

Catalis

Reuters: AECO.DE

Bloomberg: XAE:GR

Ernte einfahren

Catalis hat Q1-Zahlen veröffentlicht, die unsere Ertrags Erwartungen übertroffen haben. Damit sollte Catalis auf dem besten Weg sein, die optimistische Guidance zu erreichen. Wir bestätigen unser Buy-Rating und unser aus einem dreistufigen standardisierten DCF-Modell abgeleitetes Kursziel von EUR 0,21 je Aktie.

Q1 im Überblick

Gestern hat Catalis seinen Q1-Bericht veröffentlicht. Die Ertragszahlen lagen über unseren Erwartungen. So erzielte Catalis in den ersten drei Monaten 2013 Umsätze in Höhe von EUR 7,0 Mio. (+1,7 YoY). Das EBIT konnte mit knapp EUR 0,6 Mio. nach EUR 0,1 Mio. mehr als verfünffacht werden. Beim Nachsteuerergebnis wurde mit EUR 0,3 Mio. nach einem Verlust von EUR -0,1 Mio. im Vorjahr die Rückkehr in die Gewinnzone erreicht.

Q1/2012		Act.	Erw.	Δ
Umsatz	KEUR	7.022	7.910	-11,2%
Testronic	KEUR	4.663	4.233	10,2%
Kuju	KEUR	2.246	3.677	-38,9%
DDP	KEUR	113	0	n/a
EBIT	KEUR	550	486	13,2%
Testronic	KEUR	541	294	84,3%
Kuju	KEUR	335	513	-34,8%
DDP	KEUR	42	0	n/a
Corporate	KEUR	-368	-321	14,5%
Nettoergebnis	KEUR	299	284	5,4%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Q1 nach Segmenten

Im Segment **Testronic** erzielte Catalis Umsätze in Höhe von EUR 4,7 Mio. (nach EUR 3,6 Mio. in Q1/12, +28,9% YoY). Testronic, das ursprüngliche Kerngeschäft von Catalis, bietet Dienstleistungen zum Testen und zur Qualitätssicherung für alle multimedialen Inhalte an, insbesondere für Filme, Videospiele, Musik, Web-Seiten oder (interaktive) Software, auf allen medialen Abspielstationen wie CD-, DVD- und Blu-ray-Playern, TV-Geräten, PCs und allen Spiele-Konsolen. Mit diesem Geschäftsmodell profitiert Testronic von der zunehmenden Nutzung des Internets als TV-Abspielstation, von der zunehmenden Vielfalt an Standards und Lösungen, für die grundsätzliche Interoperabilität gewährleistet werden muss, sowie von einer größeren Verbreitung von Mobile und Social Games.

Anders die Situation bei **Kuju**: Hier gingen im Q1/13 die Erlöse auf EUR 2,2 Mio. von EUR 3,1 Mio. im Vorjahreszeitraum (-26,7% YoY) zurück. Dass das operative Ergebnis stabil gehalten werden konnte, zeigt, dass Kuju aufgrund deutlich geringerer Fixkosten (Schließung Vatra) heute ein ungleich günstigeres operatives Leverage aufweist und von einem Anspringen des Spielmarktes, etwa im Zuge der neuen Konsolengeneration, profitieren könnte.

Das aufgegebene Segment **DDP** blieb mit EUR 0,1 Mio. nach EUR 0,2 Mio. im Vorjahresquartal unbedeutend.

Rating: Buy Risiko: Hoch

Kurs: EUR 0,12

Kursziel: EUR 0,21 (bislange EUR 0,21)

WKN/ISIN: 927093/NL0000233625

Indizes: -

Transparenzlevel: General Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 62,4 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 7,5 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 300.000

Veröffentlichung H1/2013: Ende August 2013

EUR Mio. (31/12)	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	26,4	27,8	31,5	34,4
EBITDA	-1,1	1,6	2,6	2,9
EBIT	-3,5	1,0	2,0	2,3
EBT	-3,8	0,8	1,8	2,2
EAT	-7,4	0,9	1,8	1,9

% vom Umsatz	2011	2012e	2013e	2014e
EBITDA	-4,1%	5,6%	8,3%	8,4%
EBIT	-13,4%	3,6%	6,5%	6,6%
EBT	-14,4%	3,0%	5,8%	6,3%
EAT	-28,1%	3,3%	5,7%	5,6%

EUR (je Aktie)	2011	2012e	2013e	2014e
EPS	-0,17	0,01	0,03	0,03
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,17	0,14	0,17	0,20
Cashflow	-0,05	0,00	0,04	0,05

%	2011	2012e	2013e	2014e
EK-Quote	29,3%	33,2%	39,3%	48,0%
Gearing	2,6%	2,2%	69,0%	41,7%

x	2011	2012e	2013e	2014e
KGV	n/a	5,4	4,2	3,9
EV/Umsatz	0,72	0,53	0,48	0,35
EV/EBIT	n/a	14,7	7,4	5,4
KBV	1,3	0,6	0,7	0,6

EUR Mio.	2013e	2014e
Guidance: Umsatz	29-32	-
Guidance: EBIT	1,8-2,2	-



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Susanne Hasler, CFA

+ 49 (89) 74 44 35 58 / +49 (176) 24 60 52 66

susanne.hasler@sphene-capital.de

Peter Thilo Hasler, CEFA

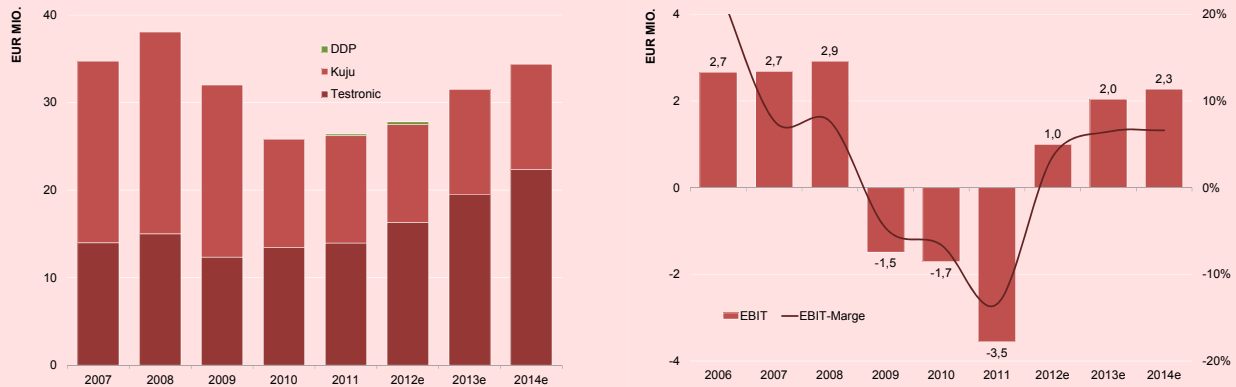
+ 49 (89) 74 44 35 58 / +49 (176) 62 11 87 36

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Guidance 2013e

Die Guidance für das Geschäftsjahr 2013 wurde bestätigt. Danach erwartet das Management einen Konzernumsatz zwischen EUR 29,0 Mio. und EUR 32,0 Mio. (2012e: EUR 27,5 Mio.) und ein operatives Ergebnis zwischen EUR 1,8 Mio. und EUR 2,2 Mio. (2012e: EUR 1,0 Mio.). Angabegemäß werden beide Geschäftseinheiten zu dieser Entwicklung beitragen.

