

Catalis

Reuters: AECO.DE

Bloomberg: XAE:GR

Rating: Buy Risiko: Hoch

Kurs: EUR 0,13

Kursziel: EUR 0,21 (bislang EUR 0,18)

Das Damoklesschwert wurde abgehängt

Catalis hat bekannt gegeben, dass die Verhandlungen mit der Hausbank das gewünschte Ergebnis gebracht haben: Die in den letzten Jahren als kurzfristig eingestuftes Bankverbindlichkeiten wurden erfolgreich bis Ende 2015 verlängert. Das Management kann sich damit vollständig seinen operativen Aufgaben widmen.

Wir bestätigen unser Buy-Rating. Aufgrund einer Anpassung unserer Insolvenzwahrscheinlichkeit und unserer Prognosen 2013e und 2014e erhöhen wir unser aus einem dreistufigen standardisierten DCF-Modell abgeleitetes Kursziel auf EUR 0,21 von EUR 0,18 je Aktie.

Durchbruch in den Bankverhandlungen

Nach jahrelangen Verhandlungen mit der kreditgebenden Bank konnte gestern der Durchbruch erzielt werden: Die Bank hat zugestimmt, den infolge eines früheren Covenant-Bruchs als kurzfristig deklarierten und im Prinzip täglich fälligen Bankkredit in ein mittelfristiges Darlehen umzuwidmen. Im Effekt wurden sämtliche Bankverbindlichkeiten bis Ende 2015 verlängert. Dieses Ergebnis, dem üblicherweise eine intensive Due Diligence vorausgeht, werten wir als großen Vertrauensbeweis gegenüber dem Management und seiner Strategie.

Guidance 2012 erreicht

Die Erwartungen des Managements, auf Gesamtjahressicht in die operative Gewinnzone zurückzukehren und bei den Umsätzen trotz der Dekonsolidierung der DDP einen Anstieg zu erreichen, konnten im Wesentlichen erreicht werden. Bei den Erlösen lag Catalis nur knapp unter der mit den Neunmonatszahlen angepassten Guidance von EUR 28,0 Mio., beim EBIT konnte der untere Rand der Bandbreite von EUR 0,8-1,2 Mio. laut Unternehmensangaben trotz hoher Restrukturierungsaufwendungen übertroffen werden.

Das Jahr 2012 auf Segmentebene

Catalis hat die vorläufigen Zahlen bestätigt. Danach erzielte das Unternehmen im Segment **Testronic** Umsätze in Höhe von mehr als EUR 16,3 Mio. (nach EUR 14,0 Mio. in 2011, +16,8% YoY). Während der DVD-Bereich stabil blieb, profitierte Catalis von höheren Erlösen im Bereich Testen von Computerspielen; ursächlich hierfür ist eine enge Zusammenarbeit mit einigen der weltweit führenden Social Games-Anbietern wie Rovia (Angry Bird), Riot Games oder Zynga, die Catalis zu Jahresbeginn eingegangen war.

Im Segment **Kuju** gingen im abgelaufenen Geschäftsjahr die Erlöse auf EUR 11,2 Mio. von EUR 12,3 Mio. im Vorjahreszeitraum (-8,7% YoY) zurück. Ein Blick auf die einzelnen Quartale des letzten Jahres zeigt jedoch, dass sich die Situation im Jahresverlauf sukzessive verbessert hat: So konnte Kuju im Q4/12 die Umsätze auf EUR 2,8 Mio. gegenüber dem Vorjahresquartal fast verdoppeln. Dies zeigt sich auch in den aktuellen Auftragseingängen, die nach Unternehmensangaben bereits heute mehr als EUR 10,0 Mio. betragen; EUR 7,5 (2,5) Mio. hiervon werden in 2013 (2014) umsatzwirksam.

