

## Smiles AG

### Stärken und Chancen

- **Aussichtsreicher Markt:** Angesichts der Klimadiskussion und der Aufwärtsentwicklung des Ölpreises gilt der Elektroantrieb als der kommende Standard für Autos. Schätzungen zufolge könnte schon 2020 jedes vierte neuzugelassene Fahrzeug mit einem Elektromotor ausgestattet sein.
- **Breites Sortiment:** Anders als viele der großen Automobilhersteller verfügt Smiles über ein breites Sortiment von praxisbewährten Fahrzeugmodellen, die preislich unterhalb des Niveaus der Platzhirsche liegen. Zudem soll das Sortiment bald um weitere 3 bis 4 Fahrzeuge deutlich aufgestockt werden.
- **Großes Händlernetz:** Mit der Konzentration auf den Vertrieb und den Service unter einer eigenen Dachmarke hat sich Smiles geschickt als Vertriebskanal für die konzernunabhängigen Hersteller von Elektrofahrzeugen positioniert, die auf ein solches Vertriebs- und Servicenetz besonders angewiesen sind.

### Schwächen und Risiken

- **Viele Kinderkrankheiten:** In der Vergangenheit wurde Smiles immer wieder durch Liefer- und Qualitätsprobleme der Lieferanten zurückgeworfen.
- **Kapitalbedarf:** Um die Expansionspläne zu realisieren, benötigt Smiles in 2011 noch weiteres Kapital in Höhe von 2 Mio. Euro.

Geschäftsjahr	2009	2010	2011e	2012e		
Umsatz (Mio. Euro)	1,4	3,4	3,4	9,0	CAGR Umsatz 09-12 (e)	88,0%
Umsatzwachstum	-36,4%	148,5%	0,9%	165,0%	CAGR EBIT 09-12 (e)	-
EBIT (Mio. Euro)	-0,6	-1,0	-0,8	-0,9	CAGR EpS 09-12 (e)	-
EBIT-Marge	-46,7%	-30,5%	-23,5%	-9,4%		
EpS	-0,07	-0,11	-0,09	-0,10	Enterprise Value (Mio. Euro)	5,9
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	4,7
KUV	4,25	1,71	1,70	0,64	EV / Umsatz 11 (e)	1,7
KGV	-	-	-	-	EV / EBIT 11 (e)	-
Dividendenrendite	-	-	-	-	Kurs / Buchwert	1,2

## Spekulativ kaufen (unverändert)

**Kursziel** 2,20 Euro  
**Aktueller Kurs** 0,64 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	0,98	1,071	1,38
Tief (Euro)	0,575	0,575	0,575
Performance	-14,4%	-33,3%	-55,1%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	10.672	12.004	14.752

### Stammdaten

ISIN / WKN	DE0006881808 / 688180
Branche	Elektrofahrzeuge
Sitz der Gesellschaft	Aub
Internet	www.smiles-world.de
Ausstehende Aktien	7,1 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Dezember 2006
Marktsegment	Open Market
Marktkapitalisierung	4,5 Mio. Euro
Free Float	ca. 55 %
Rechnungslegung	HGB

## Unternehmensprofil

### *Spezialist für Elektromobilität*

Die Smiles AG aus Aub in Unterfranken ist bereits seit Mitte der 90er Jahre in dem aussichtsreichen Markt der Elektromobilität aktiv. Auf Grund der Erfahrung und des bisher einzigartigen Produkt- und Leistungsspektrums ist Smiles ein führender Anbieter von Elektrofahrzeugen in Deutschland. Während in der Vergangenheit die Entwicklung, die Herstellung und der Vertrieb des eigenen Elektromobils CityEl im Fokus gestanden hat, vollzieht die Gesellschaft seit rund zwei Jahren den Wandel zu einem markenunabhängigen Vertriebs- und Service-spezialisten für Elektrofahrzeuge. Dazu wurde unter dem Namen „Smiles-World“ ein deutschlandweites Händlernetz aufgebaut, das derzeit rund 40 Vertriebspartner (Autohäuser, Photovoltaikanbieter, etc.) umfasst. Das Unternehmen wird seit April 2011 von Alleinvorstand Feldmeier geleitet und beschäftigt derzeit 22 Mitarbeiter.

