

## Smiles AG

### Stärken und Chancen

- **Spannender Markt:** Mit der Fokussierung auf Elektrofahrzeuge bewegt sich Smiles in einem Markt, der angesichts der Klimadiskussion und der Angst vor einer zunehmenden Ölknappheit derzeit enormes Interesse auf sich zieht. Einige Experten gehen davon aus, dass schon 2020 jedes zehnte Auto elektrisch angetrieben sein wird.
- **Praxisbewährte Produkte:** Anders als die meisten (potenziellen) Wettbewerber, die erst seit Kurzem Elektrofahrzeuge entwickeln, ist der CityEl, der Hauptumsatzträger und das Markenzeichen der Bayern, bereits seit über zehn Jahren im Markt. Auch der nun zusätzlich vertriebene REVA aus Indien ist bereits vielfach markterprobt.
- **Nischenstrategie:** Der CityEl besetzt eine Nische zwischen dem Motorroller und einem Kleinwagen. Das dürfte trotz des Markteintritts von Autokonzernen für einen gewissen Wettbewerbsschutz sorgen.

### Schwächen und Risiken

- **Abhängigkeit von Schlüsselpersonen:** Aufgrund der geringen Firmengröße hängt der Erfolg im hohen Maße noch von wenigen Personen ab. Allerdings ist in naher Zukunft deutliche Aufstockung geplant.
- **Erfolg von REVA ungewiss:** Die Akzeptanz des indischen Elektromobils auf dem deutschen Markt ist noch unsicher.

Geschäftsjahr	2007	2008	2009e	2010e		
Umsatz (Mio. Euro)	1,5	2,6	3,1	8,9	CAGR Umsatz 07-10 (e)	82,5%
Umsatzwachstum	76,0%	75,6%	19,3%	190,0%	CAGR EBIT 07-10 (e)	-
EBIT (Mio. Euro)	-0,3	-0,1	0,1	0,4	CAGR EpS 07-10 (e)	-
EBIT-Marge	-21,1%	-3,5%	3,2%	3,9%		
EpS*	-0,05	-0,02	0,01	0,07	Enterprise Value (Mio. Euro)*	10,4
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)**	2,3
KUV	6,99	3,98	3,34	1,15	EV / Umsatz 09 (e)**	3,4
KGv*	-	-	166,8	27,4	EV / EBIT 09 (e) **	104,4
Dividendenrendite	-	-	-	-	Kurs / Buchwert*	4,4

\*Inkl. der Aktien aus der aktuell laufenden Kapitalerhöhung; \*\*Bilanzdaten zum Stichtag 31.12.2007

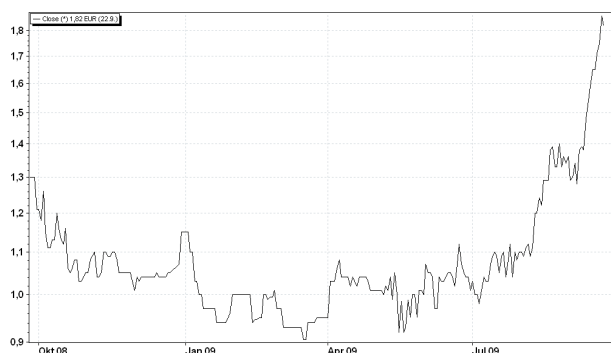
## Spekulativ kaufen (Ersteinschätzung)

### Kursziel

**2,89 Euro**

Aktueller Kurs

1,79 Euro (Frankfurt)



Kurshistorie (Frankfurt)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	1,87	1,87	1,87
Tief (Euro)	1,28	0,98	0,91
Performance	34,5%	67,2%	35,6%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	87.048	32.797	14.058

### Stammdaten

ISIN / WKN	DE0006881808 / 688180
Branche	Elektrofahrzeuge
Sitz der Gesellschaft	Aub
Internet	www.smiles-world.de
Ausstehende Aktien*	5,74 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Dezember 2006
Marktsegment	Open Market
Marktkapitalisierung*	10.3 Mio. Euro
Free Float	ca. 40 %
Rechnungslegung	HGB

## Unternehmensprofil

### *Elektromobile aus Franken*

Bei der Smiles AG, besser bekannt unter dem bisherigen Namen CityCom AG, handelt es sich um einen Entwickler und Hersteller von Elektroleichtfahrzeugen. In diesem Geschäft ist die Gesellschaft bereits seit Mitte der neunziger Jahre aktiv und hat sich auf Basis der Verkaufszahlen als der führende Anbieter für diese Nische etabliert. Die dreirädrigen Fahrzeuge, die unter dem Markennamen City-El vertrieben werden, werden in Aub (Unterfranken) produziert, wo insgesamt 19 Mitarbeiter beschäftigt sind. Das Unternehmen, das von Anfang an vom Gründer und Initiator Karl Nestmeier geführt wird, ist seit Dezember 2006 im Freiverkehr gelistet.

