

Update

BUY

Aurubis AG

Neue Schätzungen

Target Price: 39.00 EUR

Branche: Kupfer
Land: Deutschland
WKN: 676650
Reuters: NAFG.DE
Webseite: www.aurubis.com

Kurs aktuell: 34.72
Kurs 52 W.: Hoch 35.10 Tief 18.07
Marktkap. (Mio. EUR) 1418.79
Anzahl Aktien (in Mio.) 40.87

Aktionäre

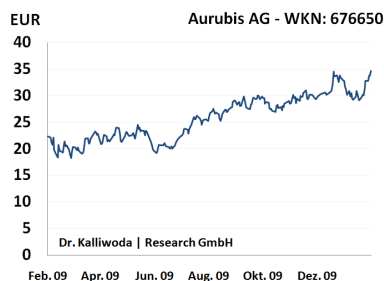
Salzgitter AG 25.26 %
BlackRock Financial M. 4.98 %
Dimensional Fund Advisor 3.34 %
BlackRock Asset M. 2.95 %
DJE Kapital AG 2.85 %
Grantham, Mayo 1.40 %

Performance

4 Wochen 11.34 %
13 Wochen 21.81 %
26 Wochen 34.29 %
52 Wochen 50.22 %
lfd. Jahr 14.87 %

Dividende

	in EUR	in %
2007	1.45	24.25 %
2008	1.60	38.55 %
2009	0.65	neg.
2010e	1.00	39.28 %



Dr. Norbert Kalliwoda
Phone: +49 69 97 20 58 53
E-mail: nk@kalliwoda.com
www.kalliwoda.com

Aurubis profitiert von Konjunkturerholung

- Starkes erstes Quartal: Die Gesellschaft konnte beim Umsatz kräftig zulegen (+39% gegenüber Vorjahreszeitraum), was hauptsächlich den gestiegenen Metallpreisen zuzuschreiben ist. Auch das Ergebnis war wieder positiv (EBIT von € 133 Mio.), nach Verlusten im ersten Quartal 2008/09 (€ -110 Mio.).
- Die sich abzeichnende wirtschaftliche Erholung in Verbindung mit höheren Metallpreisen hat zu den guten Ergebnissen des ersten Quartals geführt. Die Steigerungen beim Umsatz und in geringem Maße auch beim Ergebnis wurden von höheren Preisen für Kupfer und andere Metalle getragen. Auch die Schwefelsäurepreise erholten sich langsam. Die gestiegene Nachfrage sorgte für einen höheren Produktabsatz und höhere Raffinierlöhne.
- Aurubis rechnet mit einer weiteren Erholung der Konjunktur und damit weiter steigender Nachfrage nach Kupferprodukten und Schwefelsäure. Auch im Recyclinggeschäft rechnet die Gesellschaft mit weiterhin hohen Margen, schließt Schwankungen jedoch nicht aus. Dessen ungeachtet wird für das laufende Geschäftsjahr ein deutlich besseres operatives Ergebnis im Vergleich zum Vorjahr erwartet.
- Wir sehen die Gesellschaft gut aufgestellt und teilen den positiven Ausblick im Falle einer weiteren Verbesserung der wirtschaftlichen Lage. Für das laufende Jahr rechnen wir mit einem Umsatz von € 8,3 Mrd und einem EBIT von € 198 Mio. Wir glauben, dass Aurubis, wie vor der Wirtschaftskrise, wieder Wachstum generieren kann und profitabel bleibt.
- Für die Aktie der Aurubis AG haben wir das Kursziel auf € 39,00 angehoben. Damit notiert die Aktie 12% unter ihrem fairen Wert. Wir empfehlen die Aktie zum Kauf.

EUR m	07/08	08/09	09/10e	10/11e	11/12e
Umsatzerlöse	8,384.00	6,687.00	8,300.00	8,750.00	8,525.00
EBITDA	375.69	77.50	294.50	318.00	294.00
EBIT	283.69	-27.50	197.50	216.00	202.00
Nettoergebnis	168.79	-46.50	104.04	113.75	76.00
EPS	4.18	-1.15	2.55	2.78	1.86
BVPS	27.92	25.17	27.72	30.02	30.92
CFPS	6.39	1.44	4.94	5.30	3.89
RoE	16.50 %	-4.36 %	9.18 %	9.27 %	6.01 %
RoS	2.01 %	-0.70 %	1.25 %	1.30 %	0.89 %
Equity ratio (in %)	35.1	36.3	34.9	43.2	45.1
EBIT margin	3.38 %	-0.41 %	2.38 %	2.47 %	2.37 %