### *CityEl*

Das bisherige Kernprodukt des Unternehmens ist das dreirädrige Ein-Personen-Elektromobil CityEL, das sich mit seiner Reichweite von 60 bis 120 km insbesondere für kurze und regelmäßige Fahrten im Nahverkehrsbereich eignet. Bezüglich 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 wird in mehreren Varianten angeboten und wurde seit Anfang der 1990er Jahre bereits über 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.

### *REVAi*

In 2009 wurde die Produktpalette um Fahrzeuge weiterer Hersteller ergänzt. Den Anfang machte im Frühjahr 2009 das Elektromobil REVAi des gleichnamigen indischen Herstellers. Mit diesem lassen sich bis zu vier Personen befördern. Für die Inder, die sich bislang vor allem auf die verstopften indischen Großstädte konzentrierten, 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.

### *Tazzari Zero*

Als dritte Modellreihe vertreiben die Franken seit Anfang 2010 die Fahrzeuge des Automobilzulieferers Tazzari aus Imola in Italien. Dessen zweisitziges Elektrofahrzeug Tazzari Zero verfügt über sportliches Design, umfangreiche Serienausstattung und erreicht eine Höchstgeschwindigkeit von 100 km/h. Preislich liegt das Fahrzeug mit mindestens 24,5 Tsd. Euro deutlich oberhalb des restlichen Sortiments (CityEl wird ab ca. 10.000 Euro angeboten, REVAi ab 14.500 Euro), aber rund 10.000 Euro unterhalb des Preises von Elektro-Pkws der etablierten Automobilhersteller.

### *BEEPO Pony*

Mitte 2010 hat Smiles auch den Vertrieb des kleinen Elektronutzfahrzeugs Beepo Pony des chinesischen Herstellers Beepo Electric in Deutschland, Dänemark und der Schweiz übernommen. Der Kleinlaster, der zu einem Einstiegspreis ab 23.999 Euro (inklusive Lithium-Batterien) angeboten wird und ab diesem Sommer lieferbar sein soll, erreicht eine Höchstgeschwindigkeit von bis zu 75 km/h und hat eine maximale Reichweite von 75 km (bzw. 140 km mit dem größeren Batteriepack). Er kann als Pick-up, Kipper oder mit einer aufgesetzten Transportbox bestellt werden. Je nach Bauart kann er bis zu 800 kg Last oder auch drei Europaletten aufnehmen und eignet sich vor allem für innerstädtische Lieferfahrten, den innerbetrieblichen Verkehr oder auch für den Bedarf kleinerer Handwerksunternehmen.

### *Zweiräder*

Schließlich gehören auch zwei Elektrozweiräder aus deutscher bzw. britischer Produktion zum Sortiment, die sich hauptsächlich an junges städtisches Publikum richten. Bei dem mit einem Preis von 4,2 Tsd. Euro teureren Produkt Elmoto handelt es sich um ein Design-E-Bike, das bei einer Reichweite von 65 km eine Höchstgeschwindigkeit von 45 km/h erzielt und bereits ab 16 Jahren mit einem Rollerführerschein gefahren werden kann. Demgegenüber erfordert das Führen des elektrischen Klappfahrrads Gocycle angesichts der auf 24 km/h beschränkten Höchstgeschwindigkeit keinerlei Erlaubnis.

## **Markt und Strategie**

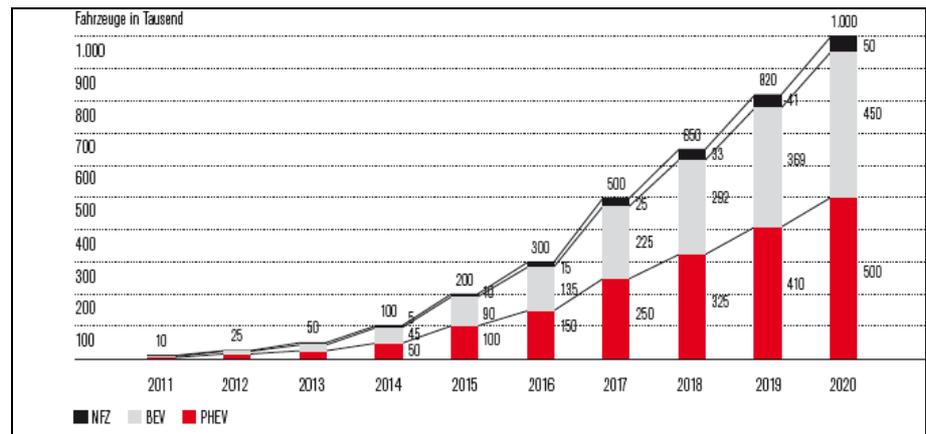
### *2020: 26 Prozent der Neuzulassungen mit Elektroantrieb*

