

Solar Millennium AG

Stärken und Chancen

- *Einzigartige Positionierung:* Durch die langjährige Entwicklungsarbeit hat sich Solar Millennium als weltweit führender Projektentwickler für solarthermische Kraftwerke etabliert. Die derzeit in Spanien im Bau befindlichen Kraftwerke stellen zusammen den größten solaren Standort der Welt dar.
- *Wachstumsstark und profitabel:* Durch Projektentwicklungsgebühren und Anteilsverkäufe an den jeweiligen Projektgesellschaften haben die Erlanger in den vergangenen Jahren hohe Steigerungsraten mit Nettomargen jenseits der 50 Prozent-Marke erzielt. Im laufenden Jahr werden erstmalig Ingenieurdienstleistungen im nennenswerten Umfang zum Umsatzwachstum beitragen.
- *Wertschöpfung erweitert:* Auf der Grundlage einer Partnerschaft mit MAN Ferrostaal soll das Geschäft um den Kraftwerksbau selbst erweitert werden. Mit Projektvolumina von bis 300 Mio. Euro stößt Solar Millennium so in eine neue Dimension vor.
- *Weiterhin hohes Kurspotenzial:* Auf Basis der Erwartung, dass dieser Expansionsschritt gelingt, zeigt unser Schätzmodell einen fairen Wert von 48,79 Euro.

Schwächen und Risiken

- *Hoher Finanzierungsbedarf:* Um die Projektentwicklung vorzufinanzieren und die Übernahme des eigenen Anteils an den Kraftwerken zu stemmen, sind erhebliche Finanzierungsmittel erforderlich.
- *Fossile Brennstoffe noch günstiger:* Derzeit ist die Solarthermie den konventionellen Energieträgern noch preislich unterlegen und daher auf entsprechende staatliche Rahmensetzung angewiesen.

Kaufen (unverändert)

Aktueller Kurs **38,00 Euro**

Stammdaten

ISIN	DE0007218406
Branche	Solar
Sitz der Gesellschaft	Erlangen
Internet	www.solarmillennium.de
Ausstehende Aktien	9,92 Mio. Stück
Marktsegment	Freiverkehr
Marktkapitalisierung	376,8 Mio. Euro
Free Float	ca. 60%

Kursentwicklung



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (12 Monate)	44,90 Euro / 11,90 Euro
Performance (12 Monate)	171,4 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 1,43 Mio. Euro

Kennzahlen

Geschäftsjahr (bis 31.10.)	04/05	05/06	06/07(e)	07/08(e)
Umsatzerlöse (Mio. Euro)	14,3	17,8	35,0	105,0
EpS (EUR)*	0,74	1,00	1,24	2,65
Dividende / Aktie (Euro)	-	-	-	-
KUV	26,44	21,13	10,76	3,59
KGV	51,7	38,2	30,8	14,4
Dividendenrendite	-	-	-	-

* alle Jahre aus Basis der aktuellen Aktienzahl von 9,92 Mio.

Unternehmensprofil

Spezialist für solarthermische Kraftwerke

Solar Millennium wurde 1998 in Erlangen gegründet und im Juli 2005 in den Freiverkehr eingeführt. Seit der Gründung hat sich das Unternehmen, das derzeit inklusive aller Tochtergesellschaften ca. 60 Personen beschäftigt, als der weltweit führende Technologie- und Dienstleistungsanbieter rund um die Realisation von solarthermischen Kraftwerken etabliert. Das Angebotsspektrum umfasst dabei die Projektierung, Planung und Finanzierung der Kraftwerke, das Engineering des Solarfeldes, sowie die anschließende Beteiligung an den Betriebsgesellschaften. Seit neustem sind die Franken über ein Joint Venture auch im Kraftwerksbau tätig, so dass die Leistungsspanne nun von der Projektinitiierung bis zum schlüsselfertigen solarthermischen Kraftwerk reicht. Der regionale Schwerpunkt liegt derzeit noch in Spanien, wo sich aufgrund der vorteilhaften klimatischen und regulatorischen Bedingungen bereits zwei 50-MW-Kraftwerke im Bau und weitere in der fortgeschrittenen Entwicklung befinden.