ABBILDUNG 1: UMSATZ NACH SEGMENTEN (LS), EBIT UND EBIT-MARGE (RS)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bestätigung unserer Prognosen 2013e und 2014e

Für 2013e rechnen wir mit Erlösen in Höhe von EUR 31,5 Mio. und einem EBIT von EUR 2,0 Mio. (EBIT-Marge 6,5%). Bezogen auf 62,4 Mio. Aktien entspricht dies einem unverwässerten EPS von EUR 0,029. Für 2014e rechnen wir mit Erlösen von EUR 34,4 Mio., einem EBIT von EUR 2,3 Mio. und einem verwässerten Ergebnis je Aktie von EUR 0,031.

Unser Kursziel von EUR 0,21 (unverändert) je Aktie ist das Ergebnis eines dreistufigen standardisierten DCF-Modells („Base Case“). Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 0,12 je Aktie ergibt sich auf Sicht von zwölf Monaten ein Kurspotenzial von 75,0%. Wir bestätigen daher unser Buy-Rating.

Bestätigung des Kursziels von EUR 0,21 und unseres Buy-Ratings

Das Geschäftsmodell von Catalis ist sehr personalintensiv, Fremd- und Materialkosten spielen demgegenüber nur eine untergeordnete Rolle. Damit ist ein langfristig angelegtes standardisiertes dreiphasiges DCF-Modell das geeignete Bewertungsverfahren für Catalis. Hierfür spricht auch, dass durch die Kostensenkungen und Dekonsolidierungen die Grundlagen für das Wiedererreichen des operativen Break-even gelegt wurden und wir zudem davon ausgehen, dass es dem Catalis-Management im oligopolistisch geprägten Markt für Spiele-Testen und -Entwickeln gelingen wird, die operative Ertragslage auch über den Beobachtungszeitraum 2013e und 2014e weiter zu steigern.

Basisannahmen für das DCF-Modell

Die unserem DCF-Modell zugrunde liegenden Annahmen sind, dass

- ✦ Catalis in den kommenden beiden Jahren durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Umsätze von 11,2% aufweisen wird;
- ✦ die Umsätze in der Grobplanungsphase 2015e-2023e ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 3,7% erreichen werden;
- ✦ sich die wichtigen Performance-Kennzahlen während der Grobplanungsphase, also von 2015e bis 2023e, einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden;
- ✦ sich die EBIT-Margen in der Grobplanungsphase auf bis zu 10,0% sukzessive erhöhen und diesen Wert im anschließenden Terminal Value beibehalten werden;

Bis 2014e liegen dem Modell unsere detaillierten GuV- und Bilanzplanungen zugrunde. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2023e endet.

- ✦ sich der Grenzsteuersatz aufgrund der hohen steuerlichen Verlustvorträge bis einschließlich 2015e auf einem nur von Mindeststeuern hervorgerufenen Niveau bewegen und danach auf ein durchschnittliches Niveau von 30,0% ansteigen wird;
- ✦ die durchschnittlichen Wachstumsraten der FCF im Terminal Value bei 1,4% liegen, was dem aktuellen risikolosen Zinssatz einer zehnjährigen Bundesanleihe entspricht;
- ✦ Catalis ein Fundamental-beta von 1,9 aufweist. In diesen Wert gehen Risiken aus der Finanzstruktur mit 0,3 Punkten, Risiken aus der Wettbewerbsintensität und der Unternehmensprognose mit jeweils 0,2 Punkten und Risiken aus dem Diversifizierungsgrad und des Geschäftsmodells mit jeweils 0,1 Punkten ein.
- ✦ Catalis einen im Zeitablauf stetig steigenden Kapitalumschlag aufweist, was sich in steigenden Reinvestitionen (Capex, Working Capital und M&A) niederschlagen wird;
- ✦ Catalis ein langfristiges Rating von BB aufweist, was im Terminal Value mit einer jährlichen Insolvenzwahrscheinlichkeit von etwa 1,0% verbunden ist;
- ✦ dass sich die aktuellen WACC aus dem risikolosen Zins von derzeit 1,4% – ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen und einer implizit ermittelten Risikoprämie für den Gesamtmarkt von aktuell 5,1% – zusammensetzen. Auf dem aktuellen Niveau lassen sich nur grobe Annahmen über die wahrscheinlichen Risikoprämien für das Fremdkapital treffen; wir haben unsere Risikoprämie für das Fremdkapital nach der erfolgreichen Neuverhandlung der Bankdarlehen auf 12% reduziert. Schließlich rechnen wir damit, dass Catalis eine Zielkapitalstruktur von ~75%/25% anstrebt. Damit ergeben sich WACC in Höhe von aktuell 10,6%.
- ✦ dass Catalis im Terminal Value Kapitalkosten haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden. Demzufolge unterstellen wir bis zum Terminal Value einen sukzessiven Rückgang der WACC von derzeit 10,6% auf dann 9,4%.

Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 0,21 je Aktie

Dabei werden etwa 50,3% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 49,7% aus den in der Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 0,21 je Aktie

TABELLE 1: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL

X	Bewertung zu aktuell EUR 0,12		Bewertung zu PT EUR 0,21	
	2013e	2014e	2013e	2014e
KGV	4,2x	3,9x	7,3x	6,8x
EV/Umsatz	0,48x	0,35x	0,61x	0,45x
EV/EBIT	7,4x	5,4x	9,4x	6,8x