Angesichts der Sorgen um die negativen Klimaeffekte der Nutzung fossiler Kraftstoffe und wohl noch mehr durch die bisherige und die erwartete Verteuerung von Diesel und Benzin hat das Thema Elektromobilität in den letzten Jahren einen enormen Aufmerksamkeitsschub bekommen. Inzwischen haben zahlreiche Länder spezielle Förderprogramme aufgelegt, um die Entwicklung und die Einführung von Elektrofahrzeugen zu beschleunigen. Auf der anderen Seite wurden von sämtlichen Automobilherstellern sowie zahlreichen Neueinsteigern die Entwicklungsanstrengungen massiv forciert, weswegen das Angebot an Automobilen mit einem elektrischen Antrieb oder zumindest einem Hilfsantrieb fast täglich um neue Modelle anwächst. Aufgrund dieser noch vor wenigen Jahren undenkbaren Dynamik schätzt die Boston Consulting Group, dass bereits 2020 rund 26 Prozent der weltweiten Neuzulassungen und damit etwa 14 Mio. Autos einen Elektro- oder Hybridantrieb haben könnten.

### *Regierungsziel: 1 Mio. Elektrofahrzeuge in 2020*

Angesichts dieser Zahlen mutet das Ziel der Bundesregierung, den Bestand der hierzulande zugelassenen Elektromobile (inkl. Autos mit Hybridantrieb) bis 2020 auf eine Million zu steigern, fast schon bescheiden an. Auch wenn diese Zahl gemäß dem im Mai 2011 verabschiedeten Regierungsprogramm Elektro-

mobilität bis 2030 sogar auf 6 Mio. erhöht werden soll. Allerdings dominieren aktuell noch die Hybridfahrzeuge die Szene, sowohl was die Zulassungszahlen als auch die Modellpalette der Hersteller angeht. So sollen selbst 2020 von der angestrebten Million Autos rund 45 Prozent reine Elektrofahrzeuge (Battery Electric Vehicle, BEV) sein, während 50 Prozent auf Plug-in-Hybrid-Pkw (Plug-in Hybrid Electric Vehicle, PHEV) und 5 Prozent auf Hybrid-Nutzfahrzeuge (NFZ) entfallen dürften.



Quelle: Zweiter Bericht der Nationalen Plattform Elektromobilität

### Subventionsbedarf

Noch liegen die Zulassungszahlen gerade bei den reinen Elektroautos aber bei einem Bruchteil der angestrebten Größenordnung. So wurden nach Angaben des Kraftfahrtbundesamtes 2010 in Deutschland 541 Elektromobile zugelassen, wodurch sich deren Anzahl auf 2.300 erhöhte. Um angesichts der immer noch beträchtlichen Kostennachteile der meisten E-Automobile und der im Vergleich zu herkömmlichen Antrieben bestehenden Einschränkungen der Reichweite die gesetzten Ziele zu erreichen, soll die Förderung massiv ausgeweitet werden. Die in der Nationalen Plattform Elektromobilität versammelten Experten und Vertreter der Automobilbranche haben deswegen unter anderem zehn Jahre Steuerbefreiung, vergünstigte Kreditprogramme, Erleichterungen bei der Besteuerung von privat genutzten Dienstwagen mit Elektroantrieb, eine 50-prozentige Sonderabschreibungsmöglichkeit und steuerliche Anreize für Privatkäufer vorgeschlagen. Ohne diese Maßnahmen, die die Bundesregierung in ihrem Regierungsprogramm Elektromobilität nur teilweise aufgenommen hat, würde der Bestand bis 2020 nur 450.000 Elektrofahrzeuge erreichen.