WKN/ISIN: 927093/NL0000233625

Indizes: -

Transparenzlevel: General Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 62,4 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 8,1 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 300.000

Veröffentlichung 2012: Ende April 2013

EUR Mio. (31/12)	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	26,4	27,8	32,5	36,5
EBITDA	-1,1	1,6	2,6	3,4
EBIT	-3,5	1,0	2,1	2,8
EBT	-3,8	0,8	1,9	2,7
EAT	-7,4	0,9	1,9	2,5

% vom Umsatz	2011	2012e	2013e	2014e
EBITDA	-4,1%	5,6%	8,1%	9,4%
EBIT	-13,4%	3,6%	6,4%	7,7%
EBT	-14,4%	3,0%	5,9%	7,4%
EAT	-28,1%	3,3%	5,8%	6,8%

EUR (je Aktie)	2011	2012e	2013e	2014e
EPS	-0,17	0,01	0,03	0,04
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,17	0,14	0,17	0,21
Cashflow	-0,05	0,00	0,04	0,06

%	2011	2012e	2013e	2014e
EK-Quote	29,3%	33,2%	39,2%	48,4%
Gearing	2,6%	2,2%	68,3%	39,6%

x	2011	2012e	2013e	2014e
KGV	n/a	5,4	4,3	3,3
EV/Umsatz	0,72	0,53	0,48	0,33
EV/EBIT	n/a	14,7	7,5	4,3
KBV	1,3	0,6	0,8	0,6

EUR Mio.	2012e	2013e	2014e
Guidance: Umsatz	28,0	>30,0	-
Guidance: EBIT	0,8-1,2	>2,0	-



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

Restrukturierungsaufwendungen belasten Ertragslage

Auch beim EBIT blieb Catalis innerhalb der Ertrags-Guidance. Das operative Konzernergebnis von EUR 0,8 Mio. lag zwar am unteren Rand der Guidance von EUR 0,8-1,2 Mio., war allerdings von Restrukturierungsaufwendungen in Höhe von rund EUR 0,5 Mio. belastet, die für die Schließung des tschechischen Spieleentwicklers Vatra sowie für Abfindungszahlungen an einen ehemaligen Vorstand angefallen waren. Ohne diese Einmalbelastungen wäre die Guidance leicht übertroffen worden. Erfreulich aus unserer Sicht ist auch, dass angabegemäß beide Töchter – Testronic ebenso wie Kuju – profitabel waren, was insbesondere für Kuju die strategische Neuausrichtung des Bereichs durch das neue Management bestätigt.

Kuju vor weiteren Großaufträgen

Die vom aktuellen Management initiierte strategische Neuausrichtung von Kuju beginnt Früchte zu tragen. Zum einen ist angesichts des bereits heute vorliegenden Auftragsbestands für das laufende Geschäftsjahr eine Vollausslastung der Personalressourcen absehbar. Zum anderen dürfte die Neuverhandlung der Royalties zu erheblichen stillen Reserven in den zuletzt verhandelten Spielverträgen führen. Beispielsweise liegen die Royalties bei „Project Eagle“, dem neuen Golf-Spiel von Microsoft (Launch Ende 2013e) bei 22,5% der Händlerabgabepreise. Zum Vergleich: Für Art Academy Pokemon, einem noch unter dem vormaligen Vorstand verhandelten Spiel, liegt der erwartete Beitrag je verkaufter Einheit bei lediglich USD 3,00 – und selbst noch deutlich ungünstigere Verträge wurden in der Vergangenheit mit den Publishern eingegangen. Gegenüber den bisherigen Royalty-Verträgen ist Catalis daher um ein Vielfaches stärker an den Verkaufserfolgen der von Kuju entwickelten Spiele beteiligt.

