist der laufende Branchenboom dagegen stabiler als seine Vorgänger. Erstmals in der Historie der Mikroelektronik wurden auf dem Weltmarkt über fünf Jahre positive Steigerungsraten verzeichnet (Quelle: ZVEI). Allerdings hat sich der Zuwachs im ersten Halbjahr 2007 auf 2 Prozent abgeschwächt (Quelle: SIA / WSTS). Ursächlich dafür ist der kontinuierliche Preis-

verfall bei den hochvolumigen Komponenten DRAMs, Mikroprozessoren und NAND Flash-Speicher, der das unverändert starke Mengenwachstum und hohe Zuwächse in anderen Segmenten – Optoelektronik oder MOS-Bausteine – fast kompensiert. Auf Jahressicht soll der Markt nach einer Prognose des Branchenverbandes SIA dementsprechend um nur 1,8 Prozent auf 252 Mrd. US-Dollar wachsen, nachdem die Expansionsrate im letzten Jahr noch bei 8,9 Prozent gelegen hat. Der für Azego wichtige deutsche Markt dürfte dagegen nach mehreren Jahren mit einer unterdurchschnittlichen Entwicklung nun überproportional zulegen: Im ersten Halbjahr wurde der internationale Vergleichswert mit einer Steigerungsrate von 3 Prozent bereits deutlich übertroffen (Quelle: ZVEI).

Zahlreiche Distributoren

Die Halbleiterhersteller beliefern nur ihre größten Kunden – weniger als 500 Unternehmen weltweit – im Direktvertrieb, erzielen damit aber etwa die Hälfte der Branchenumsätze. Die überwiegende Zahl der Abnehmer kauft dagegen bei zwischengeschalteten Distributoren. Insgesamt gibt es etwa 6.000 Akteure im Markt, viele davon sind allerdings lediglich Ein-Mann-Firmen (Quelle: Azego). Rund zwei Drittel des Distributionsmarktes entfallen auf die drei größten amerikanischen Anbieter Arrow Electronics, Avnet Electronics und Future Electronics, die sich vertraglich an bestimmte Hersteller gebunden haben. Als unabhängige Vertriebsgesellschaften mit einem herstellerübergreifenden Sortiment konnten sich daneben nur wenige Firmen etablieren. Zu den weltweit zehn größten Unternehmen dieser Gruppe zählt Azego. Neben den Münchenern ist aus der Top 10 nur der deutsche Konkurrent ce global sourcing börsennotiert.

Positionierung als Dienstleister

In diesem wettbewerbsintensiven Umfeld setzt Azego vor allem auf den Ausbau der Dienstleistungspalette für Anbieter und Abnehmer von Halbleiterprodukten. In den vergangenen Jahren konnte durch die Reduzierung des Anteils der Shortage Services zugunsten der anderen Angebote bereits eine deutlich Reduzierung der Abhängigkeit von einzelnen Geschäftsfeldern erreicht werden. Besonders im Fokus des Unternehmens steht derzeit der Franchisebereich, der seinen Anteil am Konzernumsatz schon in der Vergangenheit kontinuierlich gesteigert hat. Im laufenden Jahr konnte die Zahl der Partner von 11 auf 13 ausgebaut werden, wobei das Unternehmen derzeit nicht mehr als 15 Mandate annehmen will. Der Großteil der Vertriebsaktivitäten erfolgt dabei für optoelektronische Produkte, einem der wachstumstärksten Segmente im Halbleitermarkt.

Ausbau der internationalen Präsenz

Ein weiterer Schwerpunkt liegt auf dem Ausbau des internationalen Netzwerks. Ende letzten Jahres wurden die 2005 eingestellten Aktivitäten in Großbritannien mit einer kleinen Vertriebseinheit wieder aufgenommen. Nach wenigen Monaten konnte die Landesgesellschaft die Gewinnzone erreichen und dokumentiert damit, dass Azego mit einer vorsichtigen Expansion schnell operative Profite erzielen kann. Seit Anfang des Jahres werden auch die Märkte in Spanien und Italien bearbeitet, vorerst allerdings noch von München aus, und eine Ausweitung der Aktivitäten in Skandinavien sowie Osteuropa steht aktuell auf der Agenda.