Parabolrinnenkraftwerk

Das technisch am weitesten ausgereifte Verfahren der solarthermischen Stromgewinnung stellt das so genannte Parabolrinnenkraftwerk dar. Dieses besteht aus zahlreichen Reihen von parallel angeordneten, parabolisch geformten Solarkollektoren, die sensorgesteuert jederzeit exakt auf die Sonne ausgerichtet werden. Das einfallende Sonnenlicht wird durch die Krümmung der Kollektoren auf ein dahinter verlaufendes Absorberrohr konzentriert und erhitzt damit das darin geführte synthetische Öl auf bis zu 400 Grad Celsius. Über Wärmetauscher wird diese Hitze anschließend in Wasserdampf umgewandelt, mit dem die Turbinen angetrieben werden. Das Verfahren ist bereits seit Mitte der achtziger Jahre im großindustriellen Maßstab (damals in Kalifornien) eingesetzt und in den letzten Jahren von Solar Millennium fortentwickelt worden. Ein wichtiger Vorteil der Solarthermie gegenüber alternativen Arten der Sonnenenergienutzung besteht zudem darin, dass sich die gewonnene Wärme verhältnismäßig einfach speichern lässt, so dass eine Stromproduktion auch in der Nacht möglich ist.

Technologietöchter

Das technologische Know-how zur Realisierung dieses Kraftwerkskonzepts ist in der Tochtergesellschaft Flagsol GmbH gebündelt. Diese wurde 2002 in Kooperation mit der auf die Herstellung technisch hochwertiger Flachgläser und Spiegel spezialisierten Flabeg Gruppe gegründet und gehört seit dem Frühjahr 2005 vollständig zu Solar Millennium. Auf dem Gebiet der Parabolrinnenkraftwerke gilt Flagsol inzwischen als weltweit führend. Daneben verfügen die Franken über eine zweite Technologietochter, die Smagsol GmbH, die eine Pionierstellung bei den so genannten Aufwindkraftwerken innehat. Dieser Kraftwerkstyp besteht aus einer großen, kreisförmigen, mit Glas überdachten Fläche, in deren Mitte ein hoher Turm steht. Durch die Glasüberdachung entsteht ein Treibhauseffekt und die erwärmte Luft steigt nach oben, entströmt durch den Turm und treibt dabei die in dessen Innerem angebrachten Turbinen an. Entwickelt wurde das Kon-

zept, das bislang allerdings nur in einem mehrjährigen Testbetrieb im spanischen Manzanares erprobt worden ist, von Prof. Dr. Jörg Schlaich und Rudolf Bergermann, die 1998 zum Gründerteam von Smagsol gehörten.

<i>Name</i>	<i>Anteil</i>	<i>Zweck</i>
Flagsol GmbH	100 %	Technologie
Smagsol GmbH	100 %	Technologie
Milenio Solar Desarrollo de Proyectos S. L.	100 %	Regionalgesellschaft
Solar Millennium LLC	100 %	Regionalgesellschaft
Ibersol Electricidad Solar Iberica S. L.	100 %	Projektgesellschaft
Murciasol 1 Planta Solar Termica S. L.	100 %	Projektgesellschaft
Murciasol 2 Planta Solar Termica S. L.	100 %	Projektgesellschaft
Theseus A. E.	75 %	Projektgesellschaft
Andasol 2 Central Termosolar Dos S. A.	25 %	Projektgesellschaft
Solar Millennium Beteiligungen GmbH	20 %	Kraftwerksbeteiligungen
MAN Solar Millennium GmbH	50 %	Kraftwerksbau