### Fokussierung auf aussichtsreiche Nische

Wie die Förderpolitik nun konkret ausgestaltet wird, hat eine entscheidende Bedeutung für die Absatz- und Ertragschancen der Hersteller von Elektrofahrzeugen. Allerdings gilt dies in einem deutlich stärkeren Ausmaß für die Massenproduzenten, die mit ihren Elektromobil-Konzepten hinsichtlich der Größe und der angestrebten Reichweiten trotz des veränderten Antriebs in der Welt der Verbrennungsmotoren bleiben. Der Nachteil dieser Strategie sind sehr hohe

Preise. So soll der elektrisch angetriebene Opel Ampera, dessen Markteinführung für Ende November erwartet wird, in der Basisversion fast 43.000 Euro kosten. Auch die Elektrofahrzeuge anderer Anbieter wie Mitsubishi, Peugeot oder Nissan liegen mit Preisen von ca. 35.000 Euro deutlich oberhalb dessen, was für herkömmliche Fahrzeuge dieser Größe gefordert wird. Demgegenüber konzentriert sich Smiles auf kleinere und sparsamere Modelle, die vor allem für Nahverkehrs- und Kurzstrecken genutzt werden. Der Vorteil dieses Ansatzes sind sehr geringe Betriebskosten, die die Franken je nach Fahrzeug auf 1 bis 2,50 Euro pro 100 km (Energiekosten) beziffern.

### *Konzentration auf Vertrieb und Service*

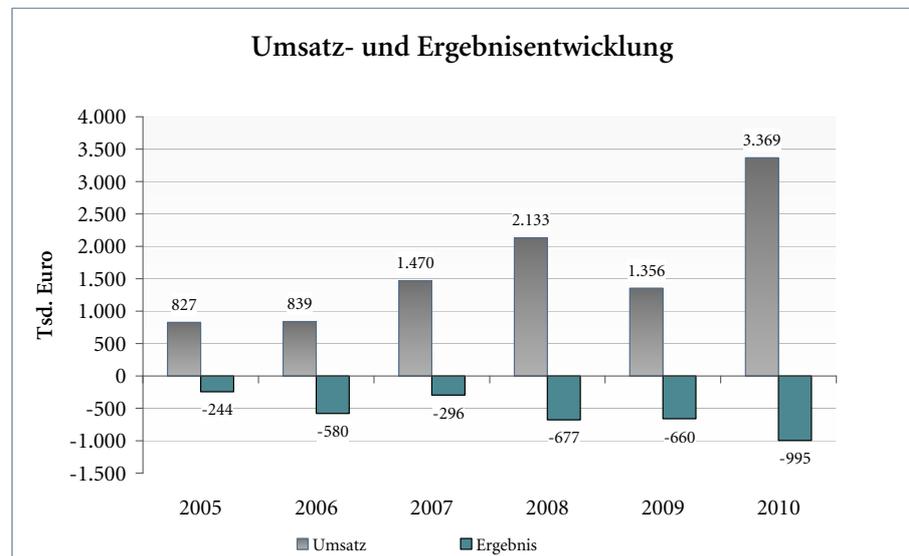
Neben Smiles gibt es inzwischen eine unüberschaubare Vielzahl von konzernunabhängigen Elektrofahrzeugherstellern, die eigene Lösungen entwickeln und von dem erwarteten Boom der Branche profitieren wollen. Allerdings mangelt es all diesen Unternehmen an schlagkräftigen Vertriebsstrukturen. In dieser Hinsicht genießen die Franken, die bereits vor zwei Jahren mit dem Aufbau eines deutschlandweiten Händlernetzes unter einer neutralen Dachmarke begonnen haben, über einen wichtigen Vorteil. Inzwischen umfasst die Liste der Händler, die als ein Shop-im-Shop-Konzept einen Smiles-World-Bereich aufgebaut haben, rund 40 Adressen. Noch dieses Jahr soll die Zahl auf 90 erhöht werden. Darüber hinaus verfügt das Unternehmen seit Anfang 2011 über ein Zentrallager, aus dem die Bestellungen der Serienfahrzeuge kurzfristig bedient werden können. Mit diesen Assets sowie mit einem Vorstand, der langjährige Erfahrung als Vertriebschef bei IBM und der TA Triumph-Adler mitbringt, liegen die entscheidenden Stärken von Smiles nun eindeutig im Vertrieb, der deswegen weiter intensiviert und für weitere Fahrzeugvarianten sowie für zusätzliche Hersteller geöffnet werden soll. Die Produktion des CityEl soll hingegen noch im Jahresverlauf outgesourct werden.