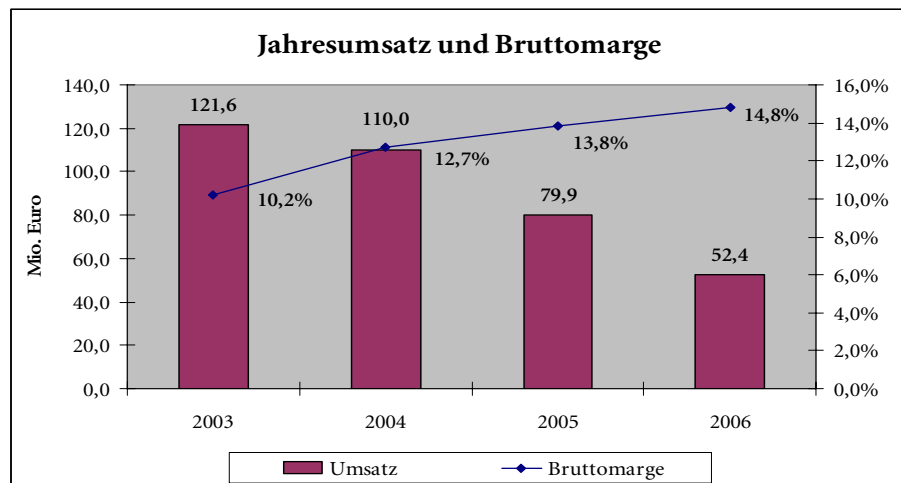
Geschäftsentwicklung

Boom, Krise und Restrukturierung

Nach dem Börsengang Ende der neunziger Jahre hat Azego unter dem vormaligen Namen ACG eine stürmische Wachstumsphase durchlaufen. Bei Branchewachstumsraten von bis zu 40 Prozent hat das Unternehmen vor allem auf die schnelle Gewinnung von Marktanteilen durch zahlreiche Übernahmen und einen zügigen Ausbau der internationalen Präsenz gesetzt. Zu Spitzenzeiten konnte der Konzern infolgedessen einen Umsatz von 363 Mio. Euro (im Jahr 2000) erzielen. Der Profit blieb aufgrund hoher Firmenwertabschreibungen allerdings gering. Von dem anschließenden Einbruch, der im Halbleitermarkt wie dargestellt besonders kräftig ausgefallen ist, wurde das Unternehmen dann hart getroffen. Ein kontinuierlicher Umsatzrückgang bei hohen Verlusten erforderte die Rückbesinnung auf die Kernkompetenz – die Beschaffung von Halbleiterprodukten – und eine umfassende Restrukturierung. Im Zuge dessen wurden zwischen 2002 und 2005 zahlreiche Geschäftsbereiche und Niederlassungen verkauft oder geschlossen.

Altlasten noch 2006 spürbar

Langfristige Lieferverträge und diverse Rechtsstreitigkeiten verzögerten dabei das Tempo der Sanierung, so dass die Auswirkungen der Krise noch 2006 deutlich spürbar waren. Im letzten Geschäftsjahr reduzierte sich der Umsatz nochmals um 34,4 Prozent von 79,9 auf 52,4 Mio. Euro (siehe folgende Grafik).



Quelle: Unternehmen

Ergebnis deutlich verbessert

Aufgrund der langsam auslaufenden außerordentlichen Verluste aus den Restrukturierungsmaßnahmen konnte das Ergebnis gleichzeitig von -28,8 auf -8,9 Mio. Euro verbessert werden, blieb dabei aber trotzdem defizitär. Auch operativ haben sich Fortschritte in der Geschäftsentwicklung gezeigt. Durch die Verbesserung des Umsatzmixes konnte die Bruttomarge um einen Prozentpunkt auf 14,8

Prozent erhöht werden – noch im Jahr 2003 hatte der Wert lediglich bei 10,2 Prozent gelegen.