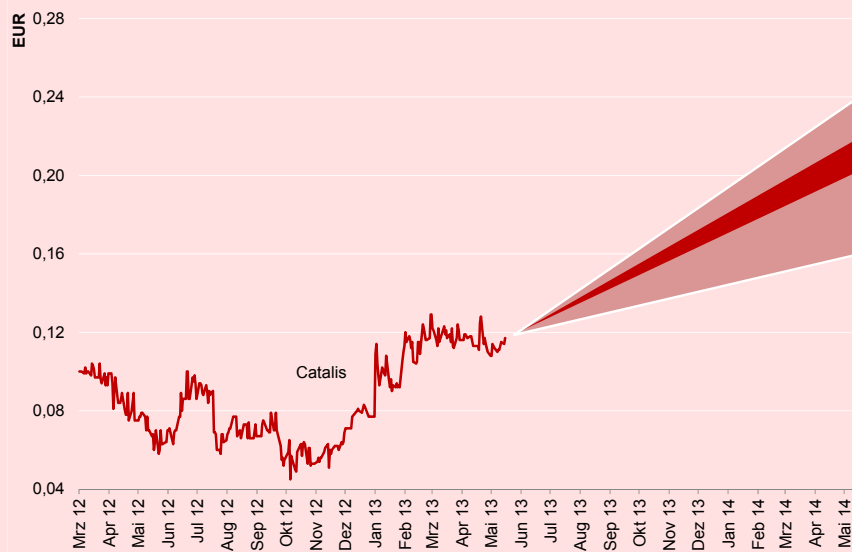
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

In einem Stresstest betrachten wir folgende Szenarien:

Szenario-Analyse

- ✦ **Bear Case-Szenario:** In einem Bear Case-Szenario adjustieren wir die Terminal Value-EBIT-Marge von 10,0% um 300 Basispunkte auf 7,0% und erhöhen den risikolosen Zinssatz während des Terminal Value auf 2,5% von aktuell 1,6%. Damit würden wir unter anderem unterstellen, dass die Intensivierung der Test-Aktivitäten im E-Books- und Spieletesten nicht die erwarteten Erfolge einführt und die Ausschöpfung von Synergieeffekten nicht die erwarteten Verbesserungen der Margen zur Folge hat. In diesem Szenario würde der Unternehmenswert von Catalis bis auf EUR 0,15 je Aktie zurückgehen.

ABBILDUNG 2: KURSENTWICKLUNG UND -PROGNOSE



Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 0,21 je Aktie. In unserem Bear Case-Szenario haben wir Rückschläge im Einstieg in neue Geschäftsmodelle (E-Books- oder Spieletesten) zum Beispiel in einem „Double Dip“ Umfeld unterstellt. In unserem Bull Case-Szenario gelingt die Neupositionierung noch stärker und noch schneller.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

✦ **Bull Case-Szenario:** Ein Bull Case-Szenario würde sich im Fall einer noch schnelleren und intensiveren Umsetzung des Einstiegs in neue Geschäftsmodelle abzeichnen. Katalysatoren einer solchen Entwicklung könnten weitere vertriebliche Erfolge beispielsweise im Spieletesten sein. Der Vertrag mit einem führenden Social Games-Publisher könnte ein erstes Indiz dafür sein, dass sich dieses Szenario realisieren lässt. Wir haben in unserem Bull Case-Szenario eine Verbesserung der operativen Marge im Terminal Value auf 13,0% unterstellt. In diesem Fall würden wir unser Kursziel um EUR 0,03 auf EUR 0,24 je Aktie anheben.

Katalysatoren für die Kursentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von Catalis in den kommenden Monaten sehen wir (1) den Launch der neuen Konsolengeneration, (2) die Gewinnung weiterer Aufträge im Bereich Casual Games Testing sowie mittelfristig (3) weitere Zuwächse der Profitabilität durch Hebung von Synergieeffekten.

Katalysatoren zur Erreichung des ermittelten Kurszieles

Risiken

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir insbesondere die Risiken, dass (1) die Wettbewerbsintensität unter den Third Party-Entwicklern intensiv ist, und (2) auch die internen Entwicklungsabteilungen von Spieleentwicklern, den Kunden von Kuju, für Kuju eine potenzielle Bedrohung bezüglich der Rekrutierung qualifizierten Entwicklungspersonals darstellen.

Risiken

Unternehmensprofil

Catalis besteht aus zwei Kerngeschäftsfeldern: (1) Testronic ist ein weltweit führender Outsourcing-Anbieter von Dienstleistungen zur Qualitätssicherung für die Videospiele-, Home Entertainment-, Soft- und Hardwareindustrie. Das Dienstleistungsspektrum umfasst Funktionalitäts-, Kompatibilitäts-, Sicherheits-, Lokalisierungs- und Usability-Tests sowie Gerätezertifizierungen, die entweder von einem der fünf Standorte der Gesellschaft oder vor Ort beim Kunden angeboten werden. (2) Mit zwei Studios in Großbritannien ist Kuju einer der führenden unabhängigen Spieleentwickler in Europa. Kuju entwickelt und vermarktet die Spiele nicht unter eigenem Namen, sondern ist ausschließlich als „verlängerte Werkbank“ im Auftrag großer Spieleentwickler aktiv (sog. „Work-for-Hire“).