## **Geschäftsentwicklung**

### *Einbruch in 2009*

Nachdem in den Jahren zwischen 2005 und 2008 der Fahrzeugabsatz auf fast 300 Einheiten verdoppelt und der Umsatz sogar um 150 Prozent auf 2,1 Mio. Euro gesteigert werden konnte, bedingten 2009 zwei Sondereffekte einen massiven Einbruch der Verkaufszahlen und der Einnahmen. Zum einen wirkten sich die in 2008 aufgetretenen Batterieprobleme beim CityEl absatzbelastend aus. Zum anderen sorgte die im Zuge der Neuausrichtung der Vertriebsstruktur notwendig gewordene Kündigung der bis dahin bestehenden CityEL-Händlerverträge dafür, dass vorübergehend kaum aktiver Vertrieb betrieben werden konnte. Da zudem der indische Partner REVA Lieferschwierigkeiten hatte, konnten auch die bestehenden Aufträge für den REVAi nicht umsatzwirksam abgearbeitet werden. Infolgedessen blieb der Umsatz des Jahres 2009 mit lediglich 1,4 Mio. Euro deut-

lich hinter dem Vorjahresstand zurück. Auch das Ergebnis fiel mit -0,66 Mio. Euro negativ aus.



Quelle: Unternehmen

### *Lieferschwierigkeiten überwinden*

Das Bild änderte sich erst 2010, als die Lieferschwierigkeiten, mit denen über mehrere Monate auch Tazzari zu kämpfen hatte, endlich überwunden und die neu etablierten Vertriebsstrukturen ihre Arbeit aufgenommen hatten. Insbesondere der italienische Tazzari Zero erwies sich dabei als ein Verkaufsschlager, von dem trotz der vorübergehenden Lieferengpässe auf Anhieb 96 Stück verkauft werden konnten. Auch die Absatzahlen des REVAi verbesserten sich deutlich von 15 auf 38 Exemplare, blieben damit aber deutlich hinter den Erwartungen des Unternehmens zurück. Dasselbe gilt für den CityEl, für den mit 36 Stück erneut ein deutlich rückläufiger Absatz zu verzeichnen war. Nach Unternehmensangaben wirken hier weiterhin die Belastungsfaktoren des Vorjahrs fort, auch scheint aber die Marktnische für dieses spezielle Fahrzeugkonzept ausgereizt zu sein.

### *Schwierigkeiten beim Topseller*

Zusätzlich erschwert wurde die Lage mit dem Auftauchen von Qualitätsproblemen beim Tazzari Zero, die in der Presse einen großen Widerhall fanden und die Geschäftsentwicklung ab dem vierten Quartal massiv behinderten. Infolgedessen halbierte sich zwischen Oktober und Dezember der Absatz des italienischen Fahrzeugs im Vergleich mit dem Vorquartal auf 20 Exemplare. Der Quartalsumsatz blieb dadurch mit 429 Tsd. Euro weit hinter dem Niveau der Vorquartale. Insgesamt erreichten die Erlöse des Geschäftsjahres 2010 damit 3,4 Mio. Euro, womit zwar ein neues Rekordniveau erreicht wurde, das jedoch in Relation zu den eigenen Zielsetzungen, den Markterwartungen und auch der im Zuge der Neuausrichtung vergrößerten Kostenbasis zu niedrig ausgefallen ist. Das Ergeb-

nis blieb dementsprechend mit einem Fehlbetrag von 0,99 Mio. Euro deutlich negativ.

Geschäftszahlen	GJ 2009	GJ 2010	Änderung
Umsatz	1,36	3,37	148,5%
Rohhertrag	0,50	0,54	8,6%
EBT	-0,66	-1,00	
Jahresüberschuss	-0,66	-0,99	

Angaben in Mio. Euro und Prozent; Quelle: Unternehmen

### *Vorstandswechsel und Produktionsoutsourcing*

Die Probleme wirkten auch zu Jahresbeginn 2011 nach, weswegen der Umsatz des ersten Quartals mit 399 Tsd. Euro sogar unter dem Wert des Schlussquartals 2010 lag. Auch das Ergebnis blieb mit -234 Tsd. Euro im roten Bereich. Um vor diesem Hintergrund die Vertriebskraft zu stärken, wurde im Februar der Vertriebsexperte Robert Feldmeier als Vorstand verpflichtet, der seit April das Unternehmen allein leitet. Als eine der ersten Maßnahmen fasste er den Entschluss, die Produktion des CityEl zukünftig an ein externes Unternehmen auszulagern und die eigenen Kapazitäten auf den Vertrieb und den Service zu konzentrieren. Damit reagiert das Unternehmen konsequent auf den ausbleibenden Markterfolg des dreirädigen Gefährts, dessen potenzieller Kundenkreis trotz der Marketingbemühungen bisher nicht spürbar vergrößert werden konnte.