Wichtigste Beteiligungen der Solar Millennium AG

Regional- und Projektgesellschaften

Neben den beiden Technologiespezialisten spielen die Regionalgesellschaften eine zentrale Rolle innerhalb des vielschichtigen Geschäftskonzepts. Mit ihren jeweiligen regionalen Schwerpunkten Spanien und USA sind diese für die vorgelegte Projektentwicklung vor Ort verantwortlich. Ihre Aufgaben liegen u.a. in den Bereichen Standortsuche und -entwicklung, Klärung der regulatorischen Aspekte, Durchführung sämtlicher Genehmigungsverfahren und Umsetzung des Grundstückserwerbs. In anderen Regionen, für die keine separate Gesellschaft unterhalten wird, übernimmt die Konzernmutter selbst diese Aufgaben. Darüber hinaus ist sie für die Finanzierung der Projekte verantwortlich. Sobald die Vorhaben einen vorab festgelegten Reifegrad erreicht haben, werden sie in speziell dafür geschaffene Projektgesellschaften ausgelagert.

Kraftwerksbau

Dieser Wechsel erfolgt aus genehmigungsrechtlichen Überlegungen, erleichtert darüber hinaus aber auch die spätere Einbindung von spezialisierten und kapitalstarken Partnern. Bei den beiden ersten Projekten (Andasol 1 und 2) übernehmen diese auch die Bausausführung und den Betrieb des Kraftwerks. Solar Millennium ist aber bis zur Fertigstellung über seine Technologietöchter eingebunden und verantwortlich für die Koordination sowie die Überwachung des Solarfeld-Baus. Nach der jüngst vereinbarten Kooperation mit MAN Ferrostaal soll künftig aber auch die Bauausführung selbst und damit der mit Abstand größte Teil des jeweiligen Projektvolumens inhouse abgewickelt werden. Dazu wurde von den beiden Partnern die MAN Solar Millennium GmbH als ein 50:50 Joint Venture gegründet, das nach der erteilten Zustimmung seitens des Kartellamtes jüngst die Geschäftstätigkeit aufgenommen hat

Beteiligungsgeschäft

Auch in der Betriebsphase bleibt das Erlanger Unternehmen als technischer Dienstleister in der Regel eingebunden. Darüber hinaus wird projektspezifisch entschieden, sich ggf. mit einem Minderheitsanteil langfristig an dem Kraftwerk zu beteiligen. Ein Teil dieses Geschäfts wurde zum Ende des letzten Jahres in die Solar Millennium Beteiligungen GmbH ausgelagert, in der zusammen mit dem Mehrheitseigner GE Energy Financial Services bis zu fünf Kraftwerksbeteiligungen gehalten werden sollen.

Markt und Strategie**Steigender
Energiebedarf**

Nach dem World Energy Outlook 2006 der Internationalen Energiebehörde (IEA) dürfte sich unter unveränderten politischen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen der weltweite Energiebedarf bis 2030 um jährlich 1,6 Prozent erhöhen und dann rund 50 Prozent über seinem heutigen Niveau liegen. Etwa 70 Prozent dieser Zuwächse wird dabei Entwicklungs- und Schwellenländern und hier insbesondere China und Indien zugeschrieben. Deswegen wird sich der Trend auch bei raschem kollektivem Handeln der Weltgemeinschaft zwar abflachen, aber nicht umkehren lassen. So rechnet die IEA in einem Alternativszenario, das entsprechende Gegenmaßnahmen vorsieht, mit einem jährlichen Anstieg des weltweiten Energiebedarfs von 1,4 Prozent p.a. bzw. mit einem kumulierten Zuwachs bis 2030 von 30 Prozent.