Liquiditätsempass bremst Entwicklung

Im laufenden Geschäftsjahr hat sich der positive Trend bei der Bruttomarge weiter fortgesetzt. In den ersten sechs Monaten wurde ein Wert von 18,3 Prozent erzielt – erheblich mehr als die 14,7 Prozent aus dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum. Daher konnte das Bruttoergebnis mit 4,0 Mio. Euro (-9 Prozent) fast auf dem Niveau von 2006 gehalten werden, obwohl die Erlöse mit 22,1 Mio. Euro (-27,3 Prozent) erneut deutlich gesunken sind. Der Rückgang ist dabei vor allem auf die Auswirkungen der knappen Liquiditätsausstattung zurückzuführen. Die hohen Verluste in den Vorjahren und ein verlorener Rechtsstreit haben die Reserven bis auf 0,6 Mio. Euro abschmelzen lassen – zu wenig, um größere Aufträge vorzufinanzieren. Trotz dieser schwierigen Geschäftsbedingungen konnte das Ergebnis dank eines konsequenten Kostenmanagements auf -1,7 Mio. Euro (Vorjahr -2,4 Mio. Euro) verbessert werden.

Neues Finanzierungs- konzept für Expansion

Um das Potenzial für die Annahme größerer Aufträge zu erhöhen, hat die Gesellschaft ein neues Finanzierungskonzept entwickelt, mit dem die Sanierung des Unternehmens abgeschlossen und gegen Jahresende auch der Turnaround erreicht werden könnte. Auf der Hauptversammlung hat das Management bereits die Genehmigung der Anleger für einen Kapitalschnitt im Verhältnis 4:1 und die Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen über einen Gesamtnennbetrag von 14 Mio. Euro eingeholt. Nach aktuellem Stand soll maximal die Hälfte dieses Volumens in Kürze am Kapitalmarkt platziert werden. Das Papier wird den Aktionären im Rahmen einer Bezugsrechtsemission angeboten und mit einer hohen Verzinsung von 8 Prozent p.a. ausgestattet sein.

Ausstehende Zahlungs- gen

Besichert wird die Anleihe zudem mit einer noch ausstehenden Rückzahlung von dem französischen Finanzamt. Die Behörde hatte für den Zeitraum Oktober 2000 bis März 2001 die von Azego – damals ACG – gezahlte Vorsteuer in Höhe von 6,2 Mio. Euro einbehalten, da Unternehmen aus der Zulieferkette möglicherweise an einem Umsatzsteuerbetrug („Karussell-Geschäfte“) mitgewirkt haben. Mittlerweile hat allerdings der Europäische Gerichtshof entschieden, dass Firmen nicht für Lieferanten verantwortlich gemacht werden können, von denen nur indirekt über einen oder mehrere Zwischenhändler Waren bezogen wurden. Aus diesem Grund hat das deutsche Finanzamt im letzten Jahr zuvor einbehaltenen Gelder von Azego frei gegeben. Das anhängige Rechtsverfahren bezüglich der Umsatzsteuererstattungen wurde in der Zwischenzeit auch beendet und vollumfänglich zu Gunsten von Azego entschieden. Auf dieser Basis erwartet das Unternehmen auch aus Frankreich eine Rückzahlung – das Finanzamt wehrt sich dort allerdings auf dem Rechtsweg gegen die Anerkennung der europäischen Rechtslage, so dass noch einer längerer Prozess zu erwarten ist. In Kürze abgeschlossen werden dürfte dagegen ein weiteres Verfahren, bei dem Azego Ansprü-

che aus einer fehlerhaften Beratung geltend macht. Nach aktuellem Stand könnte sich hier ein Mittelzufluss über eine halbe Million Euro ergeben.

Bewertung

Einfaches Ertragswertmodell

Das faire Bewertungsniveau Azego ermitteln wir anhand eines einfachen Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht.