### *Kapitalausstattung gestärkt*

Um die im Zuge der Neuausrichtung in den letzten zwei Jahren und insbesondere durch die zuletzt erneut angestiegenen Verluste lädierte Kapitalausstattung zu verbessern und um einen ausreichenden Lagerbestand zur Sicherstellung von kurzen Lieferzeiten zu finanzieren, hat Smiles zudem Anfang des laufenden Jahres zwei Kapitalerhöhungen durchgeführt. Insgesamt wurden dabei 1,3 Mio. neue Aktien ausgegeben und brutto 1,35 Mio. Euro eingenommen. Dank dieser Kapitalspritze hat sich Smiles auch hinsichtlich der Liquiditätsausstattung wieder Spielraum verschafft. Nichtsdestotrotz sollen nach aktuellen Unternehmensplänen noch im laufenden Jahr weitere 2 Mio. Euro aufgenommen werden, um damit den Ausbau des Vertriebsnetzwerks sowie Marketingmaßnahmen zu finanzieren und so das künftige Wachstum deutlich zu beschleunigen. Unter anderem soll dabei das Händlernetz deutlich schneller ausgebaut und das Sortiment um zusätzliche Fahrzeuge erweitert werden. So rechnet das Management mit der Aufnahme von drei bis vier neuen Fahrzeugen allein in den nächsten 12 Monaten. Die Kapitalerhöhung soll dabei zu einem Preis von 1 Euro je Aktie erfolgen, zu dem nach Unternehmensangaben bereits Zeichnungen in signifikanter Höhe vorliegen.

## 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 10,4 %*

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 2,5 Prozent 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. Als einen zentralen Aspekt sehen wir in diesem Zusammenhang die geringe Unternehmensgröße, mit der eine höhere Abhängigkeit von einzelnen Geschäftsvorfällen wie auch von Schlüsselpersonen einhergeht. Auch bedingt die frühe Phase des adressierten Marktes zwar einerseits enorme Chancen, andererseits aber auch ein überdurchschnittliches Innovations- und Produktakzeptanzrisiko. In Summe sehen wir hier deswegen ein Risikoprofil, das deutlich über dem Marktdurchschnitt liegt. Diese Einschätzung bilden wir mit einem Betafaktor von 1,5 ab, woraus sich ein Eigenkapitalkostensatz von 10,4 Prozent ergibt.

### *Wachstumssprung für 2012 angekündigt*

Nach dem Vorstands- und Strategiewechsel sieht die neue Unternehmensleitung das laufende Jahr als eine Übergangsperiode, in der die Weichen für die künftige Expansion gestellt werden sollen. Dazu gehört vor allem der weitere Ausbau des Händlernetzes und die Ergänzung des Sortiments um neue, größere und komfortablere Modellvarianten der bisherigen Partner sowie ggf. auch der Fahrzeuge weiterer Hersteller. Da gerade die neuen Fahrzeugmodelle erst 2012 verfügbar sein sollen, ist die vom früheren Management kommunizierte Zielsetzung einer Umsatzverdoppelung in 2011 nun zugunsten eines starken Umsatzsprungs im nächsten Jahr aufgegeben worden. So sieht die aktuelle Unternehmensplanung für die laufende Periode Erlöse auf Vorjahresniveau vor, dafür sollen 2012 bereits rund 20 Mio. Euro umgesetzt werden. Bis 2017 will man den Umsatz auf 170 Mio. Euro hochschrauben. Auch der Break-even wurde in der aktuellen Planung weiter nach hinten geschoben, nach zwei weiteren Verlustjahren soll nun ab 2013 ein positives Ergebnis erzielt werden. Die Verlängerung der Verlustphase liegt in den forcierten Aufwendungen begründet, die das Unternehmen nun für den beschleunigten Ausbau des Händlernetzes sowie für die Erweiterung des Sortiments in Kauf nimmt und mit denen die Grundlage für den anvisierten Wachstumssprung gelegt werden soll.