**Klimadebatte sorgt für
Rückenwind**

Neben der insgesamt wachsenden Energienachfrage profitieren die alternativen Energiequellen wie eben die Solarthermie von den Bemühungen um eine Reduktion der CO₂-Emissionen. So sorgt die spätestens seit der Veröffentlichung der IPCC-Studie (Intergovernmental Panel On Climate Change) im Februar beinahe schon hysterische Züge annehmende Debatte um die Klimafolgen der Nutzung von fossilen Energiequellen für einen enormen politischen Druck, CO₂-freie Alternativen entsprechend zu fördern. Als jüngster Akt aus einer ganzen Reihe entsprechender politischer Willensbekundungen haben sich die Regierungschefs der G8 auf ihrem letzten Gipfeltreffen darauf geeinigt, die Halbierung des CO₂-Ausstosses bis 2050 "ernsthaft in Betracht zu ziehen".

Förderprogramme

Solche Ziele, die auf nationaler, regionaler und lokaler Ebene bereits vielfach in konkrete und verbindliche Pläne umgesetzt worden sind, lassen sich ohne einen massiven Ausbau der Nutzung von regenerativen Energiequellen wie Wind, Sonne, Biomasse etc. nicht erreichen. Gerade im Hinblick auf eine stabile und verhältnismäßig kostengünstige Versorgung mit Elektrizität gelten solarthermische Kraftwerke als eine ausgesprochen attraktive Alternative. In zahlreichen Studien, u.a. vom Deutschen Zentrum für Luft- und Raumfahrt (DLR) sowie von Greenpeace, wird der solarthermischen Stromproduktion ein bedeutender Stellenwert im künftigen Energiemix beigemessen. Da die Technik trotz aller

Fortschritte derzeit bis auf wenige Ausnahmen (z.B. Inseln ohne Stromanschluss zum Festland) gegenüber den konventionellen Energiequellen noch nicht wettbewerbsfähig ist, sind entsprechende Investitionen auf staatliche Hilfe angewiesen. Diese erfolgt in den meisten Fällen in Form einer gesetzlich festgelegten Einspeisevergütung, die oberhalb des Marktpreises liegt und damit die Rentabilität solcher Projekte sichert.

Regionaler Schwerpunkt

Deswegen hat sich für Solar Millennium in den letzten Jahren Spanien als idealer Standort für die ersten Projekte heraus kristallisiert. Das Land verfügt nicht nur über exzellente klimatische Bedingungen, sondern über eine an die deutsche Regelung angelehnte Förderstruktur, die den Bau und den profitablen Betrieb von solarthermischen Kraftwerken ermöglicht. So wird neben der auf 25 Jahre festgeschriebenen Einspeisevergütung auch nach Ablauf dieser Zeit eine Entgelt Höhe gesetzlich garantiert, die den weiteren kommerziellen Betrieb des Kraftwerks ermöglicht. Damit bietet das Land eine hohe Investitionssicherheit – ein Aspekt, der angesichts der großen Investitionsvolumina der solarthermischen Kraftwerke ausschlaggebend ist.

First-Mover-Vorteile

Unter Ausnutzung dieser nahezu perfekten Rahmenbedingungen konnte sich Solar Millennium als der weltweit führende Projektentwickler für solarthermische Kraftwerke etablieren. Dabei profitierten die Franken auch von der umfangreichen Erfahrung, die sie bereits in der Vergangenheit durch die Teilnahme an ausgewählten Forschungsprogrammen sammeln konnten. Inzwischen ist das Unternehmen nicht nur technologisch führend, sondern verfügt auch über einen enormen Erfahrungsschatz hinsichtlich der Projektplanung, -durchführung und -finanzierung, der den Franken eine Ausnahmestellung im Markt garantiert.