Inhaltsverzeichnis

Unternehmensprofil/Geschäftsentwicklung	3
Finanzteil	4
Bilanzen	4
Gewinn- und Verlustrechnung	5
Bewertung.....	6
DCF-Modell.....	6
WACC.....	7
Fair Value – Sensitivitäten	7
Dividend Discount Modell.....	8
Kontakt	9
Disclaimer	10

Unternehmensprofil/Geschäftsentwicklung

Der Aurubis-Konzern ist der größte Kupferproduzent Europas und zudem der weltgrößte Kupferrecycler. Die jährliche Produktionskapazität beträgt ca. 1,1 Mio. t Kupferkathoden und über 1,2 Mio. t Kupferprodukte und zählt mit seinen ca. 4.700 Mitarbeitern auch international zu den führenden Kupfererzeugern. Aurubis gehört dem Prime Standard-Segment der Deutschen Börse an und ist im MDAX gelistet. Gegründet wurde das Unternehmen bereits 1866.

Das Kerngeschäft der Gesellschaft ist die Gewinnung von Metallen aus Kupferkonzentraten, Altkupfer und Recyclingstoffen sowie die Produktion von Kupferkathoden. Daran schließt sich die Weiterverarbeitung zu Gießwalzdraht, Stranggussformaten, Walzprodukten und Kupferlegierungen an. Als weitere Spezialprodukte gewinnt und vermarktet der Aurubis-Konzern alle wichtigen Begleitelemente aus der Kupfererzeugung. Dazu gehören Edelmetalle, Schwefelsäure und Eisensilikat.

Zu den Kunden von Aurubis zählen Unternehmen der Kupferhalbzeugindustrie, der Elektro-, Elektronik- und Chemieindustrie ebenso wie Zulieferer der Bau- und Automobilbranche und Unternehmen der Kabel- und Drahtindustrie.

Rohstoffmarkt

Die Entwicklungen an den Rohstoffmärkten und insbesondere am Kupfermarkt haben einen starken Einfluss auf das Geschäft von Aurubis. Der Kupferpreis stieg von einem relativ niedrigen Level wieder auf das hohe Niveau der Vorjahre. Verantwortlich hierfür waren neben dem schwachen US-Dollar die starke Nachfrage aus Asien und hohe spekulative Investments im Rohstoffsektor. Der Konzentratmarkt war geprägt von einer schlechten Konzentratversorgung aufgrund geringer Ausnutzung der Kapazitäten in den Minen.

Die erwartete Verbesserung der allgemeinen wirtschaftlichen Lage sollte weiterhin für eine steigende Nachfrage im gesamten Rohstoffsektor sorgen. Davon wird Aurubis über steigende Absatzmöglichkeiten und höhere Preise profitieren. Die höheren Rohstoffpreise führen außerdem zu verstärkten Investitionen in Minenprojekte. Dadurch wird eine bessere Versorgung mit Kupferkonzentraten für Aurubis möglich sein. Über die bessere Verfügbarkeit von Konzentraten sowie steigende Schmelzlöhne wird die Gesellschaft von dieser Entwicklung profitieren.

Produktmarkt

Die Produktmärkte profitierten wie die Rohstoffmärkte von der allgemeinen konjunkturellen Erholung. Mit steigender Zuversicht der Marktteilnehmer konnte eine zunehmende Nachfrage verzeichnet werden. Besonders stabil war die Nachfrage in der Kabel- und Drahtindustrie. Im Bereich der Formate und Bandprodukte und ansatzweise bei den Automobilzulieferern stieg die Nachfrage wieder an.

Ausblick

Wir sind überzeugt davon, dass Aurubis auf seinen Wachstumspfad von vor der allgemeinen Wirtschaftskrise zurückkehrt. Dabei rechnen wir mit niedrigerem Wachstum, das jedoch nachhaltig sein wird. Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir mit einem Umsatz von € 83 Mrd und einem EBIT von € 198 Mio. Im darauf folgenden Jahr 2010/2011 erwarten wir einen weiter steigenden Umsatz auf € 8,8 Mrd. und ein EBIT von € 216 Mio.