### *CityEL*

Das Kernprodukt und Wahrzeichen des Unternehmens ist das Ein-Personen-Elektromobil CityEL, das sich mit seiner Reichweite von 70 bis 100 km insbesondere für kurze und regelmäßige Fahrten im Stadtbereich eignet. Bezüglich der Aspekte wie Komfort, Sicherheit und Geschwindigkeit ist es zwischen einem Auto und einem (überdachten) Motorroller positioniert und damit vor allem als Ersatz für einen Zweitwagen, z.B. für Berufspendler, oder für innerstädtische Dienstfahrten (Kuriere, Handwerker, Pflegedienste etc.) geeignet. Das Fahrzeug, dessen Konzept von einem dänischen Unternehmen bereits in den achtziger Jahren entworfen und 1995 von Smiles (damals noch als CityCom Elektromobile GmbH) übernommen und weiterentwickelt wurde, wird in mehreren Varianten angeboten und wurde in den letzten 15 Jahren bereits 6.000 Mal verkauft. Damit ist der CityEl mit großem Abstand das am meisten verkaufte Elektromobil der Welt, den europäischen Marktanteil beziffert das Unternehmen auf über 50 Prozent.



*CityEl; Quelle: Unternehmen*

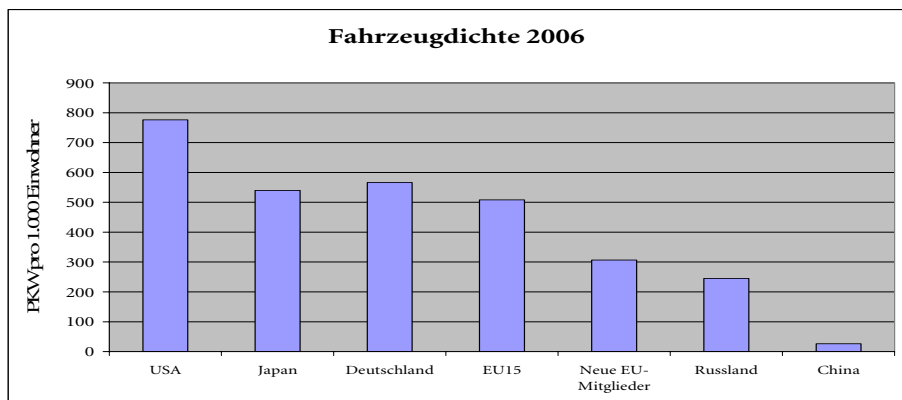
**REVA-Vertrieb**

Seit dem Frühjahr wurde die Produktpalette zudem um ein weiteres Elektromobil, den REVA des gleichnamigen indischen Herstellers erweitert. Anders als der CityEl, der nur für eine Person zzgl. ca. 300 l Gepäckvolumen konzipiert ist, können mit dem REVA bis zu vier Personen befördert werden. Für die Inder, die sich bislang vor allem auf die verstopften indischen Großstädte konzentrieren, seit der Einführung der Londoner City-Maut aber auch schon 1.000 Exemplare in die britische Hauptstadt verkauft haben, übernimmt Smiles als Generalimporteur den deutschlandweiten Vertrieb. Da sich beide Fahrzeuge sowohl konzeptionell als auch preislich (der REVA ist ab 13.000 Euro zu haben, CityEl liegt eher darunter) unterscheiden, sieht das Management kaum Kannibalisierungsrisiken und betont eher den Vorteil einer vollständigeren Angebotspalette, mit der die Vertriebsstrukturen besser ausgelastet und professionalisiert werden sollen.