Einbindung von Partnern

Diese Position zeigt sich nicht zuletzt an der Qualität der Partner, die Solar Millennium für die einzelnen Stufen der Wertschöpfung gewinnen konnte. Dies betrifft zum einen die technologischen Aspekte, bei denen Kooperationen mit Herstellern von hochwertigen Komponenten wie Flabeg oder Schott Rohrglas bzw. mit renommierten Forschungsinstitutionen wie dem Deutschen Zentrum für Luft- und Raumfahrt bestehen. Aber auch in der konkreten Projektabwicklung gelang es der Gesellschaft immer wieder, die zentralen Player für sich zu gewinnen. So wurden die ersten beiden Projekte in Spanien, Andasol 1 und 2, mehrheitlich an die spanische Cobra/ACS-Gruppe und damit an den führenden Kraftwerksbauer der iberischen Halbinsel veräußert. Für weitere Vorhaben konnte hingegen der portugiesische Energieversorger EDP eingebunden werden, während das Beteiligungsgeschäft zusammen mit GE Energy Financial Services, der Energieholding des General Electric-Konzerns, betrieben wird.

Abdeckung der gesamten Wertschöpfung

Dank solcher Partnerschaften ist es Solar Millennium gelungen, trotz der geringen eigenen Größe die gesamte Wertschöpfungskette abzudecken und in allen Stufen Einnahmen zu generieren. Die Erlöse der Erlanger speisen sich demnach aus mehreren unterschiedlichen Quellen. Zunächst erhält das Unternehmen für die erbrachten Leistungen im Rahmen der Projektentwicklung Entgelte von den Projektgesellschaften. Hinzu kommen die Einnahmen aus den Beteiligungsverkäufen sowie die Umsätze, die von der Tochter Flagsol beim Bau des Kraftwerks generiert werden. Da schließlich Solar Millennium in der Regel auch nach der Anteilsveräußerung als Minderheitsaktionär mit einem geringen Anteil beteiligt bleibt, fließen auch – allerdings erst erheblich später – Gewinnausschüttungen der Betreibergesellschaften in die Unternehmensplanzahlen ein. Schließlich wurde mit der jüngst vereinbarten Partnerschaft mit MAN Ferrostaal die letzte Lücke im Angebotsportfolio, der Kraftwerksbau selbst, geschlossen, so dass künftig auch diese ergiebige Einnahmequelle angezapft werden kann.

Internationalisierung

Eine weitere Wachstumsperspektive bietet die zunehmende Akzeptanz der Solarthermie in immer mehr Ländern, die sich bei Solar Millennium bislang in der Teilnahme an entsprechenden Ausschreibungen niedergeschlagen hat. Dazu gehörten Angebotsabgaben in Marokko und Ägypten. Darüber hinaus besteht bereits ein Rahmenabkommen über den Bau mehrerer Kraftwerke in China. Hier sollen zusammen mit zwei einheimischen Unternehmen in den nächsten vier Jahren Stromerzeugungskapazitäten von 200 MW aufgebaut werden, bis 2020 sind sogar 1.000 MW geplant. Vor allem aber spielt der Südwesten der USA eine bedeutende Rolle für die Zukunftsperspektiven der Gruppe. Sollte sich der aktuelle Trend zugunsten von alternativen Energiequellen dort fortsetzen, dürfte Solar Millennium aufgrund der erreichten Stellung sowie der vor Ort bereits in der Vergangenheit im Rahmen von Pilotprojekten aufgebauten Reputation zu den wichtigsten Profiteuren des neuen amerikanischen Umweltbewusstseins gehören.

Geschäftsentwicklung

Projektverkäufe dominieren

Bis zum Geschäftsjahr 2003/2004 waren die Abschlüsse durch Einnahmen aus der Projektvorbereitung und -entwicklung geprägt. Erst im vorletzten Geschäftsjahr kamen Umsätze aus der Veräußerung von Projektgesellschaften hinzu, die für einen sprunghaften Anstieg des Umsatzes von 3,1 auf 13,4 Mio. Euro (auf AG-Ebene) sowie für eine traumhafte Nettorendite von 51 Prozent gesorgt haben. Im letzten Jahr konnte eine weitere Steigerung auf 17,8 Mio. beim Konzernumsatz und 10,1 Mio. Euro beim Konzerngewinn ausgewiesen werden. Wie im Vorjahr dominierten auch 2005/2006 die Einnahmen aus den Bereichen Projektentwicklung und Beteiligungen die Erlösseite (zusammen 16,5 Mio. Euro). Die Technologiesparte, die über die Tochter Flagsol seit dem Frühsommer 2006