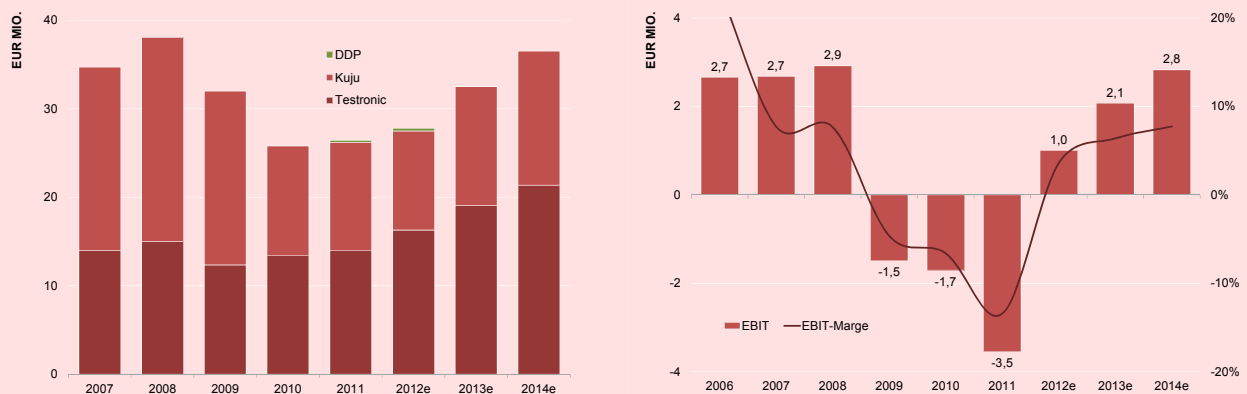
Guidance 2013e

Erstmals wurde für das Geschäftsjahr 2013 eine Guidance ausgesprochen. Danach erwartet das Management einen Konzernumsatz von mehr als EUR 30,0 Mio. (2012e: EUR 27,8 Mio.) und ein operatives Ergebnis von mehr als EUR 2,0 Mio. (2012e: EUR 0,8 Mio.). Angabegemäß werden beide Geschäftseinheiten zu dieser Entwicklung beitragen.

Zusammenlegung von Aktien und Kapitalerhöhung

Auf der Hauptversammlung im Oktober 2012 wurde beschlossen, die Aktien im Verhältnis 10:1 zusammenzulegen. Dadurch verringert sich die Zahl der Aktien von 62.423.328 Aktien auf 6.242.332 Aktien. Anschließend ist die Ausgabe von insgesamt 1.550.000 Aktienoptionen an die Mitglieder des Senior Managements vorgesehen, so dass die Gesamtzahl der Aktien auf 7.792.332 Stück ansteigt. Der Ausübungspreis für diese Optionen liegt nach erfolgter Zusammenlegung bei EUR 1,00, so dass das Management zu weiteren Kurssteigerungen incentiviert wird. Die technische Umsetzung dieser Maßnahmen wird in den nächsten Wochen erfolgen.

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



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Prognosen 2013e und 2014e

Für 2013e rechnen wir mit Erlösen in Höhe von EUR 32,5 Mio. (bisher EUR 32,2 Mio.). Deutlich stärker passen wir unsere EBIT-Prognose nach oben an: Statt EUR 1,2 Mio. rechnen wir für dieses Jahr mit EUR 2,1 Mio. (EBIT-Marge 6,4%). Bezogen auf 62,4 Mio. Aktien entspricht dies einem unverwässerten EPS von EUR 0,03. Für 2014e rechnen wir mit Erlösen von EUR 36,5 Mio., einem EBIT von EUR 2,8 Mio. und einem verwässerten Ergebnis je Aktie von EUR 0,04.

Unser Kursziel von EUR 0,21 (bislang EUR 0,18) je Aktie ist das Ergebnis eines dreistufigen standardisierten DCF-Modells („Base Case“). Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 0,13 je Aktie ergibt sich auf Sicht von zwölf Monaten ein Kurspotenzial von 61,5%. Wir bestätigen daher unser Buy-Rating.

Anhebung des Kursziels auf EUR 0,21 von EUR 0,18 – Buy-Rating bestätigt

Das Geschäftsmodell von Catalis ist überaus 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 Spiel-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 14,6% aufweisen wird;
- ✦ die Umsätze in der Grobplanungsphase 2015e-2023e ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 4,6% erreichen werden;
- ✦ sich die wichtigen Performance-Kennzahlen während der Grobplanungsphase, also von 2015e bis 2023e, einem langfristig durchsetzbaren Niveau nähern werden;
- ✦ sich die EBIT-Margen in der Grobplanungsphase auf bis zu 11,3% sukzessive erhöhen und im anschließenden Terminal Value bei 10,0% liegen werden;
- ✦ 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 2,1 aufweist. In diesen Wert gehen Risiken aus der Finanzstruktur mit 0,5 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; trotz der erfreulichen Ertragsentwicklung gehen wir von deutlichen Risi-

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

koprämien für das Fremdkapital von aktuell etwa 15% aus. Schließlich rechnen wir damit, dass Catalis eine Zielkapitalstruktur von ~75%/25% anstrebt. Damit ergeben sich WACC in Höhe von aktuell rund 11,9%.

- ✦ 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 11,9% auf dann 10,4%.