**Markt und Strategie**

*Individuelle Mobilität weiter auf dem Vormarsch*

Obwohl die aktuellen Branchenmeldungen von Stichworten wie Insolvenz, Werkschließungen und Massenentlassungen geprägt sind, handelt es sich bei der Autoindustrie mittelfristig keineswegs um eine schrumpfende Branche. Ganz im Gegenteil, der Wunsch nach individueller Mobilität gehört nach wie vor weltweit zu den ersten Zielen, die sich Menschen bei steigendem Einkommen erfüllen. Dementsprechend schätzt der IWF, dass es im Jahr 2050 auf der Welt 3 Mrd. Autos geben wird, verglichen mit aktuell 700 Mio. Wie stark der Trend ist, zeigen trotz der Krise auch die aktuellen Zulassungsstatistiken, die zwar global betrachtet für den bisherigen Jahresverlauf einen deutlichen Rückgang dokumentieren, für Länder wie Brasilien (+1 Prozent) oder China (+18 Prozent) aber ungebrochenes, wenn auch abgeschwächtes Wachstum vermelden. Welches Potenzial in den Automärkten der Schwellenländer noch steckt, verdeutlicht die untenstehende Gegenüberstellung der Fahrzeugdichte in ausgewählten Regionen. Vor diesem Hintergrund ist es nur noch eine Frage der Zeit, bis China und Indien die Industrieländer nachhaltig als wichtigste Autoabsatzmärkte ablösen.



Quelle: ACEA

### *Umwelt- und energiepolitische Herausforderungen*

Umweltpolitisch stellt dieser erwartete Zuwachs des Individualverkehrs allerdings eine enorme Herausforderung dar. Dies gilt nicht nur im lokalen Maßstab (Luft- und Lärmbelastung), sondern auch in Bezug auf die globalen Bemühungen um eine Reduktion der CO<sub>2</sub>-Emissionen. Zusätzlich zu den Klimaargumenten spielen aber auch Überlegungen zur Ölversorgungssicherheit eine gewichtige Rolle bei der Suche nach Alternativen. So hat die Internationale Energieagentur in den vergangenen Monaten wiederholt Alarm geschlagen, dass die derzeit getätigten Investitionen in die Erschließung neuer Öl- und Gasfelder bei Weitem nicht ausreichen, um die Abnutzung bestehender Quellen zu kompensieren, geschweige denn, um den zu erwartenden Zusatzbedarf zu decken. Dementsprechend geht die Pariser Behörde davon aus, dass die derzeitige Niedrigpreisphase nur ein kurzes Intermezzo in einem steilen Aufwärtstrend der Ölnotierung sein wird, der noch weit über das Mitte des letzten Jahres erreichte Niveau von knapp 150 US-Dollar pro Fass führen dürfte.

### *Wachsendes Interesse an alternativen Antrieben*

Dementsprechend erklären immer mehr Regierungen, den Wandel zu alternativen Antriebstechniken unterstützen zu wollen. Beispielsweise fördert die Bundesregierung die Weiterentwicklung von Elektrofahrzeugen mit 500 Mio. Euro und will damit dazu beitragen, dass bis 2020 eine Million Fahrzeuge in Deutschland mit elektrischem Antrieb ausgestattet werden. Dabei ist diese Zielsetzung im internationalen Vergleich keinesfalls besonders ehrgeizig. So gehen die Marktforscher von Roland Berger davon aus, dass schon in elf Jahren bis zu 10 Prozent der weltweit fahrenden Autos mit einem Elektro- oder Hybridantrieb ausgestattet sein könnten. Für China, das sich mit massiven Subventionen und Steueranreizen auf dem Gebiet der Elektromobile in die Weltspitze zu katapultieren versucht, könnte dieser Anteil laut Roland Berger sogar 50 Prozent erreichen.

### *Zahlreiche neue Wettbewerber*

Angesichts dieses wachsenden Interesses und der zunehmenden Akzeptanz haben die Elektroautos inzwischen das Nischendasein, das sie über viele Jahre geführt haben, längst verlassen. Inzwischen häufen sich die Meldungen über neue Projektstarts, Entwicklungsvorhaben, Produkteinführungen oder technologische Durchbrüche fast wöchentlich. So listet allein das Internetportal [www.grueneautos.com](http://www.grueneautos.com) seit Oktober zehn neue Modelle in unterschiedlichen Stadien auf, darunter sowohl Fahrzeuge etablierter Anbieter wie BMW (MiniE), Subaru, Mitsubishi oder Nissan (hat als erster großer Hersteller angekündigt, bis 2012 mit der Massenfertigung von Elektroautos starten zu wollen) als auch Konzepte und serienreife Produkte von Branchenneulingen. Dazu zählen beispielsweise das Elektro-Stadtauto METRO Buddy aus Norwegen oder ZENN (Zero Emission, No Noise) aus Kanada. Besondere Prominenz genießt in diesem Zusammenhang Tesla aus Kalifornien, ein zweisitziger Sportwagen mit einem 185 kW (252 PS) starken Elektromotor und einer Beschleunigung von etwa 3,8 Se-

kunden von 0 auf 100 km/h. Mit diesen Daten und einem Einstiegspreis ab 109 Tsd. US-Dollar zielt das Auto sicherlich auf eine andere Klientel als die bisherigen Elektromobile, doch es verdeutlicht gleichzeitig, was mit dieser Antriebstechnik möglich ist und trägt damit zu einer höheren Nutzerakzeptanz bei.