als technischer Dienstleister in den Bau des ersten Kraftwerks Andasol 1 eingebunden ist, erzielte damit bis zum Bilanzstichtag (31.10) 1,3 Mio. Euro Umsatz.

<i>(Mio. Euro)</i>	<i>GJ 2002/03</i>	<i>GJ 2003/04</i>	<i>GJ 2004/05</i>	<i>GJ 2005/06</i>
Umsatz	3,05	3,13	14,2	17,8
EBT	0,31	0,99	7,2	10,5
Jahresüberschuss	0,18	0,47	7,3	10,1

*Geschäftsentwicklung von Solar Millennium, bis GJ 03/04 Einzel-, danach Konzernabschluss;
Quelle: Solar Millennium*

Projektfortschritte

Nachdem im vorletzten Geschäftsjahr mit der Veräußerung der Mehrheitsanteile an den beiden Projekten Andasol 1 und 2 der erste wichtige Durchbruch gelungen ist, folgten im letzten Jahr weitere zentrale Weichenstellungen. Dazu gehörten die abgeschlossenen Finanzierungsgespräche für Andasol 1, in deren Folge im Juni 2006 der Baubeginn des 300-Millionen-Euro-Projekts erfolgen konnte. Ende Dezember konnte auch ein Bankenkonsortium für die Finanzierung des Schwesterprojekts Andasol 2 überzeugt werden, so dass sich auch dieses Vorhaben seit Februar in der Bauphase befindet. Währenddessen konnten auch die übrigen Projekte in Spanien (Andasol 3, Ibersol und Murciasol-1) vorangetrieben und entsprechende Partner eingebunden werden, so dass auch hier bald mit Finanzierungszusagen und ersten Bauaktivitäten zu rechnen ist.

Erfolgreiche Anleiheemissionen

Ähnlich erfolgreich war das Unternehmen hinsichtlich der Gewinnung neuer Finanzierungsmittel. Nach einer ersten Anleihenemission, die noch im Jahr 2004 begonnen und nach einer Aufstockung des Volumens auf 20 Mio. Euro bis Ende April 2005 vollständig platziert wurde, hat die Gesellschaft inzwischen mehrere weitere Anleihen platziert und damit bis zum letzten Bilanzstichtag 60 Mio. Euro eingeworben. Inzwischen läuft das Angebot für die nächste Emission im Umfang von 40 Mio. Euro. Die Anleihe hat einen festen Kupon von 6,75 Prozent und eine Laufzeit von 5 Jahren. Die aufgenommenen Fremdmittel dienen derzeit vor allem der Besicherung der laufenden Bauprojekte sowie der Finanzierung der Eigenanteile. Angesichts der Dimensionen der einzelnen Kraftwerkvorhaben (bis zu jeweils 300 Mio. Euro bei den ersten beiden Andasol-Projekten) können die für diese Zwecke benötigten Mittel deutlich in den zweistelligen Millionenbereich reichen. Darüber hinaus sollen mit diesem Kapital weitere Projekte vorangetrieben werden, die je nach erreichtem Stadium ebenfalls größere Beträge für den Grundstückserwerb und für die notwendigen Sicherheiten erfordern.