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

Dabei werden etwa 48% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 52% 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 0,13		Bewertung zu PT EUR 0,21	
	2013e	2014e	2013e	2014e
KGV	4,3x	3,3x	7,0x	5,3x
EV/Umsatz	0,48x	0,33x	0,63x	0,47x
EV/EBIT	7,5x	4,3x	9,9x	6,0x

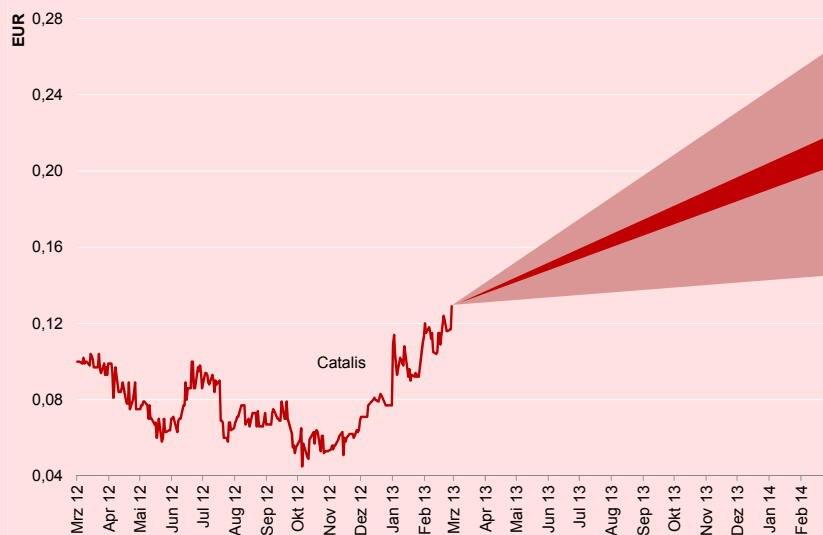
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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 PROGNOSEN

- ✦ **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 0,06 auf EUR 0,27 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) die Veröffentlichung der den Turnaround bestätigenden Q1-Zahlen, (2) die Gewinnung weiterer Aufträge im Bereich Casual Games Testing sowie mittelfristig (3) weitere Zuwächse der Profitabilität durch Hebung von Synergieeffekten und (4) die breite Vermarktung der achten Konsolengeneration.

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 Videospieldentwicklung

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	32.511	36.529
YoY	%	n/a	202,9%	9,6%	-15,9%	-19,4%	2,4%	5,3%	16,9%	12,4%
Fremd- und Materialkosten	kEUR	-1.845	-5.262	-3.635	-4.398	-3.758	-4.585	-4.394	-4.998	-5.529
in % der Umsätze	%	-16,1%	-15,2%	-9,5%	-13,7%	-14,6%	-17,4%	-15,8%	-15,4%	-15,1%
Aufwand für Personal	kEUR	-5.042	-20.497	-22.565	-20.054	-15.563	-16.089	-12.333	-13.443	-14.116
in % der Umsätze	%	-44,0%	-59,0%	-59,3%	-62,7%	-60,3%	-60,9%	-44,4%	-41,4%	-38,6%
Verwaltungsaufwendungen	kEUR	-1.700	-5.251	-7.665	-7.345	-6.813	-6.836	-9.521	-11.425	-13.439
in % der Umsätze	%	-14,8%	-15,1%	-20,1%	-22,9%	-26,4%	-25,9%	-34,2%	-35,1%	-36,8%
EBITDA	kEUR	2.877	3.717	4.198	208	-341	-1.095	1.557	2.645	3.446
EBITDA Marge	%	25,1%	10,7%	11,0%	0,6%	-1,3%	-4,1%	5,6%	8,1%	9,4%
YoY	%	n/a	29,2%	12,9%	-95,0%	n/a	221,1%	n/a	69,8%	30,3%
Abschreibungen	kEUR	-216	-1.041	-1.282	-1.698	-1.363	-2.453	-556	-573	-619
Auf Sachanlagen	kEUR	-209	-915	-1.176	-1.395	-1.203	-847	-556	-573	-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	2.072	2.827
EBIT Marge	%	23,2%	7,7%	7,7%	-4,7%	-6,6%	-13,4%	3,6%	6,4%	7,7%
YoY	%	n/a	0,6%	9,0%	-151,1%	14,4%	108,2%	-128,2%	107,0%	36,4%
Finanzergebnis	kEUR	-442,00	-1011,00	-849,00	-481,00	-878,00	-243,00	-158,00	-159,58	-113,00
davon sonstige Zinserträge	kEUR	-231,00	-764,00	211,00	133,00	8,00	5,00	-32,00	-32,32	27,00
davon Zinsaufwendungen	kEUR	-211,00	0,00	-543,00	-312,00	-420,00	-484,00	-645,00	-651,45	-140,00
in % vom Nettovermögen	kEUR	-2,0%	0,0%	-6,6%	-4,2%	-5,4%	-4,7%	-5,5%	-6,8%	-2,2%
Währungsdifferenzen	kEUR	0,00	-247,00	-517,00	-302,00	-466,00	236,00	519,00	524,19	0,00
EBT	kEUR	2.219	1.665	2.067	-1.971	-2.582	-3.791	843	1.912	2.714
EBT-Marge	%	19,4%	4,8%	5,4%	-6,2%	-10,0%	-14,4%	3,0%	5,9%	7,4%
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%	-2,1%	-8,8%
Nettoergebnis vor Minderheiten	kEUR	2.201	1.830	2.118	-279	-2.371	-7.428	920	1.872	2.474
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	1.872	2.474
Nettomarge	%	19,2%	5,3%	5,6%	-0,9%	-9,2%	-28,1%	3,3%	5,8%	6,8%
YoY	%	n/a	-16,9%	15,7%	-113,2%	749,8%	213,3%	-112,4%	103,5%	32,1%
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	0,04
EPS verwässert	EUR	0,08	0,06	0,07	-0,01	-0,06	-0,17	0,01	0,02	0,03

