

Analyse

BUY

Target Price: 5,50 EUR

Arques Industries AG

Mit neuem Geschäftsmodell in die Zukunft

Branche: Telekommunikation
Land: Deutschland
WKN: 515600
Reuters: AQUG.DE
Webseite: www.arques.de

Kurs aktuell: 3,57
Hoch Tief
Kurs 52 W.: 4,58 0,76
Marktkap. (Mio. EUR) 141,61
Anzahl Aktien (in Mio.) 39,67

Aktionäre

Freefloat 91,5%
OppenheimerFunds 8,5%
Peter Löw 4,6%
Mantra Investissement SCA 3,0%
Grantham, Mayo, Van Otterloo 0,4%
Santander Asset Management 0,3%

Performance

4 Wochen 27,05%
13 Wochen 63,01%
26 Wochen 213,16%
52 Wochen 127,39%
lfd. Jahr 147,92%

Dividende

	in EUR	in %
2008	0,00	0%
2009	0,00	0%
2010e	0,00	0%
2011e	0,00	0%

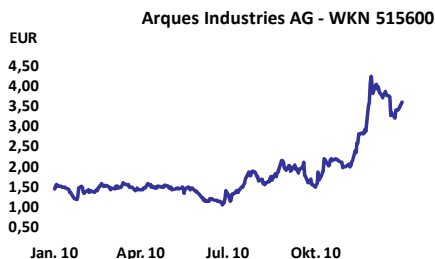
■ Ursprünglich als Beteiligungsunternehmen mit dem Fokus auf Sanierungsfälle aufgestellt, wurde auf der außerordentlichen Hauptversammlung am 20.12.2010 die Änderung des Geschäftsmodells und des Namens der Gesellschaft beschlossen. Mit Ausnahme von Gigaset werden alle Beteiligungen verkauft. Damit wird die Gesellschaft ein Spezialist im Bereich Telekommunikation. Dementsprechend wird der Name in Gigaset AG geändert.

■ Gigaset ist spezialisiert auf die Entwicklung und Herstellung von Schnurlostelefonen. Damit liegt der Fokus auf Privatanwendern und Home Office Anwendern. Im Bereich professionelle Lösungen für kleine und mittelgroße Unternehmen wird der Markteintritt vorbereitet. Die Fertigung findet überwiegend in Deutschland statt, im Werk Bocholt.

■ Gigaset ist Marktführer in Deutschland und Europa bei Schnurlostelefonen. Weltweit gehört das Unternehmen zu den Top 5. Es ist spezialisiert auf den DECT Standard, der sich in Europa durchgesetzt hat. Als Innovationsführer hat sich Gigaset einen starken Markennamen erarbeitet. Außerdem wirbt das Unternehmen mit dem Siegel „Made in Germany“ und mit umwelt- und gesundheitsfreundlichen Produkten und Herstellung.

■ Der Markt für Schnurlostelefone ist hart umkämpft. Neben den global tätigen Wettbewerbern gibt es jeweils eine Reihe von regionalen Anbietern (11 in Deutschland). In den USA und Japan sind andere Standards als in Europa (DECT) vorherrschend. Allerdings ist DECT in den USA schon vorhanden und in Japan wird über eine Einführung verhandelt. Hier könnte sich Wachstumspotenzial ergeben, sollte sich DECT nachhaltig durchsetzen.

■ In unserer Peer Group-Analyse gelangen wir zu einem fairen Wert von 5,49 Euro. Dies entspricht einem Upside Potenzial von 47 Prozent zum aktuellen Kurs (3,57 Euro). Das Urteil lautet daher auf Sicht von 12 Monaten „Kaufen“. Wir sind der Meinung, dass das neue Geschäftsmodell und die wiedergewonnen Liquidität aktuell noch nicht eingepreist sind. Langfristig sehen wir größere Unsicherheiten bzgl. des technischen Fortschritts und des Wettbewerbs für Schnurlostelefonie allgemein.



Dr. Norbert Kalliwoda
nk@kalliwoda.com

Kolja Schick – Freiherr von Flotow
ks@kalliwoda.com

Phone: +49 69 97 20 58 53
www.kalliwoda.com

EUR m	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatzerlöse	5.505,03	3.492,00	1.001,00	520,00	535,00
EBITDA	111,46	17,75	37,22	52,94	51,71
EBIT	-115,51	-139,78	-21,58	34,74	32,98
Nettoergebnis	-145,73	-153,00	-37,31	28,52	27,29
EPS	-5,09	-5,51	-0,94	0,72	0,69
BVPS	71,04	32,39	3,00	3,23	3,47
CFPS	31,75	-15,91	-0,83	1,03	0,98
RoE	5,28 %	-125,97 %	-31,36 %	22,27 %	19,81 %
RoS	-2,65 %	-4,38 %	-3,73 %	5,48 %	5,10 %
EBIT margin	-2,10 %	-4,00 %	-2,16 %	6,68 %	6,16 %

Inhalt

1	Unternehmensprofil	3
2	Geschäftsmodell und Strategie	4
3	Markt und Wettbewerb	5
4	Aktie	6
5	SWOT	7
6	Finanzteil	8
6.1	Gewinn- und Verlustrechnung	8
6.2	Bilanz	9
7	Bewertung	10
7.1	Peer Group Analyse.....	10
8	Kontakt	11
9	Disclaimer	12