### *Schätzungen angepasst*

Diese Planung spiegelt sicherlich die dem Markt innewohnende Potentiale wider und ist insofern durchaus realistisch. Dies gilt unseres Erachtens allerdings nur

dann, wenn die Entwicklung vollkommen plangemäß verläuft, der Markt wie erhofft an Dynamik gewinnt und vor allem, wenn neue Rückschläge weitgehend ausbleiben. Welche Wirkung unerwartete Probleme gerade für ein Unternehmen dieser Größe und in diesem Entwicklungsstadium entfalten können, haben hingegen die vergangenen Jahre zur Genüge gezeigt. So sah die vor zwei Jahren lancierte Planung des früheren Managements schon für das Jahr 2011 Erlöse in Höhe von 25 Mio. Euro vor; auch unsere damaligen Schätzungen, wenngleich vorsichtiger als die Unternehmensprognose, erwiesen sich als zu optimistisch. Aus diesem Grund legen wir unserer Wertermittlung auch diesmal ein deutlich vorsichtigeres Szenario zugrunde. Der Unterschied fällt besonders stark bei der Umsatzschätzung 2012 aus, wo unser Ansatz nicht einmal die Hälfte der unternehmensseitigen Prognose erreicht. Nichtsdestotrotz stellt die von uns unterstellte Erlöshöhe von 9 Mio. Euro gegenüber dem erwarteten Wert für 2011 nahezu eine Verdreifachung dar. Da auch unsere anschließenden Zuwachsraten konservativer gefasst sind als die Unternehmensplanung, geht unser Modell für 2017 von einem Umsatz in Höhe von 43 Mio. Euro aus. Demgegenüber sind unsere Annahmen bezüglich der durch ein Vertriebs- und Serviceunternehmen erzielbaren Margen weitgehend deckungsgleich mit der Unternehmensguidance. In Summe resultieren unsere Annahmen in dem folgenden Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Erlöse (Mio. Euro)</b>	<b>3,4</b>	<b>9,0</b>	<b>16,2</b>	<b>24,3</b>	<b>31,6</b>	<b>38,0</b>	<b>43,6</b>	<b>50,2</b>
Erlöswachstum		165%	80,0%	50,0%	30,0%	20,0%	15,0%	15,0%
Nettorendite	-25%	-10%	2,0%	3,5%	4,5%	5,0%	5,5%	5,5%
<b>Gewinn (Mio. Euro)</b>	<b>-0,85</b>	<b>-0,90</b>	<b>0,32</b>	<b>0,85</b>	<b>1,42</b>	<b>1,90</b>	<b>2,40</b>	<b>2,76</b>
Gewinnwachstum				162%	67,1%	33,3%	26,5%	15,0%

**Fairer Wert jetzt 2,20 Euro je Aktie**

Unter diesen Annahmen ergibt sich ein Ertragswert von 19,9 Mio. Euro bzw. 2,20 Euro je Aktie. Als „ewige“ Ertragswachstumsrate im Anschluss an den detaillierten Prognosezeitraum haben wir dabei wie schon bisher 2 Prozent p.a. angenommen. Die Schätzungen basieren zudem auf der aktuellen Gesetzeslage. Sollte sich die Politik hingegen doch dafür entscheiden, den Absatz von Elektromobilen direkt mit Kaufprämien zu subventionieren, wäre auch ein deutlich höherer Wachstumspfad denkbar. In diesem Szenario wäre lediglich die Produktionskapazität der Lieferanten der limitierende Faktor, die dann aber relativ rasch aufgestockt werden dürfte. Doch auch ohne die Annahme weitergehender Subventionen signalisiert unser Modell einen fairen Wert, der nach dem jüngsten Crash rund 250 Prozent über dem aktuellen Börsenkurs liegt. Dabei haben wir die Bewertung bereits Post-Money vorgenommen, das heißt, unserem fairen Wert pro Aktie liegt die im Zuge der noch für dieses Jahr zu erwartenden Kapitalerhöhung um 2 Mio. Euro um 2,0 Mio. Stück vergrößerte Aktienzahl zugrunde. Diese Kapitalmaßnahme ist erforderlich, um die Pläne, auf denen die Bewer-

tung beruht, überhaupt umsetzen zu können. Aber auch aufgrund der noch anhaltenden Verluste ist die Gesellschaft auf frisches Kapital angewiesen, um die bilanzielle und finanzielle Widerstandsfähigkeit gegen weitere Rückschläge wieder zu stärken.