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale)

		Q1/2013e	Q2/2013e	H1/2013e	Q3/2013e	9M/2013e	Q4/2013e	2013e
Umsatzerlöse	kEUR	7.910	7.735	15.645	8.595	24.240	8.271	32.511
YoY	%	14,6%	16,7%	15,6%	18,1%	16,5%	18,2%	16,9%
Fremd- und Materialkosten	kEUR	-890	-871	-1.761	-625	-2.386	-2.611	-4.998
in % der Umsätze	%	-11,3%	-11,3%	-11,3%	-7,3%	-9,8%	-31,6%	-15,4%
Aufwand für Personal	kEUR	-4.585	-4.419	-9.003	-977	-9.980	-3.463	-13.443
in % der Umsätze	%	-58,0%	-57,1%	-57,5%	-11,4%	-41,2%	-41,9%	-41,4%
Verwaltungsaufwendungen	kEUR	-1.784	-1.882	-3.666	-6.439	-10.105	-1.320	-11.425
in % der Umsätze	%	-22,6%	-24,3%	-23,4%	-74,9%	-41,7%	-16,0%	-35,1%
EBITDA	kEUR	650	564	1.215	554	1.768	876	2.645
EBITDA Marge	%	8,2%	7,3%	7,8%	6,4%	7,3%	10,6%	8,1%
YoY	%	59,4%	139,1%	88,6%	17,6%	58,6%	98,2%	69,8%
Abschreibungen	kEUR	-165	-157	-321	-123	-444	-129	-573
Auf Sachanlagen	kEUR	-165	-157	-321	-123	-444	-129	-573
Amortisation	kEUR	0	0	0	0	0	0	0
Goodwill Impairment	kEUR	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	kEUR	486	408	893	431	1.325	747	2.072
EBIT Marge	%	6,1%	5,3%	5,7%	5,0%	5,5%	9,0%	6,4%
YoY	%	395,6%	274,0%	331,6%	-9,6%	93,6%	135,7%	107,0%
Finanzergebnis	kEUR	-191,90	220,18	28,28	-115,14	-86,86	-72,72	-159,58
davon sonstige Zinserträge	kEUR	3,03	0,00	3,03	-38,38	-35,35	3,03	-32,32
davon Zinsaufwendungen	kEUR	-75,75	-119,18	-194,93	-380,77	-575,70	-75,75	-651,45
in % vom Nettovermögen	kEUR	-2,7%	-4,5%	-3,7%	-14,5%	-7,3%	-3,2%	-6,8%
Währungsdifferenzen	kEUR	-119,18	339,36	220,18	304,01	524,19	0,00	524,19
EBT	kEUR	294	628	922	316	1.238	675	1.912
EBT-Marge	%	3,7%	8,1%	5,9%	3,7%	5,1%	8,2%	5,9%
Steuern	kEUR	-10	-10	-20	-10	-30	-10	-40
Steuerquote	%	-3,4%	-1,6%	-2,2%	-3,2%	-2,4%	-1,5%	-2,1%
Nettoergebnis vor Minderheiten	kEUR	284	618	902	306	1.208	665	1.872
Anteile Dritter	kEUR	0	0	0	0	0	0	0
Nettoergebnis nach Drittanteilen	kEUR	284	618	902	306	1.208	665	1.872
Nettomarge	%	3,6%	8,0%	5,8%	3,6%	5,0%	8,0%	5,8%
YoY	%	n/a	144,2%	427,2%	-40,5%	76,3%	182,7%	103,5%
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	0,02	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	10.141	11.142
Forderungen L+L	kEUR	3.584	4.584	5.489	2.817	3.605	4.035	4.300	5.078	5.763
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	2.056	2.303
Gesamt Aktiva	kEUR	23.505	29.153	27.535	27.715	27.225	25.385	26.408	27.255	27.666
Eigenkapital	kEUR	9.310	12.856	12.484	14.113	12.406	7.439	8.769	10.686	13.400
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	-12.010	-9.536
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	7.297	5.303
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	197	203
Kurzfristige Schulden	kEUR	3.357	8.064	8.422	13.415	14.717	17.756	17.449	9.272	8.964
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	6.793	7.709
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	27.255	27.666