Kapitalerhöhung geplant

Ein Volumen in ähnlicher Größenordnung könnte auch die angekündigte und von der letzten Hauptversammlung genehmigte Kapitalerhöhung erreichen. Dabei sollen bis spätestens Ende Oktober rund 15 Mio. neue Aktien ausgegeben werden, so dass jeder Aktionär für jeweils 2 alte Papiere das Bezugsrecht für 3 neue Aktien erhält. Als Bezugspreis rechnen wir mit einem Betrag im unteren 20-Euro-Bereich, so dass sich der Bruttomittelzufluss auf über 300 Mio. Euro

belaufen dürfte. Als Verwendungszweck nennt das Management eine angestrebte Übernahme, zu der jedoch noch keine weiteren Details genannt worden sind.

Bewertung

Einfaches Ertragswertmodell

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

Diskontierungszins nach CAPM 12,1 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 4,7 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 wenig aussagekräftig. Zur Ableitung des systematischen Risikos orientieren wir uns daher an fundamentalen Faktoren. Risikoerhöhend ist dabei sicherlich der Projektcharakter des Kerngeschäfts. Insbesondere in der Vergangenheit resultierten die Einnahmen fast ausschließlich aus den Verkäufen von Beteiligungsgesellschaften, die naturgemäß sehr unregelmäßig erfolgen. Mit der Ausweitung der Zahl fortgeschrittener Projekte und vor allem mit dem nun steigenden Anteil der Einnahmen der Technologietochter Flagsol sowie – perspektivisch – mit dem Aufbau des Bereichs Kraftwerksbau wird sich der Einnahmenstrom allerdings verstetigen. In Abwägung dieser Faktoren halten wir derzeit noch ein Beta von 1,4 für angemessen. Auf Basis dieser Annahmen ergibt sich ein Eigenkapitalkostensatz von 12,1 Prozent.

Erwartung 2007

Die erfolgreichen Entwicklungen der letzten Monate, die nochmals weltweit gestiegene Unterstützung für alternative Energiequellen und vor allem die Partnerschaft mit MAN Ferrostaal geben zur einer grundlegenden Überarbeitung unserer Modellprognosen Anlass. Auch das Unternehmen hat den eigenen Ausblick angepasst und stellt nun für das laufende Jahr einen Umsatz von 33 Mio. Euro in Aussicht, der sich 2008 durch den Einstieg in die Bauausführung verdreifachen soll. Beim Gewinn prognostiziert das Management 12 Mio. Euro im laufenden Jahr und eine Verdoppelung auf 24 Mio. Euro in der Folgeperiode.

Unsere Schätzungen

Angesichts der bereits im bisherigen Verlauf des Geschäftsjahres durchgeführten Transaktionen (Ibersol, Murciasol-1, Solar Millennium Beteiligungen GmbH, Vereinnahmung der Projektentwicklungsgebühr für Andasol 2) sehen wir die Umsatzprognose als realistisch an und platzieren unsere eigene Schätzung leicht oberhalb dieser Marke. Anders als in den Vorjahren, dürfte diesmal allerdings der Beitrag der Technologietochter Flagsol deutlich höher sein. Diese profitiert nun von der der Bautätigkeit bei den beiden ersten Andasol-Projekten und dürf-

te daher einen spürbaren Anstieg ihrer Erlöse verzeichnen. Die Schätzung des nächstjährigen Umsatzes gestaltet sich schwieriger, da der größte Teil der zu erwartenden Einnahmen von der neuen Tochter MAN Solar Millennium GmbH stammen dürfte. Zum jetzigen Zeitpunkt halten wir allerdings auch hier die Prognosen des Managements für umsetzbar und unterstellen daher ebenfalls eine Verdreifachung der Einnahmen.