1 Unternehmensprofil

Die ARQUES Industries AG wurde als Beteiligungsunternehmen mit dem Fokus auf mittelständischen Unternehmen in Umbruchsituationen gegründet. Die Aktie der Arques Industries AG ist im Prime Standard der Deutschen Börse gelistet. Der Sitz der Gesellschaft befindet sich in München. Die folgende Übersicht zeigt die Entwicklung der Gesellschaft:

- 1900 Gründung der Vorgängergesellschaft AG Bad Salzschlirf
- 2001 Insolvenz der AG Bad Salzschlirf
- 2002 Peter Löw und Buchanan übernehmen Mehrheit am Unternehmen. Umbenennung in Arques AG und Änderung Geschäftsmodell.
- 2003 Erwerb der ersten Beteiligung. Umbenennung in Arques Industries AG.
- 2005 Aufnahme der Aktie in den SDAX
- 2007 Aufnahme der Aktie in den MDAX. Dr. Löw zieht sich aus dem Unternehmen zurück (als Vorstand und Aktionär).
- 2008 Abstieg in den SDAX. Erwerb von 80% an Gigaset (vormals Siemens Home and Office Communication Devices GmbH & Co. KG)
- Seit 2008 Finanzielle Schwierigkeiten, Restrukturierungsmaßnahmen, Verkauf von Beteiligungen.
- 2010 Dr. Löw steigt als Aufsichtsratsvorsitzender wieder bei Arques ein. Änderung des Geschäftsmodells mit dem Fokus auf Telekommunikation.

Aktuelle Entwicklung

Nach der Bekanntgabe der Änderung des Geschäftsmodells wurden bereits zwei Beteiligungen veräußert. Anvis wurde an das Management verkauft, was zu einem geschätzten Mittelzufluss von bis zu 12 Mio. Euro geführt hat. Auch die Beteiligung Carl Froh wurde an das Management des Tochterunternehmens verkauft. Positiv ist, dass durch die Desinvestition dieser beiden Tochtergesellschaften die Verbindlichkeiten im Konzern um geschätzte 100 Mio. Euro gesenkt werden konnten.

In unserer Bewertung gelangen wir zu einem fairen Wert von 5,49 Euro. Dies entspricht einem Upside Potenzial von 54 Prozent. Wir sind überzeugt, dass das neue Geschäftsmodell noch nicht im aktuellen Kurs reflektiert ist. Bei einem geschätzten EBITDA für 2010 von 37,2 Mio. Euro entspricht die aktuelle Marktkapitalisierung gerade einmal dem ca. 4fachen des Ergebnisses vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen. Daher sehen wir kurzfristig noch Steigerungspotenzial in der Aktie. Auf mittel- bis langfristige Sicht gehen wir davon aus, dass Arques sich einem zunehmenden Wettbewerb ausgesetzt sehen wird. Gleichzeitig ist schwer abzusehen, ob und wenn ja wie lange sich Festnetzanschlüsse und damit Schnurlostelefone noch behaupten können. Wenn der Mobilfunk in den entwickelten Ländern immer günstiger wird, könnten Kunden mit der Zeit mehr und mehr auf einen Festnetzanschluss komplett verzichten. Dann hätten auch Schnurlostelefone keine Daseinsberechtigung mehr. Eine Entwicklung, die für Festnetzanschlüsse spricht ist, dass Telefonate von einem Anschluss über Voice over IP (VoIP) zu einem anderen Anschluss mit VoIP kostenlos sind. Dafür ist auch kein PC nötig, wie z.B. beim kostenlosen Telefonieren über Skype.

Inwieweit Gigaset in der Lage sein wird, sich entsprechend den Trends des Marktes weiter zu entwickeln, muss sich zeigen. Mit dem Versuch, eigene Basistationen in Konkurrenz zur Telekom Speedport und 1&1 Fritzbox zu entwickeln, ist das Unternehmen gescheitert. Da die Gesellschaft auch kein Zulieferer der Telekom mehr ist, ist ein großer Markt aktuell verbaut. Allerdings könnte Gigaset

Zulieferer für Telefone für die Telekom oder 1&1 werden. Das Management wird in den Verhandlungen darauf achten, dass neben hohen Volumina, die sehr wahrscheinlich sind, auch die Marge stimmt. Dies war bei der ehemaligen Partnerschaft mit der Telekom nicht der Fall gewesen.

2 Geschäftsmodell und Strategie

Arques befindet sich im Umbruch. Das ursprüngliche Geschäftsmodell sah den Kauf von maroden Unternehmen sowie die Sanierung und abschließend den Verkauf bzw. Börsengang vor. Mit der Wirtschaftskrise ist das Unternehmen in Schwierigkeiten geraten. In den letzten 2 Jahren wurden keine Akquisitionen mehr getätigt. Es wurden lediglich bestehende Beteiligungen veräußert, um die Insolvenz von Arques zu vermeiden. D.h., seit 2 Jahren wird das bestehende Geschäftsmodell faktisch nicht mehr praktiziert. Auf der letzten Hauptversammlung hat sich der zweitgrößte Aktionär, Dr. Peter Löw (4,6% Anteile) mit 93 Prozent der Stimmen zum Aufsichtsratsvorsitzenden wählen lassen. Daraufhin trennte man sich vom bestehenden Vorstand (die Herren Ulmke und Hütten) und berief als neuen Vorstand Herrn Maik Brockmann, einen Mitarbeiter aus der „Sanierungs-Task-Force“ der Arques.