### Sensitivitätsanalyse

Welche Rückwirkungen sich hingegen auf den fairen Wert durch die Wahl anderer Parameter für den Diskontierungszins und das „ewige“ Wachstum ergeben, zeigt die nachfolgende Tabelle. Auffällig ist dabei, dass selbst die Wahl der ungünstigsten Kombination einen Unternehmenswert deutlich oberhalb der aktuellen Marktkapitalisierung ergibt.

		„ewiges“ Wachstum				
		1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
Diskontierungszins	9,4%	2,33 EUR	2,46 EUR	2,61 EUR	2,77 EUR	<b>2,97 EUR</b>
	9,9%	2,15 EUR	2,26 EUR	2,39 EUR	2,53 EUR	2,69 EUR
	10,4%	1,99 EUR	2,09 EUR	<b>2,20 EUR</b>	2,32 EUR	2,46 EUR
	10,9%	1,85 EUR	1,94 EUR	2,03 EUR	2,13 EUR	2,25 EUR
	11,4%	<b>1,72 EUR</b>	1,80 EUR	1,88 EUR	1,97 EUR	2,07 EUR

### Fazit

#### Unverändertes Anlageurteil: „Spekulativ kaufen“

Smiles hat die vergangenen Jahre genutzt, um sich aussichtsreich in einem Markt zu positionieren, für den rasante Steigerungsraten erwartet werden. Als ein Anbieter von praxisbewährten und im Vergleich mit den Konkurrenzmodellen der etablierten Automobilhersteller preisgünstigen Elektrofahrzeugen könnte die fränkische Gesellschaft gleichermaßen vom Trend zur Elektromobilität wie auch von ihrer Position als Early-Mover profitieren. Andererseits haben aber auch die letzten Jahre gezeigt, dass der Erfolg trotz der positiven Grundvoraussetzungen kein Selbstläufer ist. So haben Qualitätsmängel und Lieferschwierigkeiten das Unternehmen immer wieder zurückgeworfen. Unsere Wertermittlung basiert deswegen explizit auf der Annahme, dass diesbezüglich das Schlimmste nun überwunden ist und dass die Entwicklung zukünftig planmäßiger als bisher verläuft. Auf dieser Grundlage sehen wir einen fairen Wert von 2,20 Euro je Aktie, gleichbedeutend mit einem Kurspotenzial von knapp 250 Prozent. Die Aktie ist dennoch nur für spekulativ orientierte Anleger geeignet, die sich des erhöhten Risikos bewusst sind. Unser Urteil lautet: Spekulativ kaufen.

## Anhang

### 1. Pflichtangaben gemäß §34b WpHG

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studiererstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die 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 oder von Dritten entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem Auftraggeber vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Aktien an dem analysierten Unternehmen oder unmittelbar darauf bezogene Derivate.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen /Unternehmen halten Aktien an dem analysierten Unternehmen oder unmittelbar darauf bezogene Derivate.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.
- 6) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, hat aktuell oder hatte in den letzten zwölf Monaten für das analysierte Unternehmen eine entgeltliche Auftragsbeziehung (z.B. Email-Werbung).

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

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. 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>
<b>05.07.2010</b>	<b>1,40 Euro</b>	<b>Spekulativ kaufen</b>

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“ ein 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,
- „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent,
- „Spekulativ kaufen“ 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.

Als Bewertungsgrundlage und -methoden für die Finanzanalysen der Performaxx Research GmbH werden gängige und anerkannte Verfahren (u.a. Ertragswert-Methode, Peer-Group-Analyse, Sum-of-Parts-Bewertung) genutzt, deren Parameter ggf. im Text näher erläutert werden. Beim Ertragswertmodell wird der Kapitalwert des Unternehmens aus der Summe der abgezinste künftigen Gewinne berechnet. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Unternehmen durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt. Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Schätzungen zur Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind naturgemäß mit Unsicherheiten behaftet und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen des Wettbewerbsdrucks oder der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich z.B. durch Veränderungen technologischer Art, der

konjunkturellen Aktivität, der gesellschaftlichen Wertevorstellungen, des Steuerrechts, der Wechselkurse oder der Regulierungsbestimmungen ergeben.

## 2. Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist 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. Ferner behalten sich die Performaxx Research GmbH, deren verbundene Unternehmen und Mitarbeiter vor, jederzeit Long- oder Shortpositionen an den in dieser Finanzanalyse genannten Unternehmen einzugehen oder zu verkaufen.

**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.**

## 3. 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 Taipan ([www.lp-software.de](http://www.lp-software.de)) erstellt.

## 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)