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%	60%
Geschäfts- und Firmenwerte	%	29%	51%	48%	49%	52%	56%	54%	53%	52%
Sonstiges immaterielles Vermögen	%	0%	1%	1%	0%	3%	4%	4%	3%	3%
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%	40%
Forderungen L+L	%	15%	16%	20%	10%	13%	16%	16%	19%	21%
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%	11%
Ertragssteuern	%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Zahlungsmittel	%	36%	9%	4%	4%	4%	3%	7%	8%	8%
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%	71%	70%
Aktienbasierte Vergütung	%	0%	3%	3%	1%	1%	2%	2%	2%	2%
Gewinnrücklagen	%	-37%	-25%	-19%	-18%	-27%	-58%	-53%	-44%	-34%
Währungsunterschiede	%	-1%	-6%	-16%	-14%	-12%	-14%	-13%	-12%	-12%
Langfristige Schulden	%	46%	28%	24%	1%	0%	1%	1%	27%	19%
Finanzschulden	%	45%	28%	23%	0%	0%	0%	0%	26%	18%
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%	25%	28%
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	1.872	2.474
Abschreibungen	kEUR	216	1.041	1.282	1.698	1.363	2.453	556	573	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	-850	-754
Δ Verbindlichkeiten u. a. Passiva	kEUR	1.328	-2.042	-201	-1.819	2.325	61	-1.007	1.041	916
Bereinigungen/ geleistete Zinszahlungen	kEUR	-165	0	-113	-18	-513	-44	72	-52	0
CFO	kEUR	2.763	1.943	490	407	822	-2.158	-29	2.693	3.506
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	-459	-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	-459	-29
FCF	kEUR	-2.688	-5.287	-1.517	-540	-553	-4.870	-500	2.233	3.477
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	0	0
CFF	kEUR	8.164	0	-629	487	-880	5.760	830	-2.000	-2.000
Δ Liquide Mittel	kEUR	5.420	-5.824	-2.544	-162	-1.332	394	331	233	1.477
Liquide Mittel am Anfang der Periode	kEUR	3.126	8.546	2.722	178	16	-1.316	-922	-591	-358
Liquide Mittel am Ende der Periode*	kEUR	8.546	2.722	178	16	-1.316	-922	-591	-358	1.119
* 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	32.511	36.529
YoY	%	n/a	202,9%	9,6%	-15,9%	-19,4%	2,4%	5,3%	16,9%	12,4%
EBIT	kEUR	2.661	2.676	2.916	-1.490	-1.704	-3.548	1.001	2.072	2.827
EBIT-Marge	%	23,2%	7,7%	7,7%	-4,7%	3,8%	-73,8%	4,5%	9,0%	10,5%
YoY	%	n/a	0,6%	9,0%	-151,1%	14,4%	108,2%	-128,2%	107,0%	36,4%
Testronic										
Umsatzerlöse	kEUR	n/a	13.976	15.002	12.353	13.446	13.954	16.300	19.071	21.365
YoY	%	n/a	n/a	7,3%	-17,7%	8,8%	3,8%	16,8%	17,0%	12,0%
EBIT	kEUR	n/a	2.806	1.928	-252	957	916	1.769	2.474	3.055
EBIT-Marge	%	n/a	20,1%	12,9%	-2,0%	7,1%	6,6%	10,9%	13,0%	14,3%
YoY	%	n/a	n/a	-31,3%	-113,1%	n/a	-4,3%	93,1%	39,8%	23,5%
Kuju										
Umsatzerlöse	kEUR	n/a	20.751	23.061	19.652	12.347	12.267	11.200	13.440	15.165
YoY	%	n/a	n/a	11,1%	-14,8%	-37,2%	-0,6%	-8,7%	20,0%	12,8%
EBIT	kEUR	n/a	1.457	1.908	46	-1.169	-157	689	909	1.142
EBIT-Marge	%	n/a	7,0%	8,3%	0,2%	-9,5%	-1,3%	6,2%	6,8%	7,5%
YoY	%	n/a	n/a	31,0%	-97,6%	n/a	-86,6%	n/a	32,0%	25,5%
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	-1.311	-1.370
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%	3,0%	4,5%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