Neues Geschäftsmodell

Mit dem neuen Management ändert sich auch die Strategie der Arques Industries AG. Ursprünglich sollte die größte Beteiligung, Gigaset Communications GmbH, kurzfristig verkauft werden. In Bezug auf diesen Punkt wurde eine Kehrtwende vollzogen. Gigaset soll nun als einzige der aktuellen Beteiligungen nicht veräußert werden. Arques wird alle übrigen Beteiligungen abgeben und sich als Spezialist im Bereich Telekommunikationssysteme neu aufstellen. Dieser Schritt wurde auf der außerordentlichen Hauptversammlung am 20.12.2010 offiziell beschlossen. Damit wird das ursprüngliche Geschäftsmodell des Kaufens, Sanierens und Veräußerns aufgegeben. Akquisitionen sollen künftig nur noch mit dem Ziel erfolgen, das Tochterunternehmen langfristig zu halten und nur sofern das Zielunternehmen dem neuen Geschäft förderlich ist. Ebenfalls auf der außerordentlichen Hauptversammlung wurde der Beschluss gefasst, den Namen von Arques Industries AG in Gigaset AG zu ändern.

Gigaset Communications und damit nach der anstehenden Reorganisation auch Arques, ist Hersteller von Telefonen für das Festnetz und für Voice-over-IP (Telefonieren über das Internet). Im Jahr 2009 trennte sich das Unternehmen von seinen Randaktivitäten (Breitband, WiMAX und Home Media). Gleichzeitig wurde die Kostenstruktur angepasst, indem IT-Dienstleistungen ausgelagert wurden und Anpassungen beim Personal vorgenommen wurden. Gigaset ist Marktführer in Deutschland und in Europa. Als Lizenznehmerin vertreibt sie unter der Marke Siemens Gigaset Schnurlostelefone, die insbesondere im privaten Gebrauch Anwendung finden, sowie Tischtelefone für professionelle Anwender (im Home Office und kleinen Büros). Die Rechte zur Nutzung der Marke Siemens laufen 2011 aus. Fortan werden die Produkte unter der Marke Gigaset vertrieben. Hierzu wurden die Marketingaktivitäten in der Vergangenheit verstärkt, um die Marke insbesondere auch im Ausland zu etablieren. So wurde der Name Siemens auf den Verpackungen stetig kleiner gedruckt, um die Marke Gigaset in den Vordergrund zu stellen. Die Telefone von Gigaset gehören zum Premium-Segment mit entsprechend hohen Preisen. Der Marktanteil von Gigaset im Premium-Segment mit Preisen über 100 Euro beträgt 90 Prozent.

Der Umsatzanteil der Produktgruppen stellt sich wie folgt dar: Schnurlostelefone: 92%, schnurgebundene Telefone: 7 %, sonstige Produkte: 1 %. Aktuell bereitet Gigaset den Markteintritt im

Bereich professionelle Lösungen für kleine und mittelgroße Unternehmen vor. Das Erschließen des neuen Bereichs soll zukünftig zum Wachstum der Gesellschaft beitragen.

Marktführer in Deutschland und Europa

Gigaset gehört zu den führenden Herstellern von Schnurlostelefonen weltweit. In Deutschland und Europa ist die Gesellschaft Marktführer mit einem Marktanteil in Deutschland von 50 Prozent.

Gigaset produziert den Großteil seiner Geräte in Bocholt in Deutschland (das Werk hat eine Jahreskapazität von 16 Millionen Einheiten). Das Unternehmen wirbt daher mit dem Siegel „Made in Germany“ und damit, der einzige globale Anbieter zu sein, der Schnurlostelefone in Deutschland entwickelt und fertigt. Neben einer hohen Qualität, die sich in Design, Ausstattung und Bedienbarkeit bemerkbar macht, legt Gigaset Wert auf umweltschonende und strahlungsarme Produkte. So wird der Energieverbrauch der Telefone gesenkt wenn der Abstand zwischen Basisstation und Mobilteil gering ist. Aktuell wurden kleinere Verpackungen für einige Telefonmodelle entwickelt, wodurch jährlich bis zu 150 Millionen Tonnen Papier gespart werden. Dies ist nicht nur unter Umweltaspekten interessant, sondern natürlich auch unter Kostengesichtspunkten.