In unserem DCF-Modell errechnen wir für die Aktie einen fairen Wert von € 38,81. Wir gehen davon aus, dass Aurubis seinen Umsatz sukzessive steigern kann, kalkulieren jedoch mit einer leicht sinkenden Marge. Zur Absicherung unserer Berechnung haben wir ein Dividend Discount Modell herangezogen. Aufgrund der in den letzten Jahren regelmäßig gezahlten Dividende wurden die zukünftigen Dividenden geschätzt und unter den selben Annahmen wie im DCF Verfahren diskontiert. Unser fairer Wert aus dem DCF-Modell wurde dabei bestätigt. Nach unseren Berechnungen hat die Aktie ein Aufwärtspotenzial von 11,8 %. Wir empfehlen sie daher zum Kauf.

Finanzteil

Bilanzen

Bilanzen	2006/2007			2007/2008			2008/2009			2009/2010E			2010/2011E		
	Mio. EUR	Anteil	Δ %	Mio. EUR	Anteil	Δ %	Mio. EUR	Anteil	Δ %	Mio. EUR	Anteil	Δ %	Mio. EUR	Anteil	Δ %
Aktiva															
<i>Kurzfristige Vermögenswerte</i>															
Vorräte	936	40	18	1,401	43	50	1,094	39	-22	1,144	35	5	1,213	43	6
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	335	14	-28	391	12	17	270	9	-31	332	10	23	381	13	15
Forderungen aus Ertragsteuern	4	0		11	0	175	10	0	-9	8	0	-17	10	0	17
Übrige kurzfristige Forderungen und sonstige VG	379	16	-21	302	9	-20	172	6	-43	284	9	65	253	9	-11
Wertpapiere	0	0	0	0	0	33	0	0	-17	0	0	3	0	0	4
Flüssige Mittel	20	1	203	186	6		257	9	38	275	8	7	401	14	46
Summe kurzfristige Vermögenswerte	1,674	72	-4	2,292	71	37	1,803	64	-21	2,043	63	13	2,257	80	10
<i>Langfristige Vermögenswerte</i>															
Immaterielle Vermögenswerte	28	1	1	47	1	66	42	1	-10	51	2	22	48	2	-6
Sachanlagen	365	16	10	871	27	139	874	31	0	894	28	2	882	31	-1
Als Finanzinvestition gehaltene Grundstücke...	0	0		0	0		0	0	-67	0	0	33	0	0	33
Anteile an verbundenen Unternehmen	0	0	50	0	0	-11	0	0	-4	0	0	7	0	0	-3
Sonstige Beteiligungen	216	9		1	0	-100	52	2		50	2	-4	50	2	0
Übrige Finanzanlagen	0	0	-50	2	0	400	1	0	-47	1	0	8	1	0	22
Aktive latente Steuern	1	0	-19	4	0	208	1	0	-65	2	0	60	3	0	14
Langfristige Forderungen und finanzielle VG	29	1	11	29	1	2	63	2	116	41	1	-36	44	2	10
Sonstige langfristige Vermögenswerte	7	0		3	0	-52	0	0	-100	3	0		2	0	-34
Summe langfristige Vermögenswerte	647	28	67	957	29	48	1,034	36	8	1,043	32	1	1,031	36	-1
Bilanzsumme	2,321	100	9	3,249	100	40	2,837	100	-13	3,086	100	9	3,288	100	7
<i>Eigenkapital</i>															
Gezeichnetes Kapital	95	4	0	105	3	10	105	4	0	105	3	0	105	4	0
Kapitalrücklage	102	4	-0	189	6	86	187	7	-1	187	6	0	187	7	0
Erwirtschaftetes Konzerneigenkapital	734	32	33	834	26	14	723	25	-13	827	25	14	941	33	14
Erfolgsneutrale EK-Veränderungen	-20	-1	-64	9	0		10	0	16	10	0	-4	-10	-0	
Anteile anderer Gesellschafter	3	0	-10	4	0	48	3	0	-18	3	0	1	4	0	6
Summe Eigenkapital	914	39	31	1,141	35	25	1,029	36	-10	1,133	35	10	1,227	43	8
<i>Langfristiges Fremdkapital</i>															
Pensionsrückstellungen	58.8	3	7	67	2	13	71	3	7	75	2	6	72	3	-4
Latente Ertragsteuern	143.4	6	12	221	7	54	167	6	-25	220	7	32	230	8	5
Sonstige langfristige Rückstellungen	33.5	1	5	42	1	24	40	1	-5	38	1	-3	40	1	4
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	153	7	72	523	16	242	451	16	-14	376	12	-17	354	12	-6
Übrige langfristige Verbindlichkeiten	0	0	-100	2	0		25	1		25	1	-1	17	1	-31
Summe langfristiges Fremdkapital	389	17	28	854	26	120	754	27	-12	734	23	-3	713	25	-3
<i>Kurzfristiges Fremdkapital</i>															
Sonstige kurzfristige Rückstellungen	75.4	3	86	75	2	-1	98	3	30	83	3	-15	85	3	3
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	145.8	6	55	409	13	181	165	6	-60	205	6	24	222	8	8
Verbindlichkeiten aus LuL	444.7	19	-19	444	14	-0	601	21	35	723	22	20	777	27	7
Verbindlichkeiten aus Ertragsteuern	58.5	3	87	81	3	39	24	1	-70	58	2	139	55	2	-6
Übrige kurzfristige Verbindlichkeiten	294	13	-30	244	8	-17	166	6	-32	150	5	-10	210	7	40
Summe kurzfristige Fremdkapital	1018	44	-10	1254	39	23	1054	37	-16	1219	38	16	1349	48	11
Bilanzsumme	2,321	100	9	3,249	100	40	2,837	100	-13	3,085	95	9	3,288	116	7

Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung	2004/2005			2006/2007			2007/2008			2008/2009			2009/2010E			2010/2011E		
	Mio. EUR	Anteil	Δ %	Mio. EUR	Anteil	Δ %	Mio. EUR	Anteil	Δ %	Mio. EUR	Anteil	Δ %	Mio. EUR	Anteil	Δ %	Mio. EUR	Anteil	Δ %
Umsatzerlöse	3.022	100	22	6.469	100	12	8.384	100	30	6.687	100	-20	8.300	100	24	8.750	100	5
Bestandsveränderungen	26	1	-32	119	2	8	-25	-0		-159	-2	547	30	0		-25	-0	
Andere aktivierte Eigenleistungen	3	0		4	0		11	0		7	0		10	0		7	0	
Sonstige betriebliche Erträge	24	1	-15	25	0	13	62	1	144	31	0	-50	30	0	-3	30	0	0
Materialaufwand	-2.634	-87	22	-5.923	-92	13	-7.636	-91	29	-6.065	-91	-21	-7.661	-92	26	-8.024	-92	5
Rohergebnis	441	15	14	695	11	4	796	9	15	501	7	-37	709	9	42	738	11	4
Personalaufwand	-190	-6	5	-215	-3	11	-266	-3	23	-270	-4	2	-265	-3	-2	-270	-4	2
Abschreibungen auf immaterielle VG und SA	-64	-2	-10	-58	-1	12	-92	-1	59	-105	-2	14	-97	-1	-8	-102	-2	5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-89	-3	12	-106	-2	18	-154	-2	45	-154	-2	-0	-150	-2	-2	-150	-2	0
Betriebsergebnis	99	3	70	315	5	-5	284	3	-10	-28	-0		197	2		216	3	9
Beteiligungsergebnis	0	0		1	0		1	0	10	1	0	-9	1	0	10	1	0	-9
Zinserträge	5	0	50	8	0		15	0		15	0		14	0		15	0	
Zinsaufwendungen	-14	-0	-7	-17	-0	27	-57	-1	229	-53	-1	-7	-55	-1	4	-62	-1	13
Ergebnis vor Steuern	89	3	94	307	5	-5	243	3	-21	-65	-1		157	2		170	3	8
Ertragssteuern	-29	-1	45	-83	-1	-37	-72	-1		19	0		-51	-1		-55	-1	8
Ergebnis aus fortgeführtem Geschäft	60	2	132	224	3	16	171	2	-24	-46	-1		106	1		115	2	8
Anteile anderer Gesellschafter	-1	-0	0	-2	-0	100	-2	-0	0	-1	-0	-50	-2	-0	100	-1	-0	-50
Jahresüberschuss-/fehlbetrag	59	2	137	222	3	16	169	2	-24	-47	-1		104	1		114	2	9
<i>Ergebnis je Aktie (unvenüßsert)</i>	<i>1.77</i>	<i>133</i>		<i>5.98</i>	<i>13</i>		<i>4.18</i>	<i>-30</i>		<i>-1.15</i>			<i>2.55</i>			<i>2.78</i>	<i>9</i>	
<i>reported</i>																		
<i>Ergebnis je Aktie (venüßsert)</i>	<i>1.76</i>	<i>138</i>		<i>5.98</i>	<i>13</i>		<i>4.18</i>	<i>-30</i>		<i>-1.15</i>			<i>2.55</i>			<i>2.78</i>	<i>9</i>	
<i>reported</i>																		

Bewertung

DCF-Modell

Für die Ermittlung des Fair Values wurde ein dreistufiges Discounted Cashflow Modell sowie ein Dividend Discount Modell herangezogen. Als Datenbasis für die Bewertungen wurden die Konzernabschlüsse der Aurubis AG verwendet.

Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Als Bewertungsstichtag wurde der 01.02.2010 gewählt. Soweit nicht betriebsnotwendiges Vermögen vorhanden war, wurde dessen Wert gesondert ermittelt und dem Barwert der Ausschüttungen zugerechnet.

Daran anknüpfend folgt die Residualwertphase, bei der wir mit einer Wachstumsrate von 3 Prozent p.a. kalkulieren.

/ Discounted Cash Flow-Modell (Basis 2/2010)						
(Mio. EUR)	2009/10E	2010/11e	Phase 1			
			2011/12e	2012/13e	2013/14e	2014/15e
Umsatz	8,300.000	8,750.000	8,525.000	8,951.250	9,398.813	9,868.753
Veränderungsrate	-	5%	-3%	5%	5%	5%
EBIT	197.500	216.000	202.000	206.040	210.161	214.364
Veränderungsrate	-	9%	-6%	2%	2%	2%
Marge	2,4%	2,5%	2,4%	2,3%	2,2%	2,2%
Zins-/Beteiligungsergebnis	-40.400	-46.000	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000
EBT ex. Zinsergebnis	157.100	170.000	152.000	156.040	160.161	164.364
operativer Steueraufwand	-51.057	-55.250	-51.057	-51.510	-52.540	-53.591
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	32,5%	32,5%	33,6%	33,0%	32,8%	32,6%
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	97.000	102.000	92.000	96.600	101.430	96.000
Abschreibungsquote (% Umsatz)	12%	12%	11%	11%	11%	10%
Veränderung langf. Rückstellungen	4.000	-3.000	0.000	5.000	3.000	4.000
Anteil Umsatz	0,0%	0,0%	-	0,1%	0,0%	0,0%
CF-Geschäftsbedarf (Veränderung WC)	-66.500	-58.000	-64.000	-62.833	-61.611	-62.815
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	-0,8%	-0,7%	-0,8%	-0,7%	-0,7%	-0,8%
Investitionen	-134.000	-151.000	-120.000	-95.000	-125.000	-102.000
Investitionsquote (% Umsatz)	-1,6%	-1,7%	-1,4%	-1,1%	-1,3%	-1,0%
Sonstige Anpassungen	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Free Cash-Flow	6.542	4.750	8.943	48.297	25.439	45.958

WACC

Der Diskontierungssatz wurde mit Hilfe der gewichteten Kapitalkosten ermittelt. Wir gehen davon aus, dass sich die Kapitalstruktur in den kommenden Geschäftsjahren nicht wesentlich verändern wird.

Wachstumsprämissen

Langfristiges Wachstum / Inflationsrate	3.0%
Angleichungsphase (ab 2016)	5 Jahre
Anfangswachstum des Umsatzes	1.0%
Margenentwicklung (p.a.)	+1 BP

Eigenkapitalkosten

Langfristiger risikoloser Zinssatz	4.9%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	5.0%
Beta des Unternehmens (Näherung)	0.79
Eigenkapitalkostensatz	8.9%

Fremdkapitalkosten

Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	7.0%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	30.0%
Fremdkapitalkostensatz (nach St.)	4.9%

Wert des Eigenkapitals	1,029
Verschuldung	1,808
Gearing (zu Marktwerten)	175.7%
WACC	6.3%

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30jähriger Bundesanleihen. Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematischen Risiken (Marktrisikoprämie) ab. Der von uns verwendete Betawert zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos orientiert sich an der Wertentwicklung des Referenzindex MDAX.

Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 38,81. Er ist damit um 11,8 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 34,72). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes

Sensitivitätsanalyse

(Mio. EUR)	Diskontierungszinssatz				
$\beta = 0.79$	5.3%	5.8%	6.3%	6.8%	7.3%
Wachstum 2.0%	44.98	37.32	31.44	26.81	23.06
2.5%	51.47	41.79	34.65	29.17	24.85
3.0%	60.75	47.83	38.81	32.16	27.06
3.5%	75.08	56.47	44.44	36.04	29.84
4.0%	100.17	69.82	52.49	41.29	33.46