DCF-Modell

		2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	20120e	2021e	2022e	2023e	TV			
Umsatz	kEUR	32.511	36.529	40.644	44.421	47.496	49.736	51.256	52.314	53.150	53.915	54.672	54.670			
Umsatzwachstum	%	16,9%	12,4%	11,3%	9,3%	6,9%	4,7%	3,1%	2,1%	1,6%	1,4%	1,4%	1,4%			
EBIT	kEUR	2.072	2.827	3.308	3.793	4.245	4.644	4.991	5.304	5.601	5.897	6.199	5.467			
EBIT-Marge	%	6,4%	7,7%	8,1%	8,5%	8,9%	9,3%	9,7%	10,1%	10,5%	10,9%	11,3%	10,0%			
Steuerquote (τ)	%	2,1%	8,8%	19,4%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%			
EBIT(1-τ)	kEUR	2.029	2.577	2.665	2.655	2.972	3.251	3.494	3.712	3.921	4.128	4.339	3.827			
Reinvestment	kEUR	-459	-29	-1.955	-1.964	-1.754	-1.376	-981	-698	-556	-510	-505	-506			
FCFF	kEUR	1.569	2.548	710	691	1.218	1.875	2.513	3.015	3.364	3.618	3.834	3.321			
Invested Capital	kEUR	15.730	16.197	18.152	20.116	21.870	23.246	24.227	24.924	25.481	25.991	0				
ROCE	%	12,7%	16,4%	16,5%	14,6%	14,8%	14,9%	15,0%	15,3%	15,7%	16,2%	10,6%				
WACC	%	11,9%	11,9%	11,9%	11,7%	11,5%	11,3%	11,2%	11,0%	10,8%	10,6%	10,4%				
PV(FCFF)	kEUR	1.569	2.276	567	494	780	1.079	1.301	1.407	1.417	1.378	1.323				
Terminal Cashflow	kEUR	3.321														
Terminal Cost of Capital	kEUR	10,4%														
Insolvenzwahrscheinlichkeit im TV	%	1,0%														
Terminal Value	kEUR	32.877														
PV(Terminal Value)	kEUR	12.521														
PV (Cashflow über 10 Jahre)	kEUR	13.591														
Wert der operativen Assets	kEUR	26.112														
									TV CAGR							
									EUR	0,7%	1,0%	1,3%	1,6%	1,9%	2,2%	2,5%
									7,0%	0,17	0,17	0,16	0,16	0,16	0,15	0,15
Finanzschulden	kEUR	-9.100							8,0%	0,19	0,18	0,18	0,18	0,17	0,17	0,16
Überziehungskredit	kEUR	-2.538							9,0%	0,20	0,20	0,20	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	16.420							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	0,23	0,23	0,22
Wert je Aktie (verwässert)	EUR	0,21							13,0%	0,27	0,27	0,26	0,26	0,25	0,24	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	32.511	36.529
Rohrertrag	KEUR	9.619	29.465	34.428	27.607	22.035	21.830	23.411	27.513	31.000
EBITDA	KEUR	2.877	3.717	4.198	208	-341	-1.095	1.557	2.645	3.446
EBIT	KEUR	2.661	2.676	2.916	-1.490	-1.704	-3.548	1.001	2.072	2.827
EBT	KEUR	2.219	1.665	2.067	-1.971	-2.582	-3.791	843	1.912	2.714
Nettoergebnis	KEUR	2.201	1.830	2.118	-279	-2.371	-7.428	920	1.872	2.474
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	0,13	0,13
EPS	EUR	0,10	0,07	0,08	-0,01	-0,06	-0,17	0,01	0,03	0,04
BVPS	EUR	0,41	0,48	0,46	0,39	0,33	0,17	0,14	0,17	0,21
CFPS	EUR	0,12	0,07	0,02	0,01	0,02	-0,05	0,00	0,04	0,06
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	%									61,5%
Profitabilitätskennzahlen										
Rohrertragsmarge	%	83,9%	84,8%	90,5%	86,3%	85,4%	82,6%	84,2%	84,6%	84,9%