Fokus auf Qualitätssicherung und Videospielementwicklung

Gewinn- und Verlustrechnung

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatzerlöse	kEUR	11.464	34.727	38.063	32.005	25.793	26.415	27.805	31.510	34.391
YoY	%	n/a	202,9%	9,6%	-15,9%	-19,4%	2,4%	5,3%	13,3%	9,1%
Fremd- und Materialkosten	kEUR	-1.845	-5.262	-3.635	-4.398	-3.758	-4.585	-4.394	-4.428	-4.739
in % der Umsätze	%	-16,1%	-15,2%	-9,5%	-13,7%	-14,6%	-17,4%	-15,8%	-14,1%	-13,8%
Aufwand für Personal	kEUR	-5.042	-20.497	-22.565	-20.054	-15.563	-16.089	-12.333	-13.196	-13.856
in % der Umsätze	%	-44,0%	-59,0%	-59,3%	-62,7%	-60,3%	-60,9%	-44,4%	-41,9%	-40,3%
Verwaltungsaufwendungen	kEUR	-1.700	-5.251	-7.665	-7.345	-6.813	-6.836	-9.521	-11.274	-12.900
in % der Umsätze	%	-14,8%	-15,1%	-20,1%	-22,9%	-26,4%	-25,9%	-34,2%	-35,8%	-37,5%
EBITDA	kEUR	2.877	3.717	4.198	208	-341	-1.095	1.557	2.613	2.895
EBITDA Marge	%	25,1%	10,7%	11,0%	0,6%	-1,3%	-4,1%	5,6%	8,3%	8,4%
YoY	%	n/a	29,2%	12,9%	-95,0%	n/a	221,1%	n/a	67,8%	10,8%
Abschreibungen	kEUR	-216	-1.041	-1.282	-1.698	-1.363	-2.453	-556	-577	-619
Auf Sachanlagen	kEUR	-209	-915	-1.176	-1.395	-1.203	-847	-556	-577	-619
Amortisation	kEUR	-7	-126	-106	-84	-66	-484	0	0	0
Goodwill Impairment	kEUR	0	0	0	-219	-94	-1.122	0	0	0
EBIT	kEUR	2.661	2.676	2.916	-1.490	-1.704	-3.548	1.001	2.036	2.276
EBIT Marge	%	23,2%	7,7%	7,7%	-4,7%	-6,6%	-13,4%	3,6%	6,5%	6,6%
YoY	%	n/a	0,6%	9,0%	-151,1%	14,4%	108,2%	-128,2%	103,4%	11,8%
Finanzergebnis	kEUR	-442,00	-1011,00	-849,00	-481,00	-878,00	-243,00	-158,00	-208,68	-113,00
davon sonstige Zinserträge	kEUR	-231,00	-764,00	211,00	133,00	8,00	5,00	-32,00	-79,35	27,00
davon Zinsaufwendungen	kEUR	-211,00	0,00	-543,00	-312,00	-420,00	-484,00	-645,00	-680,70	-140,00
in % vom Nettovermögen	kEUR	-2,0%	0,0%	-6,6%	-4,2%	-5,4%	-4,7%	-5,5%	-8,5%	-2,9%
Währungsdifferenzen	kEUR	0,00	-247,00	-517,00	-302,00	-466,00	236,00	519,00	551,37	0,00
EBT	kEUR	2.219	1.665	2.067	-1.971	-2.582	-3.791	843	1.827	2.163
EBT-Marge	%	19,4%	4,8%	5,4%	-6,2%	-10,0%	-14,4%	3,0%	5,8%	6,3%
Steuern	kEUR	-18	165	51	1.692	211	-3.637	77	-40	-240
Steuerquote	%	-0,8%	9,9%	2,5%	-85,8%	-8,2%	95,9%	9,1%	-2,2%	-11,1%
Nettoergebnis vor Minderheiten	kEUR	2.201	1.830	2.118	-279	-2.371	-7.428	920	1.787	1.923
Anteile Dritter	kEUR	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoerg. nach Drittanteilen	kEUR	2.201	1.830	2.118	-279	-2.371	-7.428	920	1.787	1.923
Nettomarge	%	19,2%	5,3%	5,6%	-0,9%	-9,2%	-28,1%	3,3%	5,7%	5,6%
YoY	%	n/a	-16,9%	15,7%	-113,2%	749,8%	213,3%	-112,4%	94,2%	7,6%
Anzahl der Aktien	1.000	22.959	26.890	26.890	36.328	37.879	43.047	62.424	62.423	62.423
Anzahl Aktien verwässert	1.000	27.323	29.630	28.643	36.650	37.879	43.047	62.424	77.923	77.923
EPS	EUR	0,10	0,07	0,08	-0,01	-0,06	-0,17	0,01	0,03	0,03
EPS verwässert	EUR	0,08	0,06	0,07	-0,01	-0,06	-0,17	0,01	0,02	0,02

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale)

		Q1/2013	Q2/2013e	H1/2013e	Q3/2013e	9M/2013e	Q4/2013e	2013e
Umsatzerlöse	kEUR	7.022	7.622	14.644	8.595	23.239	8.271	31.510
YoY	%	1,7%	15,0%	8,2%	18,1%	11,7%	18,2%	13,3%
Fremd- und Materialkosten	kEUR	-333	-858	-1.191	-625	-1.816	-2.611	-4.428
in % der Umsätze	%	-4,7%	-11,3%	-8,1%	-7,3%	-7,8%	-31,6%	-14,1%
Aufwand für Personal	kEUR	-4.337	-4.419	-8.756	-977	-9.733	-3.463	-13.196
in % der Umsätze	%	-61,8%	-58,0%	-59,8%	-11,4%	-41,9%	-41,9%	-41,9%
Verwaltungsaufwendungen	kEUR	-1.633	-1.882	-3.515	-6.439	-9.954	-1.320	-11.274
in % der Umsätze	%	-23,3%	-24,7%	-24,0%	-74,9%	-42,8%	-16,0%	-35,8%
EBITDA	kEUR	719	464	1.183	554	1.737	876	2.613
EBITDA Marge	%	10,2%	6,1%	8,1%	6,4%	7,5%	10,6%	8,3%
YoY	%	76,2%	96,6%	83,7%	17,6%	55,8%	98,2%	67,8%
Abschreibungen	kEUR	-169	-157	-326	-123	-448	-129	-577
Auf Sachanlagen	kEUR	-169	-157	-326	-123	-448	-129	-577
Amortisation	kEUR	0	0	0	0	0	0	0
Goodwill Impairment	kEUR	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	kEUR	550	307	857	431	1.289	747	2.036
EBIT Marge	%	7,8%	4,0%	5,9%	5,0%	5,5%	9,0%	6,5%
YoY	%	461,2%	182,0%	314,2%	-9,6%	88,4%	135,7%	103,4%
Finanzergebnis	kEUR	-241,00	220,18	-20,82	-115,14	-135,96	-72,72	-208,68
davon sonstige Zinserträge	kEUR	-44,00	0,00	-44,00	-38,38	-82,38	3,03	-79,35
davon Zinsaufwendungen	kEUR	-105,00	-119,18	-224,18	-380,77	-604,95	-75,75	-680,70
in % vom Nettovermögen	kEUR	-4,6%	-5,2%	-4,9%	-16,9%	-8,9%	-3,8%	-8,5%
Währungsdifferenzen	kEUR	-92,00	339,36	247,36	304,01	551,37	0,00	551,37
EBT	kEUR	309	528	837	316	1.153	675	1.827
EBT-Marge	%	4,4%	6,9%	5,7%	3,7%	5,0%	8,2%	5,8%
Steuern	kEUR	-10	-10	-20	-10	-30	-10	-40
Steuerquote	%	-3,2%	-1,9%	-2,4%	-3,2%	-2,6%	-1,5%	-2,2%
Nettoergebnis vor Minderheiten	kEUR	299	518	817	306	1.123	665	1.787
Anteile Dritter	kEUR	0	0	0	0	0	0	0
Nettoergebnis nach Drittanteilen	kEUR	299	518	817	306	1.123	665	1.787
Nettomarge	%	4,3%	6,8%	5,6%	3,6%	4,8%	8,0%	5,7%
YoY	%	n/a	104,6%	377,5%	-40,5%	63,9%	182,7%	94,2%
Anzahl der Aktien	1.000	62.423	62.423	62.423	62.423	62.423	62.423	62.423
Anzahl Aktien verwässert	1.000	77.923	77.923	77.923	77.923	77.923	77.923	77.923
EPS	EUR	0,00	0,01	0,01	0,00	0,02	0,01	0,03
EPS verwässert	EUR	0,00	0,01	0,01	0,00	0,01	0,01	0,02