### *Konkurrenzlose Betriebskosten*

Verglichen damit handelt es sich beim CityEl gleichsam um einen Anti-Tesla, der seine Zielgruppe gerade durch Attribute wie Genügsamkeit und Sparsamkeit überzeugen will. Das betrifft sowohl die geringen Ausmaße des Fahrzeugs, die die Parkplatzsuche deutlich erleichtern, als auch die monetären Kosten der Mobilität. Da das Fahrzeug mit wenig Strom aus einer gewöhnlichen Steckdose auskommt (Äquivalent zu 0,4 Liter Benzin auf 100 km), kosten 100 km je nach Tarif 40 Cent bis zu 1,50 Euro (Quelle: Unternehmen). Aber auch weitere Aspekte, die den Autobetrieb normalerweise deutlich über die reinen Spritkosten steigen lassen, sind beim CityEl so gut wie vernachlässigbar. Die Steuer wird vom Unternehmen mit 11 Euro pro Jahr angegeben, die Versicherung mit 100 Euro. Damit liegt der CityEl selbst nach Berücksichtigung des relativ hohen Anschaffungspreises von mindestens 9 Tsd. Euro (zzgl. der Batteriekosten) auch bei den totalen Kosten des Fahrzeughaltung und -nutzung sehr deutlich unterhalb herkömmlicher Kleinautos und stellt für eine klar definierte Nutzungsform eine preislich sehr attraktive Alternative dar.

### *Kinderkrankheiten überwunden*

Dies umso mehr, als das Konzept dank der jahrelangen Marktpräsenz bereits ausgereift ist und zuletzt deutliche Verbesserungen erfahren hat. Das gilt insbesondere für die Reichweite, die mit der Einführung neuer Lithium-Eisenphosphat-Batterien nun auf 70 bis 100 km nahezu verdoppelt werden konnte. Aber auch die Ladetechnik sowie die Gesamtfahrleistung der Akkus wurde optimiert, gegenüber älteren Blei-Vlies-Batterien erreichen die neuen Stromspeicher mit 70.000 km den bis zum siebenfachen Wert. Schließlich verweist das Unternehmen auch auf verbesserte Komfort- und Sicherheitswerte. Das Bremssystem entspricht europäischen Vorgaben und bezüglich der Dämpfungswerte und der Fahrgastzellendeformation ist der CityEL, der bereits vom TÜV einem Crashtest unterzogen wurde, nicht nur Motorrollern weit überlegen, sondern auch zahlreichen konventionellen Kleinwagen vergleichbar.

### *Drittprodukte ergänzen Nischenstrategie*

Damit bietet Smiles ein ausgereiftes Produkt für eine klar definierte Nische, die aber im aktuellen Umfeld durchaus beträchtliche Wachstumschancen bietet. Gleichzeitig bringt das neu erwachte Interesse an Elektromobilen aber auch Gefahren, lockt es doch ungleich größere und kapitalstärkere Konkurrenten an. Insofern scheint der über die Kooperation mit REVA vollzogene Einstieg in den Vertrieb von Drittprodukten plausibel. Damit kann Smiles nicht nur die eigene Marktpräsenz verbreitern und für ein ausreichendes Volumen sorgen, um die Vertriebsstrukturen weiter zu professionalisieren, sondern es positioniert sich auch in einem Marktsegment, das bislang von den Bayern nicht bearbeitet wurde

– „echten“ Autos mit Elektroantrieb. Dies dürfte zwar auch dasjenige Segment sein, das die meisten der Konkurrenten adressieren (werden), doch genießt Smiles hier den Vorteil, bereits mit praxiserprobten Produkten am Markt zu sein und schon heute von dem neuen Interesse an Elektrofahrzeugen profitieren zu können.