3 Markt und Wettbewerb

Gigaset ist spezialisiert auf die Entwicklung und Herstellung von Schnurlostelefonen. Hierbei ist die Basisstation per Kabel mit dem Festnetz verbunden. Das Mobilteil hingegen ist über Radiowellen mit der Basisstation verbunden, so dass kein Kabel notwendig ist. DECT (Digital Enhanced Cordless Telecommunications) ist dabei der aktuelle Standard für die Funkübertragung. Ursprünglich als europäischer Standard definiert, ist DECT mittlerweile in über 110 Ländern verfügbar und hat sich im Bereich der schnurlosen Sprachübertragung auf der ganzen Welt durchgesetzt. DECT ist heute auch in Ländern verfügbar, die traditionell über eigene Standards verfügten (z.B. in USA seit 2005, in Korea sowie evtl. bald in Japan). Jedes Jahr werden etwa 100 Millionen DECT-fähige Geräte verkauft. Die Gesamtzahl bisher verkaufter Geräte beläuft sich auf 800 Millionen Stück. Im Bereich Schnurlostelefonie (ohne Handy) beträgt der Marktanteil von DECT über 70 Prozent.

Nur wenige globale Anbieter

Der Markt für DECT Geräte ist mit vielen kleineren regionalen Anbietern stark fragmentiert. In Deutschland sind insgesamt 11 Wettbewerber vertreten. Europa- bzw. weltweit tätige Anbieter gibt es jedoch nur jeweils eine Handvoll. Weltweit ist Panasonic der größte Player, gefolgt von Gigaset. In Europa ist Gigaset sogar die Nr. 1, ebenso wie in Deutschland, wo das Unternehmen einen Marktanteil von 50 Prozent hat. Weitere globale Wettbewerber sind Vtech, General Electric mit der Marke Thomson, und Uniden Corporation. In Europa gehören Philips und Binatone mit den Marken Binatone, iDECT und VOXTEL zu den Wettbewerbern neben Panasonic. Als Marktführer in Deutschland und Europa sehen wir Gigaset für den Wettbewerb gut gerüstet. Dazu tragen auch die Innovationen des Unternehmens bei. So war Gigaset der erste Anbieter, der CAT-iq fähige Telefone im Angebot hatte. CAT-iq steht für „Cordless Advanced Technology – internet and quality“ und ist eine Erweiterung des DECT Standards. Er kann mehrere DECT-Funkkanäle bündeln und somit höhere Datenraten, die z.B. für HD-Telefonie benötigt werden, übertragen. Mit CAT-iq lassen sich neue Anwendungen wie Internetradio oder RSS-Feeds bei Schnurlostelefonen nutzen. Eine höhere Bandbreite und neue Sprachcodecs verbessern die Sprachqualität. Ein weiterer Vorteil von CAT-iq ist die bessere Kompatibilität von Geräten verschiedener Hersteller. Gigaset war einer der Treiber hinter der Entwicklung des neuen Standards. Hintergrund dürfte sein, dass sich etablierte Anbieter gegen die Billigkonkurrenz aus Asien schützen wollen und so auf höhere Qualität und zusätzliche Anwendungen

setzen. Dadurch steigt die Komplexität der Geräte und somit die Anforderungen an die Wettbewerber in Asien. Gigaset setzt daher auf technologischen Vorsprung im Wettbewerb mit den Billiganbietern. Zusätzlich sind wir überzeugt, dass Gigaset auch ohne den Namen Siemens eine starke Marke ist, die sich in den vergangenen Jahren etabliert hat. Das Siegel „Made in Germany“ und der Fokus auf Geräte mit ECO-Standard helfen sowohl im Heimatmarkt als auch im Ausland für Vertrauen in eine hohe Qualität und technisch ausgereifte Produkte zu sorgen. Dadurch gelingt eine klare Abgrenzung gegenüber der Billigkonkurrenz aus Asien, die zwar für günstige Preise steht, aber beim Verbraucher Zweifel bei Qualität sowie Umwelt- und Gesundheitsstandards lässt.

Der Markt ist zum großen Teil gesättigt

Der Großteil der entwickelten Länder ist kein Wachstumsmarkt für Schnurlostelefone auf DECT Basis. Diese Märkte sind gesättigt, da der Standard DECT und Schnurlostelefone seit Jahren verfügbar und etabliert sind. Auf diesen Märkten kann Umsatz nur durch Ersatzinvestitionen der Kunden und über Innovationen erzielt werden. Wenn sich CAT-iq flächendeckend durchsetzt, könnte dies ein Wachstumstreiber für die Branche sein. Fraglich ist hier, wie Gigaset diesen Trend nutzen kann. Anbieter von Internet- und damit auch Telefonanschlüssen wie Telekom und 1&1 bieten mittlerweile neben den Basisstationen, die als Telefonanlagen genutzt werden können, auch selbst Telefone an (z.B. FritzFon von AVM oder Sinus Geräte von der Telekom). Obwohl das Volumen hier noch gering ist, könnten sich diese Anbieter zu ernsthaften Wettbewerbern entwickeln. Mit ihren großen Marketingkampagnen wären sie unseres Erachtens in der Lage, Marktanteile zu gewinnen.