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Langfristige Vermögenswerte	kEUR	10.081	18.586	17.694	19.148	20.351	17.312	17.227	17.114	16.524
Geschäfts- und Firmenwerte	kEUR	6.899	14.950	13.237	13.461	14.105	14.331	14.331	14.331	14.331
Sonstiges immaterielles Vermögen	kEUR	62	364	197	129	906	997	943	943	943
Sachanlagen	kEUR	966	1.861	2.546	2.246	1.598	1.794	1.763	1.650	1.060
Beteiligungen	kEUR	866	0	0	0	0	0	0	0	0
Latente Steuererstattungsansprüche	kEUR	1.288	1.411	1.714	3.312	3.742	190	190	190	190
Kurzfristige Vermögenswerte	kEUR	13.424	10.567	9.841	8.567	6.874	8.073	9.181	9.867	10.076
Forderungen L+L	kEUR	3.584	4.584	5.489	2.817	3.605	4.035	4.300	4.922	5.425
Vorräte	kEUR	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Steuern und Sozialversicherungen	kEUR	151	124	119	569	77	222	35	20	0
Sonstige Vermögensgegenstände	kEUR	1.028	3.128	3.046	3.797	2.049	2.929	2.900	2.987	3.077
Ertragssteuern	kEUR	115	9	61	284	178	87	0	0	0
Zahlungsmittel	kEUR	8.546	2.722	1.126	1.100	965	800	1.946	1.939	1.574
Gesamt Aktiva	kEUR	23.505	29.153	27.535	27.715	27.225	25.385	26.408	26.981	26.600
Eigenkapital	kEUR	9.310	12.856	12.484	14.113	12.406	7.439	8.769	10.601	12.764
Gezeichnetes Kapital	kEUR	2.296	2.689	2.689	3.788	3.788	5.887	6.242	6.242	6.242
Kapitalrücklagen	kEUR	15.747	18.540	18.540	18.808	18.808	19.384	19.384	19.384	19.384
Aktienbasierte Vergütung	kEUR	37	731	779	366	379	406	434	465	497
Gewinnrücklagen	kEUR	-8.623	-7.314	-5.162	-5.003	-7.374	-14.802	-13.882	-12.095	-10.172
Währungsunterschiede	kEUR	-147	-1.790	-4.362	-3.846	-3.195	-3.436	-3.410	-3.395	-3.188
Langfristige Schulden	kEUR	10.838	8.233	6.629	187	102	190	191	7.317	5.324
Finanzschulden	kEUR	10.598	8.180	6.420	0	0	0	0	7.100	5.100
Finance Lease Verbindlichkeiten	kEUR	0	0	145	91	0	0	0	0	0
Latente Steuerschulden	kEUR	240	53	64	96	102	190	191	217	224
Kurzfristige Schulden	kEUR	3.357	8.064	8.422	13.415	14.717	17.756	17.449	9.063	8.512
Finanzschulden	kEUR	0	0	880	6.420	5.540	8.625	9.100	0	0
Überziehungskredit	kEUR	0	8	948	1.084	2.281	1.722	2.538	2.414	1.184
Finance Lease Verbindlichkeiten	kEUR	0	0	106	186	113	0	0	0	0
Verbindlichkeiten L+L	kEUR	2.855	5.073	3.738	3.779	5.967	5.465	5.753	6.584	7.258
Steuern und Sozialversicherungen	kEUR	150	1.321	2.455	595	732	1.295	0	0	0
Steuerschulden	kEUR	274	10	207	109	84	53	58	64	71
Rückstellungen	kEUR	78	1.652	88	1.242	0	596	0	0	0
Gesamt Passiva	kEUR	23.505	29.153	27.535	27.715	27.225	25.385	26.408	26.981	26.600

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Normalisierte Fassung)

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Langfristige Vermögenswerte	%	43%	64%	64%	69%	75%	68%	65%	63%	62%
Geschäfts- und Firmenwerte	%	29%	51%	48%	49%	52%	56%	54%	53%	54%
Sonstiges immaterielles Vermögen	%	0%	1%	1%	0%	3%	4%	4%	3%	4%
Sachanlagen	%	4%	6%	9%	8%	6%	7%	7%	6%	4%
Beteiligungen	%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Latente Steuererstattungsansprüche	%	5%	5%	6%	12%	14%	1%	1%	1%	1%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	57%	36%	36%	31%	25%	32%	35%	37%	38%
Forderungen L+L	%	15%	16%	20%	10%	13%	16%	16%	18%	20%
Vorräte	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Steuern und Sozialversicherungen	%	1%	0%	0%	2%	0%	1%	0%	0%	0%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	4%	11%	11%	14%	8%	12%	11%	11%	12%
Ertragssteuern	%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Zahlungsmittel	%	36%	9%	4%	4%	4%	3%	7%	7%	6%
Gesamt Aktiva	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Eigenkapital	%	40%	44%	45%	51%	46%	29%	33%	39%	48%
Gezeichnetes Kapital	%	10%	9%	10%	14%	14%	23%	24%	23%	23%
Kapitalrücklagen	%	67%	64%	67%	68%	69%	76%	73%	72%	73%
Aktienbasierte Vergütung	%	0%	3%	3%	1%	1%	2%	2%	2%	2%
Gewinnrücklagen	%	-37%	-25%	-19%	-18%	-27%	-58%	-53%	-45%	-38%
Währungsunterschiede	%	-1%	-6%	-16%	-14%	-12%	-14%	-13%	-13%	-12%
Langfristige Schulden	%	46%	28%	24%	1%	0%	1%	1%	27%	20%
Finanzschulden	%	45%	28%	23%	0%	0%	0%	0%	26%	19%
Finance Lease Verbindlichkeiten	%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Latente Steuerschulden	%	1%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%
Kurzfristige Schulden	%	14%	28%	31%	48%	54%	70%	66%	34%	32%
Finanzschulden	%	0%	0%	3%	23%	20%	34%	34%	0%	0%
Überziehungskredit	%	0%	0%	3%	4%	8%	7%	10%	9%	4%
Finance Lease Verbindlichkeiten	%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten L+L	%	12%	17%	14%	14%	22%	22%	22%	24%	27%
Steuern und Sozialversicherungen	%	1%	5%	9%	2%	3%	5%	0%	0%	0%
Steuerschulden	%	1%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rückstellungen	%	0%	6%	0%	4%	0%	2%	0%	0%	0%
Gesamt Passiva	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Cashflow-Statement