Reduzierte Marge durch veränderten Umsatzmix

Aus dem gleichen Grund ist auch die Schätzung der erzielbaren Margen mit erhöhter Unsicherheit behaftet. Nachdem bisher die meisten Einnahmen mit den – nahezu – steuerfreien Beteiligungsverkäufen generiert wurden, kommen im laufenden Jahr verstärkt Ingenieurdienstleistungen und ab 2008 der Kraftwerksbau dazu. In Summe wird diese Änderung bei einem fallenden Anteil der Beteiligungserträge zu einer Reduktion der konzernweit anfallenden Nettomarge führen. Nach knapp 57 Prozent im letzten Geschäftsjahr rechnen wir daher für das laufende Jahr mit 35 Prozent und einer weiteren Ermäßigung in den Folgejahren. Die Zielmarge zum Ende des detaillierten Prognosezeitraum liegt nun bei 16 Prozent. Insgesamt führen diese Annahmen zum folgenden modellhaften Geschäftsverlauf:

Geschäftsjahr (31.10.)	06/07	07/08	08/09	9/10	10/11	11/12	12/13	13/14
Umsatz (Mio. EUR)	35,0	105,0	147,0	195,5	244,4	293,3	337,3	371,0
Wachstum		200,0%	40,0%	33,0%	25,0%	20,0%	15,0%	10,0%
Nettorendite	35%	25,0%	23,0%	21,0%	19,0%	18,0%	17,0%	16,0%
Gewinn (Mio. EUR)	12,25	26,25	33,81	41,06	46,43	52,79	57,33	59,36
Gewinnwachstum		114%	29%	21%	13%	14%	9%	4%

Fairer Wert 48,79 Euro je Aktie

Auf dieser Basis führt unsere Kalkulation zu einem Unternehmenswertwert in Höhe von 483,73 Mio. Euro. Je Aktie entspricht das 48,79 Euro. Dabei haben wir für den Zeitraum ab 2014 ein „ewiges“ Ertragswachstum von 3 Prozent unterstellt. Unter der zentralen Annahme, dass der mit der Gründung des Gemeinschaftsunternehmens MAN Solar Millennium vollzogene Einstieg in das Kraftwerksbaugeschäft tatsächlich ähnlich erfolgreich verläuft wie die bisherigen Expansionsschritte, weist die Aktie demnach trotz der beeindruckenden Kursentwicklung immer noch ein Aufwärtspotenzial von rund 28 Prozent auf.

Unser Anlageurteil: „Kaufen“

Solar Millennium hat sich in einem äußerst attraktiven Markt als Pionier etabliert und dürfte seine technologische Führerschaft und das umfangreiche Projektentwicklungs-Know-how in weiterhin dynamisches und profitables Wachstum ummünzen. Weltwirtschaftliche (Ölpreis) und politische (Klimadiskussion) Megatrends dürften dabei noch auf Jahre hinaus für ein ausgesprochen günstiges Umfeld sorgen. Die meiste Phantasie, die zu der rasanten Kursentwicklung der letzten Monate geführt hatte, stammt allerdings aus der Erweiterung der eigenen Leistungspalette um den Kraftwerksbau selbst. Damit gibt sich das Unterneh-

men in eine neue Dimension, die sich bereits im nächsten Jahr mit einer Umsatzverdreifachung bemerkbar machen soll. Auf Basis der Erwartung, dass dieser Schritt genauso erfolgreich verläuft wie die bisherige Unternehmensentwicklung, zeigt unser Schätzmodell weiterhin beträchtliches Kurspotenzial auf. Als Risikofaktor bleibt dabei allerdings zu beachten, dass dieses Potenzial nun zu einem großen Teil aus einem Geschäftsfeld stammt, in dem Solar Millennium sich erst etablieren muss. Allerdings rechtfertigt die Partnerschaft mit einem renommierten Anbieter einen gewissen Vertrauensvorschuss, so dass wir aufgrund der hervorragenden Positionierung in einem Zukunftsmarkt unsere Kaufempfehlung bekräftigen.

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 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 Dipl.-Volkswirt 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 in den nächsten zwölf Monaten voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgesehenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
04.01.2007	18,03 Euro	Kaufen
12.07.2006	16,08 Euro	Kaufen

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 Studierstellung 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.