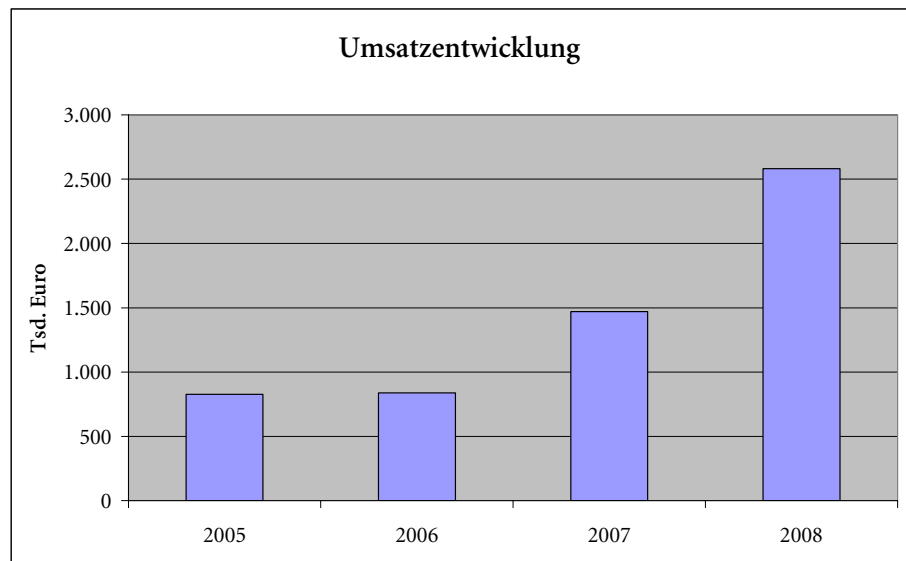
### *Neues Vertriebskonzept*

Forciert werden soll der neue Marktauftritt mit Hilfe eines professionellen Vertriebskonzepts, das unter dem Label Smiles World bundesweit Autohändlern angeboten wird. Diese können damit in ihren Salons ein Shop in Shop-Konzept für Elektrofahrzeuge installieren und sich mit geringen Investitionen eine neue Umsatzquelle erschließen. Smiles wird die verbundenen Händler mit entsprechendem Vertriebsmaterial sowie mit ergänzenden Dienstleistungen wie Schulungen versorgen und ihnen exklusive Vertragsgebiete zusichern. Gegenüber dem Status Quo mit vielen branchenfremden Vertriebspartnern (z.B. Elektro-Handwerksbetrieben) verspricht man sich von diesem Schritt eine deutlich stärkere Durchschlagskraft und eine professionellere Marktbearbeitung. Als zweites innovatives Vertriebskonzept strebt Smiles Kooperationen mit Stadtwerken an, die die Fahrzeuge erwerben und ihren Stromkunden im Mietmodell anbieten (Elektroauto per Stromrechnung). Mit dem Konzept, für das bislang die Stadtwerke Würzburg testweise gewonnen werden konnten, würde sich Smiles ein ganz neues Marktsegment eröffnen, weil damit das Problem der relativ hohen Anschaffungskosten gegenüber den nahezu vernachlässigbaren Gebrauchskosten in den Hintergrund träte.

## **Geschäftsentwicklung**

### *Hohes Wachstum*

In den letzten Jahren konnte Smiles von dem wachsenden Interesse an Elektrofahrzeugen profitieren und die Umsätze deutlich steigern. Dabei verhinderten Unternehmensangaben zufolge nicht etwaige Nachfragebeschränkungen eine noch höhere Dynamik, sondern vor allem die für die inzwischen erreichten Volumina unzureichende Kapitalausstattung. Insbesondere im Jahr 2006, in dem eine Kapitalerhöhung für die Zufuhr frischer Mittel sorgen sollte, brachte die am Ende eines langen gerichtlichen Streits letztendlich abgewiesene Klage eines Aktionärs eine massive Verzögerung, die sich auch in den Produktions- und Umsatzzahlen niederschlug. Nichtsdestotrotz erhöhte sich die Betriebsleistung innerhalb der letzten vier Jahre um über 200 Prozent auf 2,6 Mio. Euro, allein 2008 konnte ein Anstieg von 75 Prozent vermeldet werden. Neben steigenden Absatzzahlen, die sich seit 2005 nahezu verdoppelt haben, trug zu diesem Wachstum auch die Veränderung der Umsatzzusammensetzung bei. Dies betrifft zum einen das Auslaufen des zuvor zur Marktoöffnung angebotenen Mietkaufmodells als auch eine stärkere Nachfrage nach höher motorisierten und damit teureren Fahrzeugvarianten.