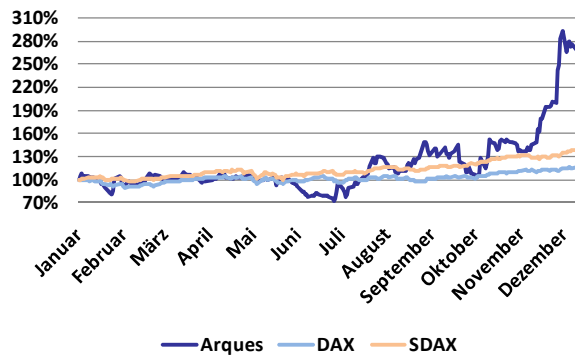
Kostenlose Telefonie gefährdet die Branche

Als Gefahr für die Branche sehen wir den Trend bei jüngeren Leuten, komplett auf Festnetzanschlüsse zu verzichten und nur noch das Mobiltelefon zu nutzen. Wettbewerb entsteht auch durch kostenlose Angebote im Internet (Skype). Schätzungen sagen ein Schrumpfen des Marktes für Schnurlostelefonie um 20 Prozent bis 2014 voraus. Als umso wichtiger erachten wir es, dass Gigaset sich verstärkt auf dem Markt für Tischtelefone insbesondere im Unternehmensbereich positioniert. Unternehmen dürften vorerst nicht auf einen Festnetzanschluss verzichten und sind daher auf die entsprechenden Telefone angewiesen. Allerdings werden hier Schnurlostelefone nur an zweiter Stelle genutzt. Schnurgebundene Telefone machen den Großteil des Marktes aus, was sich unserer Meinung nach nicht so schnell ändern wird. Dieser Bereich könnte für Gigaset wichtig werden, um sich aufgrund der Risiken und des Wettbewerbs im Bereich DECT zu diversifizieren.

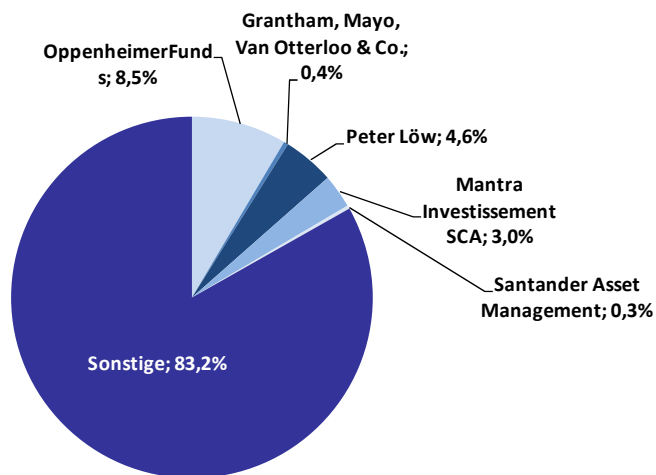
4 Aktie

In der ersten Jahreshälfte bewegte sich der Kurs der Arques Aktie im Bereich des Jahresanfangskurses (1,44 Euro). Lediglich Ende Januar fiel er etwas stärker, auf 1,23 Euro. In der Jahresmitte folgte eine weitere Schwächephase mit dem Jahrestief bei 1,03 Euro (-18%). Seitdem notiert die Aktie konstant über dem Kurs von Anfang Januar. Unterlag sie im Spätsommer und Herbst noch deutlichen Schwankungen, so machte sie im November einen Sprung und verdreifachte sich nahezu. Dazu beigetragen haben dürften die Ankündigung des neuen Geschäftsmodells sowie die Sicherung der Liquidität durch die Wandelanleihe und die Ankündigung der Beilegung des Streits mit Siemens. Aktuell liegt der Kurs bei 3,57 Euro, was einer Performance von ca. 249 Prozent entspricht. Der Jahreshöchstkurs betrug 4,58 Euro.

Aktienkursentwicklung 2010



Aktionärsstruktur



Quelle: Thomson Reuters

5 SWOT

Stärken

- Starke und bekannte Marke
- Gigaset ist Innovationsführer im Bereich Schnurlostelefone
- Gigaset verfügt als Marktführer in Deutschland und Europa und Nr. 2 weltweit über eine Starke Marktposition
- Vertriebt als einziger globaler Anbieter Produkte "Made in Germany"
- Führend bei umwelt- und gesundheitsschonenden Produkten

Chancen

- Wenn sich der DECT Standard in den USA und Japan durchsetzt, ergibt sich großes zusätzliches Marktpotenzial
- Der neue CAT-iq Standard könnte für Wachstum sorgen, wenn sich diese Technologie bei den Kunden durchsetzt
- Durch den Markteintritt in "professionelle Lösungen für kleine und mittlere Unternehmen" ergibt sich neues Umsatzpotenzial

Schwächen

- Wettbewerber sind teilweise deutlich größer (z.B. Panasonic, Philips)
- Gigaset ist kein Zulieferer der Telekom für DSL-TK-Anlagen und könnte daher den Markt für HD-Telefonie "verschlafen"
- Hohe Wettbewerbsintensität im Markt für Schnurlostelefone

Risiken

- Der Markenname "Siemens" darf ab 2011 nicht mehr verwendet werden
- Billiganbieter aus Asien können Marktanteile gewinnen
- Markt für Festnetz Telefone könnte schrumpfen weil jüngere Leute dazu übergehen, keinen Festnetzanschluß zu haben
- Restliche Beteiligungen müssen noch verkauft werden
- Kostenlose Angebote im Internet (Skype)