Sensitivitätsanalyse

(EUR)	Diskontierungszinssatz				
$\beta = 0.79$	5.3%	5.8%	6.3%	6.8%	7.3%
Wachstum 2.0%	1,838	1,525	1,285	1,096	942
2.5%	2,104	1,708	1,416	1,192	1,016
3.0%	2,483	1,955	1,586	1,314	1,106
3.5%	3,069	2,308	1,816	1,473	1,220
4.0%	4,094	2,853	2,145	1,687	1,367

Dividend Discount Modell

In einem weiteren Schritt haben wir zur Bewertung der Aurubis AG die Ausschüttungspolitik der Gesellschaft unter die Lupe genommen. Erfreulicherweise konnten in den letzten Jahren an die Anteilseigner Dividenden ausgeschüttet werden, sodass sich der Total Return mittlerweile aus Dividenden und Kursänderungen zusammensetzt. Die Dividende belief sich für das Geschäftsjahr 2008/2009 auf 0,65 Euro je Aktie.

Dividend Discount Modell								
Angaben in Euro		2009/2010E	2010/2011E	2011/2012E	2012/2013E	2013/2014E	2014/2015E	Terminal Value
Ergebnis je Aktie		2.55	2.78	2.86	2.95	3.04	3.13	3.15
Dividende		1.00	1.20	1.20	1.20	1.30	1.30	1.40
Ausschüttungsquote		39.28 %	43.17 %	41.91 %	40.69 %	42.79 %	41.55 %	44.44 %
Eigenkapital		1,133	1,227	1,288	1,352	1,420	1,491	1,566
Return on Equity		9.18 %	8.42 %	8.26 %	8.10 %	7.95 %	7.80 %	8.19 %
Veränderungen zum Vorjahr in Prozent			-8.34 %	-1.90 %	-1.90 %	-1.90 %	-1.90 %	5.04 %
Diskontierungszinssatz	6.33 %							
Multiplikatoren		0.940	0.884	0.832	0.782	0.736	0.692	
Dividende		1.00	1.20	1.20	1.20	1.30	1.30	
Barwert der Dividende		0.94	1.06	1.00	0.94	0.96	0.90	
Σ Barwert der Dividenden im Detailplanungszeitraum	5.79							
Σ Barwert Dividenden im Terminal Value	32.96	Wachstumsrate der Dividende im TV: 2.00 %						
Equity Value	38.75							

Unser Dividend Discount Modell baut dabei hinsichtlich des Kapitalisierungszinssatzes auf den Annahmen des DCF-Modells auf. Die erwarteten Dividenden bilden den Ausgangspunkt der Bewertung und werden aus dem Wachstum der Jahresergebnisse, dem Return on Equity und der Ausschüttungsquote ermittelt. Dabei haben wir einen Anstieg von zur Zeit 1,00 Euro auf 1,40 Euro Dividende je Aktie im Terminal Value ab dem Geschäftsjahr 2015/2016E unterstellt. Im Terminal Value führen wir das Dividendenwachstum mit 2 Prozent p.a. fort. Der Equity Value in Höhe von 38,75 Euro setzt sich zusammen aus dem Barwert der Dividenden im Detailplanungszeitraum der Geschäftsjahre 2009/2010E bis 2014/2015E (5,79 Euro) sowie den Barwert der Dividenden im Terminal Value (32,96 Euro). Daraus errechnet sich ein fairer Wert je Aktie in Höhe von 38,75 bzw. ein Aufwärtspotenzial von rund 11,6 Prozent.

Kontakt

Aurubis AG
Hovestrass 50

20539 Hamburg

Marcus Kartenbeck

Tel: 040 / 78 83 31 78

Fax: 040 / 78 83 31 30

Mail: m.kartenbeck@aurubis.com

DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH		Unterlindau 22 60323 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, PHD of 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.
Wolfgang Neuner E-Mail: wn@kalliwoda.com	MBA (Candidate 2009 Uni. Iowa (US)) and Dipl.-Kfm. (Major Finance and Monetary Economics 2009).	<u>Sectors:</u> Banks, Financial Services, Real Estates - REITS.
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 Andreas Schick – Freiherr von Flotow E-Mail: ks@kalliwoda.com	Dipl.-Kaufmann, (University Frankfurt).	<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.	<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:

DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of

Bloomberg

Thomson Reuters

vwd group

JCF Factset

Analyst of this research: Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA



Disclaimer

KAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 20 % aufweisen	BUY
AKKUMULIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 10% und 20% aufweisen	ACCUMULATE
HALTEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 10% und - 10% aufweisen	HOLD
REDUZIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen -10% und - 20% aufweisen	REDUCE
VERKAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 20 % 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.