EBITDA-Marge	%	25,1%	10,7%	11,0%	0,6%	n/a	n/a	5,6%	8,1%	9,4%
EBIT-Marge	%	23,2%	7,7%	7,7%	-4,7%	n/a	n/a	3,6%	6,4%	7,7%
EBT-Marge	%	19,4%	4,8%	5,4%	-6,2%	n/a	n/a	3,0%	5,9%	7,4%
Netto-Marge	%	19,2%	5,3%	5,6%	-0,9%	n/a	n/a	3,3%	5,8%	6,8%
FCF-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	6,9%	9,5%
ROE	%	23,6%	16,5%	16,7%	-2,1%	-17,9%	-74,9%	11,4%	19,2%	20,5%
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	95,6	104,4
Pro-Kopf-EBIT	KEUR	15,4	6,4	5,4	-3,4	-4,7	-10,3	3,0	6,1	8,1
Capex/Umsatz	%	-9,5%	-2,7%	-4,9%	-3,4%	-2,2%	-3,9%	-1,9%	-1,4%	-0,1%
Wachstumsraten										
Umsatz	%	n/a	202,9%	9,6%	-15,9%	-19,4%	2,4%	5,3%	16,9%	12,4%
Rohrertrag	%	n/a	206,3%	16,8%	-19,8%	-20,2%	-0,9%	7,2%	17,5%	12,7%
EBITDA	%	n/a	29,2%	12,9%	-95,0%	n/a	221,1%	n/a	69,8%	30,3%
EBIT	%	n/a	0,6%	9,0%	n/a	14,4%	108,2%	n/a	107,0%	36,4%
EBT	%	n/a	-25,0%	24,1%	n/a	31,0%	46,8%	n/a	126,8%	41,9%
Nettoergebnis	%	n/a	-16,9%	15,7%	n/a	749,8%	213,3%	n/a	103,5%	32,1%
EPS	%	n/a	-29,0%	15,7%	n/a	715,0%	-6,0%	n/a	103,5%	32,1%
CFPS	%	n/a	-40,0%	-74,8%	-38,5%	93,7%	n/a	-99,1%	n/a	30,2%
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	10.141	11.142
Eigenkapital	kEUR	9.310	12.856	12.484	14.113	12.406	7.439	8.769	10.686	13.400
Verbindlichkeiten	kEUR	14.195	16.297	15.051	13.602	14.819	17.946	17.640	16.568	14.266
EK-Quote	%	39,6%	44,1%	45,3%	50,9%	45,6%	29,3%	33,2%	39,2%	48,4%
Gearing	%	116,4%	64,0%	53,1%	1,3%	0,8%	2,6%	2,2%	68,3%	39,6%
Working Capital	kEUR	729	-489	1.751	-962	-2.362	-1.430	-1.453	-1.715	-1.947
Capital Employed	kEUR	1.757	1.736	4.494	1.413	142	1.361	1.254	878	56
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	8.115	8.115
Nettoverschuldung	kEUR	2.052	5.466	7.122	6.404	6.856	9.547	9.692	7.458	3.981
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	15.573	12.096
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	0,33
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	7,5	4,3
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	4,3	3,3
KBV	x	3,0	2,6	0,7	0,6	0,8	1,3	0,6	0,8	0,6
KCF	x	10,0	17,4	17,6	21,4	12,0	n/a	n/a	3,0	2,3
FCF-yield	%	-9,8%	-15,6%	-17,6%	-6,2%	-5,6%	-51,4%	-10,0%	27,5%	42,8%
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	2.693	3.506
Investiver Cashflow	kEUR	-5.451	-7.230	-2.007	-947	-1.375	-2.712	-471	-459	-29
Free Cashflow	kEUR	-2.688	-5.287	-1.517	-540	-553	-4.870	-500	2.233	3.477
Finanz Cashflow	kEUR	8.164	0	-629	487	-880	5.760	830	-2.000	-2.000
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN										

Diese Studie wurde erstellt durch die

Sphene capital

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%.

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)
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.