6 Finanzteil

6.1 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - Arques Industries AG						
Zahlenangaben in Mio. Euro	Geschäftsjahr					
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatzerlöse	2.102,3	5.505,0	3.492,0	1.001,0	520,0	535,0
Veränderung des Bestands an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	10,1	-12,2	-12,8	11,2	-3,4	-3,4
Andere aktivierte Eigenleistungen	3,6	18,5	23,7	18,3	11,4	11,8
Sonstige betriebliche Erträge	308,7	244,9	84,7	54,8	22,0	21,9
Materialaufwand	-1.697,9	-4.717,5	-2.808,1	-621,1	-301,6	-310,3
Personalaufwand	-259,1	-481,9	-389,7	-220,8	-93,6	-96,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-265,0	-445,4	-372,0	-206,2	-101,9	-107,0
EBITDA	202,7	111,5	17,7	37,2	52,9	51,7
Abschreibungen	-45,7	-93,3	-79,8	-52,1	-18,2	-18,7
Wertminderungen	-16,4	-133,7	-77,8	-6,7	0,0	0,0
EBIT	140,5	-115,5	-139,8	-21,6	34,7	33,0
Ergebnis aus Finanzanlagen, bewertet nach der Equity-Methode	-10,7	0,5	0,1	0,2	0,0	0,0
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	4,3	8,6	2,9	0,7	12,0	12,0
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-16,0	-46,0	-27,8	-12,4	-6,0	-6,0
Finanzergebnis	-22,5	-36,9	-24,9	-11,5	6,0	6,0
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	118,1	-152,4	-164,7	-33,1	40,7	39,0
Ertragsteuern	-3,4	6,7	11,7	-4,2	-12,2	-11,7
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	114,7	-145,7	-153,0	-37,3	28,5	27,3
davon Anteile anderer Gesellschafter am Konzernjahresfehlbetrag	0,2	-11,5	-7,6	-1,8	0,0	0,0
davon Anteile der Aktionäre der ARQUES Industries AG am Konzernfehlbetrag	114,6	-134,2	-145,4	-35,5	28,5	27,3
<i>Ergebnis je Aktie (unverwässert) reported</i>	4,46	-5,09	-5,51	-0,94	0,72	0,69
<i>Ergebnis je Aktie (verwässert) reported</i>	4,43	-5,09	-5,51	-0,94	0,72	0,69
Profit & Loss (Year on Year)						
Umsatzerlöse		161,9%	-36,6%	-71,3%	-48,1%	2,9%
Veränderung des Bestands an fertigen und unfertigen Erzeugnissen			4,9%			0,0%
Andere aktivierte Eigenleistungen		417,4%	28,1%	-22,7%	-37,6%	2,9%
Sonstige betriebliche Erträge		-20,7%	-65,4%	-35,3%	-59,8%	-0,3%
Materialaufwand		177,8%	-40,5%	-77,9%	-51,4%	2,9%
Personalaufwand		86,0%	-19,1%	-43,3%	-57,6%	2,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen		68,1%	-16,5%	-44,6%	-50,6%	5,0%
EBITDA		-45,0%	-84,1%	109,7%	42,2%	-2,3%
Abschreibungen		104,3%	-14,5%	-34,7%	-65,1%	2,9%
Wertminderungen		713,4%	-41,8%	-91,4%	-100,0%	
EBIT			21,0%	-84,6%		-5,1%
Ergebnis aus Finanzanlagen, bewertet nach der Equity-Methode			-88,8%	277,4%	-100,0%	
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge		102,3%	-66,9%	-75,4%		0,0%
Zinsen und ähnliche Aufwendungen		186,5%	-39,5%	-55,4%	-51,6%	0,0%
Finanzergebnis		64,2%	-32,5%	-53,8%		0,0%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit			8,1%	-79,9%		-4,3%
Ertragsteuern			75,0%		188,9%	-4,3%
Jahresüberschuss/-fehlbetrag			5,0%	-75,6%		-4,3%
Profit & Loss (% of Revenues)						
Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Veränderung des Bestands an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	0,5%	-0,2%	-0,4%	1,1%	-0,7%	-0,6%
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,2%	0,3%	0,7%	1,8%	2,2%	2,2%
Sonstige betriebliche Erträge	14,7%	4,4%	2,4%	5,5%	4,2%	4,1%
Materialaufwand	-80,8%	-85,7%	-80,4%	-62,0%	-58,0%	-58,0%
Personalaufwand	-12,3%	-8,8%	-11,2%	-22,1%	-18,0%	-18,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-12,6%	-8,1%	-10,7%	-20,6%	-19,6%	-20,0%
EBITDA	9,6%	2,0%	0,5%	3,7%	10,2%	9,7%
Abschreibungen	-2,2%	-1,7%	-2,3%	-5,2%	-3,5%	-3,5%
Wertminderungen	-0,8%	-2,4%	-2,2%	-0,7%	0,0%	0,0%
EBIT	6,7%	-2,1%	-4,0%	-2,2%	6,7%	6,2%
Ergebnis aus Finanzanlagen, bewertet nach der Equity-Methode	-0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	2,3%	2,2%
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-1,2%	-1,2%	-1,1%
Finanzergebnis	-1,1%	-0,7%	-0,7%	-1,1%	1,2%	1,1%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	5,6%	-2,8%	-4,7%	-3,3%	7,8%	7,3%
Ertragsteuern	-0,2%	0,1%	0,3%	-0,4%	-2,4%	-2,2%
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	5,5%	-2,6%	-4,4%	-3,7%	5,5%	5,1%

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

6.2 Bilanz

Bilanzen - Arques Industries AG						
Zahlenangaben in Mio. Euro	Geschäftsjahr					
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Aktiva						
<i>Anlagevermögen</i>						
Immaterielle Vermögenswerte	154,8	133,6	60,2	30,0	18,0	18,0
Sachanlagen	362,4	317,0	184,6	110,0	40,0	40,0
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	0,3	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0
Finanzanlagen, bewertet nach der Equity-Methode	4,6	5,0	4,8	5,0	0,0	0,0
Finanzielle Vermögenswerte	3,8	3,2	2,9	2,9	29,5	29,5
Sonstige langfristige Vermögenswerte	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Steueransprüche	34,5	16,9	3,7	5,0	5,0	5,0
Summe Anlagevermögen	560,5	476,0	256,5	153,1	92,5	92,5
<i>Umlaufvermögen</i>						
Vorratsvermögen	439,0	378,9	93,7	91,5	25,0	25,0
Forderungen aus Fertigungsaufträgen	15,0	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	430,4	407,6	131,3	130,0	75,0	75,0
Zur Veräußerung verfügbare finanzielle Vermögenswerte	1,4	0,8	0,6	1,0	0,0	0,0
Sonstige Vermögenswerte	228,9	192,1	78,2	58,3	30,0	30,0
Steuererstattungsansprüche	13,9	10,5	3,7	1,0	0,0	0,0
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	84,5	142,4	74,9	59,6	65,0	80,0
Zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte	60,4	107,6	19,0	0,0	0,0	0,0
Summe Umlaufvermögen	1.273,6	1.243,0	401,5	341,4	195,0	210,0
Bilanzsumme	1.834,1	1.719,0	658,0	494,5	287,5	302,5
<i>Eigenkapital</i>						
Gezeichnetes Kapital	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4
Kapitalrücklage	72,5	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6
Gewinnrücklage	20,3	20,3	20,3	20,3	20,3	20,3
Übriges kumuliertes Eigenkapital	270,9	136,7	-1,9	-1,3	7,8	17,5
Minderheitenanteil	10,9	9,5	3,1	0,0	0,0	0,0
Summe Eigenkapital	401,0	266,4	121,5	119,0	128,1	137,8
<i>Langfristige Schulden</i>						
Pensionsverpflichtungen	32,2	66,0	32,3	33,1	11,0	11,0
Rückstellungen	31,5	31,3	32,2	18,3	16,7	16,7
Finanzverbindlichkeiten	81,9	75,2	38,0	33,0	7,9	7,9
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	35,9	24,2	2,8	2,3	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	53,2	65,3	16,9	1,4	33,5	33,5
Latente Steuerschulden	59,6	54,9	17,9	18,4	0,0	0,0
Summe Langfristige Schulden	294,2	317,0	140,1	106,5	69,1	69,1
<i>Kurzfristige Schulden</i>						
Rückstellungen	36,0	67,8	37,3	34,9	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten	257,6	136,8	49,7	40,3	8,2	8,2
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing	5,6	7,1	1,7	1,6	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	581,5	601,4	180,4	88,3	76,9	82,1
Steuerverbindlichkeiten	28,6	15,0	7,9	8,2	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	221,1	217,4	100,4	95,8	5,3	5,3
Verbindlichkeiten im Zusammenhang mit zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerten	8,5	90,1	19,0	0,0	0,0	0,0
Summe Kurzfristige Schulden	1.138,9	1.135,7	396,4	269,1	90,4	95,6
Bilanzsumme	1.834,1	1.719,0	658,0	494,5	287,5	302,5

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

7 Bewertung

7.1 Peer Group Analyse

Wir gehen davon aus, dass die Änderung des Geschäftsmodells auf der Hauptversammlung beschlossen werden wird. Bei der Bewertung betrachten wir daher die Arques als Spezialist für Schnurlostelefone. Da nicht ausreichend fundamentale Informationen zu Gigaset vorhanden sind, stützen wir unsere Bewertung auf eine Peer Group Analyse. Dabei haben wir vorrangig Unternehmen ausgewählt, die sich auf die Entwicklung und Herstellung von Schnurlostelefonen spezialisiert haben. Da einige der großen Wettbewerber eine große Produktpalette haben und Telefone nur einen geringen Teil des Produktportfolios ausmachen, konnten diese nicht in der Peer Group berücksichtigt werden. Die meisten Unternehmen der Peer Group haben nicht exakt das gleiche Produktportfolio wie Arques bzw. Gigaset. Wir haben Unternehmen ausgewählt, die zumindest den Großteil Ihres Umsatzes mit schnurlosen Telefonen erwirtschaften. Dazu gehören auch Gesellschaften, die ausschließlich Mobiltelefone herstellen. Diese sind teilweise deutlich größer als Gigaset. Allerdings ist das Geschäftsmodell dem von Gigaset am ähnlichsten.