Quelle: Unternehmen

### Batterieprobleme gelöst

Obwohl das letztjährige Umsatzwachstum an sich überzeugend wirkt, musste auch 2008 ein massiver negativer Sondereffekt verarbeitet werden, der noch bessere Ergebnisse verhinderte. Ab dem dritten Quartal wurde das Unternehmen mit zahlreichen Batteriefehlfunktionen konfrontiert, deren Fehler erst nach langer Suche identifiziert werden konnte. Den Schaden beziffert Smiles auf annähernd 0,5 Mio. Euro, derzeit liegt dem verantwortlichen Lieferanten EXIDE ein außergerichtlicher Vergleichsvorschlag vor, auf den er allerdings noch nicht eingegangen ist. Deswegen soll nun zeitnah eine entsprechende Schadensersatzklage eingereicht werden. Da Smiles sich seines Standpunkts sicher ist, wurde in den oben genannten Leistungszahlen aus 2008 bereits ein Teil der zu erwartenden Schadensersatzzahlung berücksichtigt. Für die weitere Entwicklung ist es allerdings entscheidend, dass der Fehler nach Unternehmensangaben bereits behoben ist, so dass für das diesjährige Geschäft keine weiteren Belastungen zu erwarten sind.

### Auftragsbestand auf Rekordhöhe

Damit dürfte 2009 der nächste Produktions- und Umsatzrekord anstehen. Als ein zentraler Wachstumstreiber hat sich in den letzten Monaten das Angebot der neuen Lithium-Batteriesysteme herausgestellt, die mit deutlich verbesserten Reichweite- und Lebensdauerwerten aufwarten. Obwohl die Fahrzeuge dadurch deutlich teurer werden, haben sie so überzeugende Fahreigenschaften, dass sie bei den Neubestellungen inzwischen alle bisherigen Batterievarianten vollständig verdrängt haben. Zusätzlich profitiert das Unternehmen vom umfangreichen Nachrüstgeschäft für Bestandskunden, das maßgeblich zu dem auf 0,5 Mio. Euro angewachsenen Auftragsbestand beigetragen hat. Allein mit dieser Nachrüstung plant Smiles, 2009 rund eine Mio. Euro zu Erlösen. Zuzüglich des Neugeschäfts

sowie des anlaufenden REVA-Vertriebs soll der Umsatz dieses Jahr auf rund 3,5 Mio. Euro steigen.

Ertragskennzahlen	2007	2008	Änderung
Umsatz	1,47	2,58	75,6%
Rohertrag	0,82	1,18	43,5%
Periodenergebnis	-0,30	-0,12	60,8%

Angaben in Mio. Euro; Quelle: Unternehmen

### *Break-even in Sichtweite*

Auf Basis der angekündigten Umsatzsteigerung sollte auch der Break-even gelingen, der 2008 noch durch die Batterieprobleme verhindert wurde. So blieb letztes Jahr trotz des um über 40 Prozent auf 1,2 Mio. Euro gesteigerten Rohertrages unter dem Strich ein Defizit von -0,1 Mio. Euro (nach -0,3 Mio. Euro im Vorjahr).

### *Jahresstart durch EXIDE-Streit belastet*

In den ersten Monaten des Jahres konnte Smiles allerdings noch weder von dem gewachsenen Interesse an Elektrofahrzeugen noch von dem Rekordauftragsbestand profitieren. Bedingt durch die Liquiditätsbelastung aus dem ungelösten Schadensersatzfall mit EXIDE fehlten dem Unternehmen die liquiden Mittel, um die Produktion wie geplant auszuweiten und die REVA-Importe vorzufinanzieren (aus diesem Grund musste Smiles auch das zu einem früheren Zeitpunkt kolportierte Umsatzziel von 5 Mio. Euro auf inzwischen 3,5 Mio. Euro zurücknehmen). Nach drei Monaten lag die Gesamtleistung deswegen erst bei 360 Tsd. Euro, der Wert des Vorjahresquartals (590 Tsd. Euro) wurde erst mit einer einmonatigen Verzögerung im April erzielt. Auch beim Ergebnis hinterließen die dadurch fehlenden Deckungsbeiträge ihre Spuren, nach vier Monaten wurde ein Fehlbetrag von etwa 90 Tsd. Euro ausgewiesen.

### *Kapitalbasis gestärkt*

Da die knappe Liquiditäts- und Kapitalausstattung sich damit zu dem größten Wachstumshindernis entwickelt hat, wurde im Sommer eine Kapitalerhöhung im Umfang von 0,25 Mio. Euro durchgeführt. Eine weitere Tranche mit einem Volumen von 0,69 Mio. Euro ist Unternehmensangaben zufolge ebenfalls bereits gezeichnet und wartet auf die Handelsregistereintragung. Insgesamt dürften die beiden Schritte für eine Überwindung der Kapitalknappheit sorgen, so dass finanziell dem zur IAA angestrebten breit angelegten Start der Vermarktung des Smiles-World-Konzepts nichts mehr im Wege stehen dürfte. Auch relativiert sich dadurch der aufgelaufene Bilanzverlust, der nach unseren Berechnungen anteilmäßig nun auf rund 40 Prozent des bilanziellen Eigenkapitals zurückgegangen sein dürfte.