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Konzernergebnis	kEUR	2.201	1.830	2.118	-279	-2.371	-7.428	920	1.787	1.923
Abschreibungen	kEUR	216	1.041	1.282	1.698	1.363	2.453	556	577	619
Veränderung der Rückstellungen	kEUR	-12	1.574	-1.564	1.154	-1.242	596	-596	0	0
Aktienbasierte Vergütung	kEUR	37	0	48	25	27	27	28	30	33
Veränderung der latenten Steuern	kEUR	18	-165	-51	-1.692	-211	3.637	15	46	246
Δ sonstige Aktiva	kEUR	-1.059	-446	-818	1.471	1.452	-1.455	-49	-694	-573
Δ Verbindlichkeiten u. a. Passiva	kEUR	1.328	-2.042	-201	-1.819	2.325	61	-1.007	832	674
Bereinigungen/ geleistete Zinszahlungen	kEUR	-165	0	-113	-18	-513	-44	72	0	0
CFO	kEUR	2.763	1.943	490	407	822	-2.158	-29	2.658	2.894
Investitionen Immaterielles Vermögen	kEUR	-4.363	-428	61	-16	-843	-575	54	0	0
Investitionen Sachanlagen	kEUR	-1.088	-944	-1.861	-1.095	-555	-1.043	-525	-464	-29
Bereinigungen	kEUR	0	-5.858	-207	164	23	-1.094	0	0	0
CFI	kEUR	-5.451	-7.230	-2.007	-947	-1.375	-2.712	-471	-464	-29
FCF	kEUR	-2.688	-5.287	-1.517	-540	-553	-4.870	-500	2.194	2.865
Barkapitalerhöhungen	kEUR	-16	0	0	1.367	-12	2.675	355	0	0
Δ Finanzverbindlichkeiten	kEUR	8.180	0	-880	-880	-880	3.085	475	-2.000	-2.000
Auszahlungen Dividende	kEUR	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bereinigungen/ geleistete Zinszahlungen	kEUR	0	0	251	0	12	0	0	-79	0
CFF	kEUR	8.164	0	-629	487	-880	5.760	830	-2.079	-2.000
Δ Liquide Mittel	kEUR	5.420	-5.824	-2.544	-162	-1.332	394	331	115	865
Liquide Mittel am Anfang der Periode	kEUR	3.126	8.546	2.722	178	16	-1.316	-922	-591	-476
Liquide Mittel am Ende der Periode*	kEUR	8.546	2.722	178	16	-1.316	-922	-591	-476	389
* Ohne Bank Overdraft										
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN										

Segmente

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Konzern										
Umsatzerlöse	kEUR	11.464	34.727	38.063	32.005	25.793	26.415	27.805	31.510	34.391
YoY	%	n/a	202,9%	9,6%	-15,9%	-19,4%	2,4%	5,3%	13,3%	9,1%
EBIT	kEUR	2.661	2.676	2.916	-1.490	-1.704	-3.548	1.001	2.036	2.276
EBIT-Marge	%	23,2%	7,7%	7,7%	-4,7%	3,8%	-73,8%	4,5%	9,0%	9,2%
YoY	%	n/a	0,6%	9,0%	-151,1%	14,4%	108,2%	-128,2%	103,4%	11,8%
Testronic										
Umsatzerlöse	kEUR	n/a	13.976	15.002	12.353	13.446	13.954	16.300	19.501	22.358
YoY	%	n/a	n/a	7,3%	-17,7%	8,8%	3,8%	16,8%	19,6%	14,6%
EBIT	kEUR	n/a	2.806	1.928	-252	957	916	1.769	2.663	2.880
EBIT-Marge	%	n/a	20,1%	12,9%	-2,0%	7,1%	6,6%	10,9%	13,7%	12,9%
YoY	%	n/a	n/a	-31,3%	-113,1%	n/a	-4,3%	93,1%	50,5%	8,2%
Kuju										
Umsatzerlöse	kEUR	n/a	20.751	23.061	19.652	12.347	12.267	11.200	12.009	12.033
YoY	%	n/a	n/a	11,1%	-14,8%	-37,2%	-0,6%	-8,7%	7,2%	0,2%
EBIT	kEUR	n/a	1.457	1.908	46	-1.169	-157	689	731	815
EBIT-Marge	%	n/a	7,0%	8,3%	0,2%	-9,5%	-1,3%	6,2%	6,1%	6,8%
YoY	%	n/a	n/a	31,0%	-97,6%	n/a	-86,6%	n/a	6,1%	11,4%
DDP										
Umsatzerlöse	kEUR	0	0	0	0	0	194	305	0	0
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	57,2%	-100,0%	n/a
EBIT	kEUR	0	0	0	0	-399	-2.976	-184	0	0
EBIT-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	645,9%	-93,8%	-100,0%	n/a
Corporate										
Umsatzerlöse	kEUR	0	0	0	0	0	0	0	0	0
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBIT	kEUR	0	-1.587	-920	-1.284	-1.093	-1.331	-1.273	-1.358	-1.418
EBIT-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
YoY	%	n/a	n/a	-42,0%	39,6%	-14,9%	21,8%	-4,4%	6,7%	4,5%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

DCF-Modell

		2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	20120e	2021e	2022e	2023e	TV	
Umsatz	kEUR	31.510	34.391	37.268	39.867	41.980	43.551	44.670	45.505	46.206	46.866	47.523	47.522	
Umsatzwachstum	%	13,3%	9,1%	8,4%	7,0%	5,3%	3,7%	2,6%	1,9%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	
EBIT	kEUR	2.036	2.276	2.616	2.957	3.282	3.579	3.850	4.104	4.352	4.601	4.856	4.752	
EBIT-Marge	%	6,5%	6,6%	7,0%	7,4%	7,8%	8,2%	8,6%	9,0%	9,4%	9,8%	10,2%	10,0%	
Steuerquote (τ)	%	2,2%	11,1%	20,5%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
EBIT(1-τ)	kEUR	1.991	2.024	2.078	2.070	2.298	2.505	2.695	2.873	3.046	3.221	3.399	3.327	
Reinvestment	kEUR	-464	-29	-1.315	-1.139	-892	-645	-453	-335	-281	-264	-263	-487	
FCFF	kEUR	1.528	1.995	764	931	1.405	1.860	2.242	2.538	2.766	2.957	3.136	2.839	
Invested Capital	kEUR	15.763	16.290	17.605	18.743	19.635	20.280	20.733	21.068	21.348	21.612	0		
ROCE	%	12,5%	12,8%	12,8%	11,8%	12,3%	12,8%	13,3%	13,9%	14,5%	15,1%	9,6%		
WACC	%	10,6%	10,6%	10,6%	10,5%	10,3%	10,2%	10,0%	9,9%	9,7%	9,6%	9,4%		
PV(FCFF)	kEUR	1.528	1.803	624	689	942	1.132	1.240	1.278	1.269	1.239	1.201		
Terminal Cashflow	kEUR	2.839												
Terminal Cost of Capital	kEUR	9,4%												
Insolvenzwahrscheinlichkeit im TV	%	1,0%												
Terminal Value	kEUR	31.230												
PV(Terminal Value)	kEUR	13.083												
PV (Cashflow über 10 Jahre)	kEUR	12.945												
Wert der operativen Assets	kEUR	26.027												
									TV CAGR					
							EUR	0,7%	1,0%	1,3%	1,6%	1,9%	2,2%	2,5%
							7,0%	0,17	0,16	0,16	0,16	0,15	0,15	0,15
Finanzschulden	kEUR	-9.100					8,0%	0,18	0,18	0,18	0,17	0,17	0,17	0,16
Überziehungskredit	kEUR	-2.538					9,0%	0,20	0,20	0,19	0,19	0,19	0,18	0,18
Cash	kEUR	1.946					10,0%	0,22	0,22	0,21	0,21	0,20	0,20	0,19
Wert des Eigenkapitals	kEUR	16.335					11,0%	0,24	0,23	0,23	0,22	0,22	0,21	0,21
Anzahl Aktien	1,000	77.923					12,0%	0,25	0,25	0,25	0,24	0,24	0,23	0,22
Wert je Aktie (verwässert)	EUR	0,21					13,0%	0,27	0,27	0,26	0,26	0,25	0,25	0,24