Die Bewertungsbandbreite schwankt erheblich, zwischen 4,99 Euro und 5,87 Euro. Auf Basis des EBITDA 2011 gelangen wir zu einem fairen Wert von 5,49 Euro je Aktie. Dies entspricht einem Upside Potenzial von 54 Prozent. Auf Basis des KGV 2011 ergibt sich der höchste faire Wert von 5,87 Euro. Am niedrigsten liegt der faire Wert mit 4,99 Euro auf Basis des EBITDA 2010. Auch hier ergibt sich jedoch ein Aufwärtspotenzial (+39,8%).

Multiples - Peer Group							
Peer Group	EV/EBITDA		EV/EBIT		KGV		EBIT-Marge
	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E
HTC Corporation	14,6	10,6	15,0	10,8	18,4	13,5	15,5%
Motorola, Inc.	7,9	6,4	11,6	8,8	24,0	17,4	6,7%
Nokia	6,5	5,3	9,3	7,1	13,3	10,8	6,5%
Research In Motion Limited	5,7	5,5	6,5	6,4	9,7	9,5	23,0%
Ericsson	6,7	5,9	9,7	7,9	20,5	14,0	10,7%
UNIDEN Corp.	n.a.	n.a.	neg.	2,5	15,0	6,7	-8,4%
Median	6,7	5,9	9,7	7,5	16,7	12,1	8,7%
Arques Industries AG	4,5	3,1	neg.	4,8	neg.	5,2	-2,2%
Discount (-)/Premium (+)	-33,7	-47,2	-	-36,3	-	-57,3	
Fairer Wert	4,99 €	5,49 €	-	5,08 €	-	5,87 €	
Bewertungsbandbreite:	4,99 EUR bis 5,87 EUR						

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

Quelle: Thomson Reuters, Dr. Kalliwoda Research

8 Kontakt

ARQUES Industries AG

Arnulfstraße 37-39
80636 München

Tel.: +49-(0) 89-25 55 00-0

Fax: +49-(0) 89-25 55 00-200

E-Mail: info@arques.de

<u>DR. KALLIWODA</u> RESEARCH GmbH		Rüsterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt/Main; PhD in Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Michael John E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, chemical engineering, basic metals, renewable energies, laser/physics
Dr. Thomas Krassmann E-Mail: tk@kalliwoda.com	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;	<u>Sectors:</u> Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
Maximilian F. Kaessens E-Mail: mk@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Business Administration (Babson College (05/2012), Babson Park, MA (US))	<u>Sectors:</u> Financials, Real Estate
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Kolja Schick – Freiherr von Flotow E-Mail: ks@kalliwoda.com	Dipl.-Kaufmann, (University Frankfurt/Main).	<u>Sectors:</u> Consumers, Automotives, Automotive Suppliers, Mechanical Engineering
Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Translations English</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:

Analysts of this research:

Dr .Norbert Kalliwoda, CEFA Kolja Schick–von Flotow

DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of
Bloomberg
Thomson Reuters
vwd group
Factset



9 Disclaimer

KAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 10 % aufweisen	BUY
AKKUMULIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und 10% aufweisen	ACCUMULATE
HALTEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und - 5% aufweisen	HOLD
REDUZIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen - 5% und - 10% aufweisen	REDUCE
VERKAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 10 % aufweisen	SELL

Additional Disclosure/Erklärung

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH hat diese Analyse auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, gefertigt. Wir arbeiten so exakt wie möglich. Wir können aber für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und Meinungen keine Gewährleistung übernehmen.

Diese Studie ersetzt nicht die persönliche Beratung. Diese Studie gilt nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in dieser Studie angesprochenen Anlageinstrumente. Daher rät DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH, sich vor einer Wertpapierdisposition an Ihren Bankberater oder Vermögensverwalter zu wenden.

Diese Studie ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Diese Studie darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Die Verteilung dieser Studie in andere internationale Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Studie gelangt, sollten sich über gegebenenfalls vorhandene Beschränkungen informieren und diese einhalten.

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH sowie Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in dieser Studie erwähnten Wertpapieren oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

Mögliche Interessenskonflikte

Weder DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals;
- war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- hält an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- hat die analysierten Wertpapiere auf Grund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser/Empfänger die Verbindlichkeit dieses Disclaimers.

DISCLAIMER

The information and opinions in this analysis were prepared by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH, DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH makes no representation as to the accuracy or completeness of such information.

Opinions, estimates and projections in this report constitute the current judgement of the author as of the date of this analysis. They do not necessarily reflect the opinions, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, except if research on the subject company is withdrawn. Prices and availability of financial instruments also are subject to change without notice. This report is provided for informational purposes only. It is not to be construed as an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors and investors must make their own investment decision using their own independent advisors as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the price or value of, or the income derived from, the financial instrument, and such investor effectively assumes currency risk. In addition, income from an investment may fluctuate and the price or value of financial instruments described in this report, either directly or indirectly, may rise or fall. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH's prior written consent. Please cite source when quoting.