## Bewertung

### *Ertragswertmodell*

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

### *Diskontierungszins nach CAPM 10,9 %*

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 3,0 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelte Wert für den Betafaktor wegen einer geringen Korrelation der Smiles-Aktie zum Gesamtmarkt wenig aussagekräftig. Zur Ableitung des systematischen Risikos orientieren wir uns daher an fundamentalen Faktoren. Und hier spricht insbesondere noch die geringe Größe des Unternehmens für einen Risikozuschlag. Das hat nicht zuletzt das letzte Jahr gezeigt, als ein einzelnes Problem die Umsatz- und Ertragsentwicklung massiv beeinträchtigt hatte. Auch sind die personellen Kapazitäten noch recht gering, der Ausfall von wichtigen Mitarbeitern kann derzeit noch kaum adäquat kompensiert werden. Schließlich weist das Geschäft durch die noch relativ geringe Stückzahl der produzierten und verkauften Fahrzeuge Wesenszüge vom Projektgeschäft auf, schon geringe Absatzschwankungen wirken sich spürbar auf die Umsätze und Gewinne aus. Aus diesen Überlegungen heraus halten wir einen Beta-Faktor von 1,5 für angemessen, woraus ein Eigenkapitalkostensatz von 10,9 Prozent resultiert.

### *Umsatzvervielfachung in Aussicht gestellt*

Das Unternehmen selbst hat zur Jahresmitte eine aktualisierte Planung für die nächsten zweieinhalb Jahre vorgelegt, die von einer Umsatzvervielfachung bis 2011 ausgeht. Wichtigster Wachstumstreiber soll dabei der REVA-Vertrieb sein, der bedingt durch die Kapitalknappheit (hauptsächlich fehlende Mittel, um die Fahrzeuge in ausreichender Stückzahl vorzufinanzieren) entgegen früheren Planungen erst im Oktober mit der Etablierung erster Smiles-World-Partner im großen Still starten wird. Nach Überwindung dieser Anlaufschwierigkeiten rechnet die Gesellschaft mit einer dynamischen Zunahme der eingebundenen Partner und der abgesetzten Fahrzeuge, Ende 2011 könnten Unternehmensplänen zufolge bis zu 100 REVA-Fahrzeuge pro Monat verkauft werden. Da auch das Stammgeschäft rund um den CityEl im aktuellen Umfeld weiter wachsen dürfte, erwartet Smiles schon für 2011 einen Umsatz deutlich oberhalb der 25 Mio.-Euro Marke, begleitet von einem vergleichbaren Gewinnwachstum.

### *Wachstumsschub 2010 unterstellt*

Auch wir unterstellen als Basis unserer Schätzungen für die nächsten Jahre einen kräftigen Wachstumsschub und positive Ergebnisse. Dabei bleiben wir allerdings unter der Projektion des Unternehmens. Diese scheint realisierbar, doch beschreibt sie unseres Erachtens lediglich einen planmäßigen Verlauf unter Abwe-

senheit jeglicher Störfaktoren. Und wie rasch Verzögerungen oder unerwartete Rückschläge auftreten können, hat Smiles gerade in den letzten anderthalb Jahren zu Genüge erfahren. Deswegen kalkulieren wir für 2009 lediglich mit einem Umsatz von 3 Mio. Euro und einer „schwarzen Null“. Die Differenz zur Unternehmensplanung ist insbesondere unserer vorsichtigeren Einschätzung der Distributionsumsätze mit REVA-Fahrzeugen geschuldet. Wir sehen zwar auch ein signifikantes Potenzial in diesem neuen Geschäftszweig, doch dürfte es erst in den nächsten Jahren zur vollen Entfaltung kommen. Die für 2009 vom Management in Aussicht gestellten 1 Mio. Euro Bereichsumsatz halten wir hingegen vor dem Hintergrund der noch im Auf- und Umbau befindlichen Vertriebsstrukturen auf Basis der derzeit vorliegenden Informationen für zu optimistisch. Dafür dürfte das REVA-Geschäft ab 2010 spürbar für zusätzliche Dynamik, ja für einen richtigen Umsatzsprung, sorgen. Wir halten die Zahl von rund 250 im Jahresverlauf 2010 verkauften REVA-Fahrzeugen für erreichbar, was zusammen mit dem Wachstum im CityEl-Geschäft für Erlöse von knapp 9 Mio. Euro sorgen dürfte.