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Key Data										
Umsatz	KEUR	11.464	34.727	38.063	32.005	25.793	26.415	27.805	31.510	34.391
Rohertrag	KEUR	9.619	29.465	34.428	27.607	22.035	21.830	23.411	27.082	29.651
EBITDA	KEUR	2.877	3.717	4.198	208	-341	-1.095	1.557	2.613	2.895
EBIT	KEUR	2.661	2.676	2.916	-1.490	-1.704	-3.548	1.001	2.036	2.276
EBT	KEUR	2.219	1.665	2.067	-1.971	-2.582	-3.791	843	1.827	2.163
Nettoergebnis	KEUR	2.201	1.830	2.118	-279	-2.371	-7.428	920	1.787	1.923
Anzahl Mitarbeiter		173	418	544	434	366	344	330	340	350
Je Aktie										
Kurs Hoch	EUR	1,56	1,50	1,26	0,39	0,32	0,34	0,13	0,11	
Kurs Tief	EUR	0,97	0,84	0,23	0,15	0,13	0,10	0,05	0,08	
Kurs Durchschnitt	EUR	1,27	1,17	0,75	0,27	0,23	0,22	0,08	0,08	
Schlusskurs	EUR	1,20	1,26	0,32	0,24	0,26	0,22	0,08	0,12	0,12
EPS	EUR	0,10	0,07	0,08	-0,01	-0,06	-0,17	0,01	0,03	0,03
BVPS	EUR	0,41	0,48	0,46	0,39	0,33	0,17	0,14	0,17	0,20
CFPS	EUR	0,12	0,07	0,02	0,01	0,02	-0,05	0,00	0,04	0,05
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR									0,21
Performance bis Kursziel	%									75,0%
Profitabilitätskennzahlen										
Rohertragsmarge	%	83,9%	84,8%	90,5%	86,3%	85,4%	82,6%	84,2%	85,9%	86,2%
EBITDA-Marge	%	25,1%	10,7%	11,0%	0,6%	n/a	n/a	5,6%	8,3%	8,4%
EBIT-Marge	%	23,2%	7,7%	7,7%	-4,7%	n/a	n/a	3,6%	6,5%	6,6%
EBT-Marge	%	19,4%	4,8%	5,4%	-6,2%	n/a	n/a	3,0%	5,8%	6,3%
Netto-Marge	%	19,2%	5,3%	5,6%	-0,9%	n/a	n/a	3,3%	5,7%	5,6%
FCF-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	7,0%	8,3%
ROE	%	23,6%	16,5%	16,7%	-2,1%	-17,9%	-74,9%	11,4%	18,5%	16,5%
NWC/Umsatz	%	7,6%	-1,7%	4,6%	-3,0%	-9,2%	-5,4%	-5,2%	-5,3%	-5,3%
Pro-Kopf-Umsatz	KEUR	66,3	83,1	70,0	73,7	70,5	76,8	84,3	92,7	98,3
Pro-Kopf-EBIT	KEUR	15,4	6,4	5,4	-3,4	-4,7	-10,3	3,0	6,0	6,5
Capex/Umsatz	%	-9,5%	-2,7%	-4,9%	-3,4%	-2,2%	-3,9%	-1,9%	-1,5%	-0,1%
Wachstumsraten										
Umsatz	%	n/a	202,9%	9,6%	-15,9%	-19,4%	2,4%	5,3%	13,3%	9,1%
Rohertrag	%	n/a	206,3%	16,8%	-19,8%	-20,2%	-0,9%	7,2%	15,7%	9,5%
EBITDA	%	n/a	29,2%	12,9%	-95,0%	n/a	221,1%	n/a	67,8%	10,8%
EBIT	%	n/a	0,6%	9,0%	n/a	14,4%	108,2%	n/a	103,4%	11,8%
EBT	%	n/a	-25,0%	24,1%	n/a	31,0%	46,8%	n/a	116,7%	18,4%
Nettoergebnis	%	n/a	-16,9%	15,7%	n/a	749,8%	213,3%	n/a	94,2%	7,6%
EPS	%	n/a	-29,0%	15,7%	n/a	715,0%	-6,0%	n/a	94,2%	7,6%
CFPS	%	n/a	-40,0%	-74,8%	-38,5%	93,7%	n/a	-99,1%	n/a	8,9%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN										