Diskontierungszins nach CAPM 12,3 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 4,3 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelbare Wert für den Betafaktor wegen der fehlenden Korrelation nicht geeignet, weswegen wir uns an fundamentalen Faktoren orientieren. Die Ertragsentwicklung von Azego wird durch die Branchenentwicklung im Halbleitermarkt erheblich beeinflusst und unterliegt somit zyklischen Schwankungen. Aufgrund einer weitgehend bestehenden Infrastruktur schlagen die Änderungen der Erlöse dabei überproportional auf das Ergebnis durch. Im Vergleich mit dem Marktportfolio sehen wir deshalb eine höhere Volatilität und taxieren den Betafaktor auf 1,5. Auf Basis dieser Annahmen ergibt sich ein Eigenkapitalkostensatz von 12,3 Prozent.

Marge steigt

Azego ist für die weitere Entwicklung des Halbleitermarktes derzeit optimistisch. Insbesondere in einzelnen Sparten wie der Optoelektronik ist die Wachstumsdynamik hoch und beflügelt damit das Franchisegeschäft des Unternehmens. Durch den Ausbau dieses Segments verschiebt sich der Umsatzmix kontinuierlich in Richtung höhermargiger Geschäfte. In Summe soll so im vierten Quartal des laufenden Jahres ein positives Ergebnis erwirtschaftet werden.

Rückkehr auf den Wachstumspfad

Voraussetzung dafür ist allerdings aus unserer Sicht, dass es dem Unternehmen gelingt, die aktuelle Kapitalmaßnahme erfolgreich abzuschließen, oder alternativ aus der Vorsteuerforderung in Frankreich vorzeitig Cash zu generieren, beispielsweise über ein Factoring. Zudem sollten die Rahmenbedingungen für die Branche zumindest stabil bleiben. Unter diesen Prämissen trauen wir es dem Management zu, im laufenden Jahr die angestrebten Ziele zu erreichen, nachdem sich die Sanierungspläne in den letzten Jahren durch die Altlasten mehrfach verzögert haben. Bereits im nächsten Jahr könnte dann auch auf Jahresbasis ein Gewinn erwirtschaftet werden, bei wieder anziehenden Umsätzen. Für die Folgeperioden unterstellen wir moderate Zuwächse bei den Erlösen und Renditen. Insgesamt sind wir hier eher konservativ vorgegangen – mit einer maximalen Wachstumsrate von 10 Prozent und einer Zielmarge von 2 Prozent – und haben

im Gegenzug auf die Abbildung der Marktzyklik verzichtet, die im Voraus kaum seriös prognostizierbar ist. Die folgende Tabelle zeigt den prognostizierten Geschäftsverlauf von Azego für die nächsten acht Jahre, wie er sich auf der Grundlage der zuvor getroffenen Annahmen einstellt:

Geschäftsjahr (31.12.)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Erträge (Mio. Euro)	45,0	49,5	54,5	59,9	65,9	72,5	79,7	83,7
Wachstum		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	5,0%
Nettorendite	-2,5%	1,2%	1,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Gewinn (Mio. Euro)	-1,1	0,6	0,8	1,2	1,3	1,4	1,6	1,7
Gewinnwachstum		-	37,5%	46,7%	10,0%	10,0%	10,0%	5,0%

Fairer Wert 0,51 Euro je Aktie

Das „ewige“ Ertragswachstum am Ende des Detailprognosezeitraums taxieren wir auf 2 Prozent. Wir haben das Unternehmen dabei „pre-money“ bewertet und die Wandelanleihe zum jetzigen Zeitpunkt damit noch als Fremdkapital eingestuft. Aus dieser Kalkulation ergibt sich ein Unternehmenswert von 11,1 Mio. Euro oder 0,51 Euro je Aktie. Gegenüber dem aktuellen Kurs besteht damit ein Aufwärtspotenzial von 83 Prozent.

Wandelanleihe als attraktiver Einstiegszeitpunkt

Fundamental besitzt die Aktie damit ausreichend Platz für eine lukrative Turn-around-Spekulation. Für interessierte Anleger bietet sich eine Investition insbesondere im Vorfeld der Anleihenemission an, um über das Bezugsrecht von den attraktiven Konditionen des Wandlers profitieren zu können. Das Papier bietet dabei nicht nur eine attraktive Verzinsung von 8 Prozent p.a., sondern gibt dem Aktionär die Option, sein Engagement zu einem späteren Zeitpunkt günstig auszubauen. Eine Anleihe wird dabei zum Nennwert von einem Euro angeboten und berechtigt zum Bezug von einer Aktie. Nach dem geplanten Kapitalschnitt im Verhältnis 4:1 liegt der aktuelle rechnerische Aktienkurs bei 1,12 Euro (0,28 Euro*4), so dass die Wandelanleihe schon bei der Emission einen Discount von derzeit 0,12 Euro oder 10,7 Prozent bietet. Damit liegt die Tauschoption schon jetzt im Geld – eine sehr attraktive Konstellation für den Bezugszeitpunkt. Falls sich der Kurs von Azego bis zum Laufzeitende im Jahr 2011 dagegen nicht in die gewünschte Richtung bewegt, kann der Anleger auf den Umtausch verzichten und die Rückzahlung einfordern. Da hierfür eine Besicherung mit der aus unserer Sicht sehr werthaltigen Forderung gegenüber dem französischen Finanzamt besteht, dürfte sich das Risiko eines Ausfalls in Grenzen halten.

In der Vergangenheit hohe Renditen erzielbar

Mit Wandelanleihen, die von Unternehmen zur Umsetzung des operativen Turnarounds emittiert wurden, konnten die Anleger in der Vergangenheit teilweise hohe Wertsteigerungen realisieren. So bescherte eine Nullkuponanleihe mit Tauschoption (Emission Ende 2004) bei Intershop den Investoren bis heute eine Rendite von 131 Prozent; ein mit 6 Prozent verzinstes Papier von MWG Biotech (Emission ebenfalls 2004) brachte neben den Ausschüttungen ein Kursplus von

101,5 Prozent – und das bei stark reduziertem Risiko im Vergleich zu einem Aktienengagement.

*Unser Anlageurteil:
„Spekulatives
Investment“*

Azego hat unter den Nachwirkungen des Branchenabschwungs nach der Jahrtausendwende länger gelitten als andere Gesellschaften, da das komplexe internationale Firmengeflecht, mehrere Rechtsstreitigkeiten und teilweise langfristige Lieferverpflichtungen einen schnellen Umbruch erschwert haben. Mittlerweile hat das Management die geschäftliche Basis allerdings erfolgreich konsolidiert und sieht das Unternehmen gut gerüstet für einen profitablen Wachstumskurs. Insbesondere das margenstarke Franchisegeschäft sollte auch in Zukunft stärker zulegen als die anderen Dienstleistungsbereiche und die Erwirtschaftung einer Nettomarge von bis zu 2 Prozent ermöglichen. Damit sehen wir binnen Jahresfrist ein Aufwärtspotenzial von 83 Prozent, wenn die Sanierung mit der Kapitalmaßnahme erfolgreich abgeschlossen werden kann. Wir halten Azego vor diesem Hintergrund für eine sehr interessante Turnaround-Spekulation und bewerten das Unternehmen als „Spekulatives Investment“. Interessierte Anleger sollten dabei in jedem Fall vor der anstehenden Emission der Anleihe einsteigen, um über das Bezugsrecht von den attraktiven Konditionen des Wandlers profitieren zu können. Für das Papier sprechen die Verzinsung von 8 Prozent p.a., die Besicherung mit einer werthaltigen Forderung sowie der aktuelle Discount von rund 10,7 Prozent für den Tausch in die Aktie.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung. Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>
E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse ist ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Sie stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienen die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH hat zu dem hier analysierten Unternehmen zur Zeit keine weiteren Aufträge für Studien oder Updates. In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung Kurs bei Veröffentlichung Anlageurteil
(keine, Erststudie)

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studiererstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1), 2)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.