### *Moderate Margen*

Auch 2011 könnte, sofern der Ausbau des Vertriebsnetzes zügig voranschreitet, auch noch eine sehr deutliche Erlössteigerung erzielbar sein. Für die Jahre danach rechnen wir hingegen mit einem trendmäßigen Wachstum von 20 Prozent, begründet vor allem in der erwarteten zunehmenden Marktdurchdringung von Elektrofahrzeugen. Hinsichtlich der erreichbaren Zielmarge bleiben wir eher vorsichtig. Mit wachsendem Geschäftsumfang können zwar auch Skaleneffekte realisiert werden, doch gleichzeitig wird Smiles um eine sukzessive Kapazitätserweiterung nicht herumkommen. Auch dürften die Preise in einem zunehmend wettbewerbsintensiven Umfeld trendmäßig eher nach unten tendieren. In Summe rechnen wir mit dem folgenden modellhaften Geschäftsverlauf:

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Erlöse (Mio. Euro)</b>	<b>3,1</b>	<b>8,9</b>	<b>15,6</b>	<b>18,8</b>	<b>22,5</b>	<b>27,0</b>	<b>32,4</b>	<b>38,9</b>
Erlöswachstum		190%	75%	20%	20%	20%	20%	20%
Nettorendite	2,0%	4,2%	4,5%	5,0%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
<b>Gewinn (Mio. Euro)</b>	<b>0,06</b>	<b>0,38</b>	<b>0,70</b>	<b>0,94</b>	<b>1,24</b>	<b>1,49</b>	<b>1,78</b>	<b>2,14</b>
Gewinnwachstum		509%	87,5%	33,3%	32,0%	20,0%	20,0%	20,0%

### *Fairer Wert jetzt 2,89 Euro je Aktie*

Zusätzlich wurde für die Periode ab 2017 eine „ewige“ Ertragswachstumsrate von 2 Prozent p.a. unterstellt. Insgesamt resultiert aus diesen Annahmen ein Unternehmenswert in Höhe von 16,6 Mio. Euro bzw. 2,89 Euro je Aktie. Hierbei ist zu betonen, dass wir in die Berechnung des Letzteren bereits sämtliche Aktien aus der derzeit laufenden Kapitalerhöhung einbezogen und mit insgesamt 5,74 Mio. Papieren kalkuliert haben. Doch trotz dieser Verwässerung liegt der von uns ermittelte Wert mehr als 60 Prozent über dem aktuellen Kurs.

## Fazit

### *Unser Anlageurteil: „Spekulativ kaufen“*

Smiles, bis vor kurzem noch unter dem Namen CityCom gehandelt, hat bereits vor 15 Jahren und damit lange vor dem aktuellen Hype auf Elektroautos gesetzt und sich mit den bislang verkauften rund 6.000 Einheiten seines Stadtfahrzeugs CityEl als der führende Anbieter innerhalb dieser Nische etabliert. Durch signifikante technische Verbesserungen sowie durch das zuletzt enorm gestiegene Interesse an alternativen Antriebsmodellen dürfte der adressierte Markt in Zukunft noch an Dynamik zulegen. Dementsprechend sehen wir die wichtigsten Herausforderungen weniger in der Nachfrage als in der Verfügbarkeit und der Effizienz der erforderlichen Produktions- und Vertriebskapazitäten als auch, insbesondere kurzfristig, in der Sicherstellung einer ausreichenden Kapital- und Liquiditätsausstattung. Auf diesen Feldern hat Smiles zuletzt wichtige Maßnahmen ergriffen, von denen insbesondere die vereinbarte Zusammenarbeit mit dem indischen Elektroautomobilhersteller REVA und die dafür eingeleitete komplette Neustrukturierung des Vertriebes sehr viel versprechend erscheinen. Insgesamt sehen wir Smiles in einer aussichtsreichen Position. Sollte das Unternehmen die anstehenden Aufgaben souverän lösen, dürfte es kräftig von dem zu erwartenden Marktwachstum profitieren. Auf Basis der Erwartung, dass trotz des schwachen ersten Quartals der für das laufende Jahr angekündigte Break-even gelingt, sehen wir für die Aktie ein Kurspotenzial von rund 60 Prozent und vergeben das Urteil „Spekulativ kaufen“.

## 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

**Telefon:** + 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](mailto:kontakt@performaxx.de)

## Disclaimer

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Diese Finanzanalyse 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. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.**

## 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 dienten 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 Dr. Adam Jakubowski (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH.** Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
(keine)		

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 Wertsteigerung 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 der Performaxx Research GmbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Alle Charts dieser Finanzanalyse wurden mittels Market-Maker ([www.market-maker.de](http://www.market-maker.de)) erstellt.