Auf einen Blick II

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Bilanzkennzahlen										
Sachanlagevermögen	kEUR	10.081	18.586	17.694	19.148	20.351	17.312	17.227	17.114	16.524
Umlaufvermögen	kEUR	13.424	10.567	9.841	8.567	6.874	8.073	9.181	9.867	10.076
Eigenkapital	kEUR	9.310	12.856	12.484	14.113	12.406	7.439	8.769	10.601	12.764
Verbindlichkeiten	kEUR	14.195	16.297	15.051	13.602	14.819	17.946	17.640	16.380	13.836
EK-Quote	%	39,6%	44,1%	45,3%	50,9%	45,6%	29,3%	33,2%	39,3%	48,0%
Gearing	%	116,4%	64,0%	53,1%	1,3%	0,8%	2,6%	2,2%	69,0%	41,7%
Working Capital	kEUR	729	-489	1.751	-962	-2.362	-1.430	-1.453	-1.663	-1.833
Capital Employed	kEUR	1.757	1.736	4.494	1.413	142	1.361	1.254	930	170
Enterprise Value										
Anzahl Aktien	Mio.	23,0	26,9	26,9	36,3	37,9	43,0	62,4	62,4	62,4
Marktkapitalisierung Hoch	kEUR	35.816	40.335	33.881	14.168	12.121	14.636	8.115		
Marktkapitalisierung Tief	kEUR	22.270	22.588	6.185	5.449	4.924	4.305	3.121		
Marktkapitalisierung Durchschn.	kEUR	29.043	31.461	20.033	9.809	8.523	9.470	4.994		
Marktkapitalisierung Schlusskurs	kEUR	27.551	33.881	8.605	8.719	9.849	9.470	4.994	7.491	7.491
Nettoverschuldung	kEUR	2.052	5.466	7.122	6.404	6.856	9.547	9.692	7.576	4.710
Pensionsrückstellungen	kEUR	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Anteile Dritter	kEUR	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finanzanlagen Anlageverm.	kEUR	866	0	0	0	0	0	0	0	0
Enterprise Value Hoch	kEUR	38.734	45.801	41.003	20.572	18.977	24.183	17.807		
Enterprise Value Tief	kEUR	25.188	28.054	13.307	11.853	11.780	13.852	12.813		
Enterprise Value Durchschnitt	kEUR	31.961	36.927	27.155	16.213	15.379	19.017	14.686		
Enterprise Value Schlusskurs	kEUR	30.469	39.347	15.727	15.123	16.705	19.017	14.686	15.067	12.201
Bewertungskennzahlen										
EV/Umsatz Hoch	x	3,38	1,32	1,08	0,64	0,74	0,92	0,64		
EV/Umsatz Tief	x	2,20	0,81	0,35	0,37	0,46	0,52	0,46		
EV/Umsatz Durchschnitt	x	2,79	1,06	0,71	0,51	0,60	0,72	0,53		
EV/Umsatz Schlusskurs	x	2,66	1,13	0,41	0,47	0,65	0,72	0,53	0,48	0,35
EV/EBIT Hoch	x	14,6	17,1	14,1	n/a	n/a	n/a	17,8		
EV/EBIT Tief	x	9,5	10,5	4,6	n/a	n/a	n/a	12,8		
EV/EBIT Durchschnitt	x	12,0	13,8	9,3	n/a	n/a	n/a	14,7		
EV/EBIT Schlusskurs	x	11,5	14,7	5,4	n/a	n/a	n/a	14,7	7,4	5,4
KGV Hoch	x	16,3	22,0	16,0	n/a	n/a	n/a	8,8		
KGV Tief	x	10,1	12,3	2,9	n/a	n/a	n/a	3,4		
KGV Durchschnitt	x	13,2	17,2	9,5	n/a	n/a	n/a	5,4		
KGV Schlusskurs	x	12,5	18,5	4,1	n/a	n/a	n/a	5,4	4,2	3,9
KBV	x	3,0	2,6	0,7	0,6	0,8	1,3	0,6	0,7	0,6
KCF	x	10,0	17,4	17,6	21,4	12,0	n/a	n/a	2,8	2,6
FCF-yield	%	-9,8%	-15,6%	-17,6%	-6,2%	-5,6%	-51,4%	-10,0%	29,3%	38,2%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cashflow										
Operativer Cashflow	kEUR	2.763	1.943	490	407	822	-2.158	-29	2.658	2.894
Investiver Cashflow	kEUR	-5.451	-7.230	-2.007	-947	-1.375	-2.712	-471	-464	-29
Free Cashflow	kEUR	-2.688	-5.287	-1.517	-540	-553	-4.870	-500	2.194	2.865
Finanz Cashflow	kEUR	8.164	0	-629	487	-880	5.760	830	-2.079	-2.000
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN										

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die



Großhesseloher Straße 15c | München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH erstellt und ist in der Bundesrepublik Deutschland nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältigt, noch an Dritte weiter gegeben werden. Diese Studie dient lediglich Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis übermittelt. Die in dieser Studie behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren nicht geeignet sein, abhängig von dem jeweiligen Anlageziel und geplanten Anlagezeitraum oder der jeweiligen Finanzlage. Diese Studie kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in Anlagedingen verfügen, die unter Artikel 19(1) der „Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001“ (Verordnung über die Werbung für Finanzprodukte von 2001 im Rahmen des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte von 2000) (die „Verordnung“) fallen, oder (b) Unternehmen mit umfangreichem Vermögen, die unter Artikel 49(2)(A) bis (D) der Verordnung fallen, sowie sonstige Personen, an die das Dokument gemäß Artikel 49(1) der Verordnung rechtmäßig übermittelt werden darf (alle diese Personen werden zusammen als „Relevante Personen“ bezeichnet). Jede Person, bei der es sich nicht um eine Relevante Person handelt, sollte diese Studie und deren Inhalt nicht als Informations- oder Handlungsbasis betrachten.

Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Finanzinstruments des analysierten Unternehmens oder zum Abschluss eines Beratungsvertrags dar. Weder diese Studie noch irgendwelche Bestandteile darin bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitiger Verpflichtungen irgendeiner Art. Sphene Capital GmbH und mit ihr verbundene Unternehmen lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab. Weder Sphene Capital GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen des Verfassers dieser Studie, die im Zusammenhang mit seiner Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH noch einem mit der Sphene Capital GmbH verbundenen Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in dieser Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

Diese Studie wird per Email und/oder per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

Bei den in dieser Studie genannten Aktienkursen handelt es sich um die XETRA-Schlusskurse oder, wenn ein XETRA-Kurs nicht existiert, um den Kurs der jeweiligen nationalen Börse, des dem Tag der Studie vorangehenden Handelstages.

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Buy: Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

Hold: Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.

Sell: Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von uns prognostizierten Ergebnis aufgrund von unternehmens- oder marktspezifischen Gegebenheiten um mehr als 20% abweicht:

Risiko	Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit
Sehr hoch	>80%
Hoch	50-80%
Mittel	20-50%
Niedrig	<20%

Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 34b Abs. 1 Nr. 2 WpHG und Finanzanalyseverordnung

Gemäß § 34b Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

- ★ an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- ★ in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- ★ die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- ★ in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging,
- ★ mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- ★ und mit diesem verbundene Unternehmen regelmäßig Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handeln,
- ★ oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Sphene Capital GmbH verwendet die folgenden Keys:

Key 1: Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.

Key 2: Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.

Key 3: Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.

Key 4: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.

Key 5: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.

- Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.
- Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
- Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisionseinnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
05.06.2013	EUR 0,21	Buy	8
20.03.2013	EUR 0,21	Buy	8
22.01.2013	EUR 0,18	Buy	8
28.11.2012	EUR 0,18	Buy	8
16.08.2012	EUR 0,18	Buy	1; 8
16.07.2012	EUR 0,20	Buy	1; 8
09.07.2012	EUR 0,22	Buy	1; 2; 8

Ein Überblick über die Anlageempfehlungen der Sphene Capital GmbH ist abrufbar unter <http://www.sphene-capital.de>

Erklärungen gemäß § 34b Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung:

Informationsquellen

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenanbietern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle, sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatoren Modelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen.

Gewählte Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich auch auf den einzelnen Modellen basierende Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf Monaten ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

Erklärung des Erstellers dieser Studie

Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen entsprechen den Ansichten des Verfassers dieser Studie. Die Vergütung des Erstellers einer Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen.