

Catalis

Reuters: XAE1.DE

Bloomberg: XAE1:GR

Rating: Buy Risiko: Hoch

Kurs: EUR 1,30

Kursziel: EUR 2,20 (bislang EUR 2,10)

H1 besser als erwartet – Anhebung Kursziel – Buy

Catalis konnte beeindruckende Halbjahreszahlen vermelden. Auf Konzernebene verbesserten sich die Erlöse um 5,0% auf EUR 14,2 Mio., das EBIT konnte im Jahresvergleich auf EUR 1,1 Mio. mehr als verfünffacht werden und das Nettoergebnis erreichte mit EUR 0,8 Mio. den besten Wert seit fünf Jahren. Wir bestätigen unser Buy-Rating und heben unser aus einem dreistufigen standardisierten DCF-Modell abgeleitetes Kursziel auf EUR 2,20 je Aktie (bislang EUR 2,10) an.

H1 im Überblick

Die veröffentlichten H1-Zahlen lagen über unseren Erwartungen. Catalis erzielte Umsätze in Höhe von EUR 14,2 Mio. (+5,0 YoY). Das EBIT konnte mit EUR 1,1 Mio. nach EUR 0,2 Mio. mehr als verfünffacht werden. Beim **Nachsteuerergebnis** wurde mit EUR 0,8 Mio. nach knapp EUR 0,2 Mio. im Vorjahr ebenfalls ein nachhaltig profitables Ergebnis erwirtschaftet. Der **operative Cashflow** des ersten Halbjahres lag bei beeindruckenden EUR 1,0 Mio., nachdem im Vorjahreszeitraum noch ein Mittelabfluss von EUR -0,1 Mio. vermeldet werden musste. Auch der **Free Cashflow** drehte mit EUR 0,7 Mio. (Vj.: EUR -0,4 Mio.) ins Positive. Die **Nettoverschuldung** konnte im ersten Halbjahr dementsprechend um rund EUR 0,8 Mio. auf nunmehr EUR 7,3 Mio. abgebaut werden.

H1/2013		Reported	Erwartet	Δ
Umsatz	kEUR	14.211	14.150	0,4%
Testronic	kEUR	9.467	9.799	-3,4%
Kuju	kEUR	4.389	4.105	6,9%
DDP	kEUR	355	246	44,3%
EBIT	kEUR	1.103	857	28,7%
Testronic	kEUR	1.005	950	5,8%
Kuju	kEUR	785	750	4,7%
DDP	kEUR	47	-63	n/a
Corporate	kEUR	-734	-780	-5,9%
Nettoergebnis	kEUR	755	740	2,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

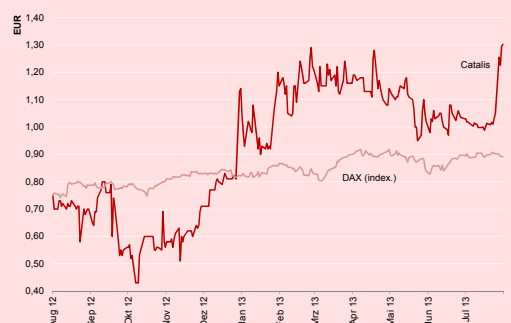
H1 nach Segmenten

Im Segment **Testronic** erzielte Catalis im ersten Halbjahr Umsätze in Höhe von EUR 9,5 Mio. (nach EUR 7,5 Mio. in H1/12, +27,0% YoY). Catalis gelingt es zunehmend, die Früchte der getätigten Investitionen in das Spiele- und Hardware-Testing zu ernten. So konnten in London und Warschau mehr als 40 Neukunden gewonnen werden.

Im Bereich **Kuju** gingen im H1/13 die Erlöse zwar auf EUR 4,4 Mio. von EUR 5,8 Mio. im Vorjahreszeitraum (-23,9% YoY) zurück, das operative Ergebnis verbesserte sich jedoch auf EUR 0,8 Mio. von EUR 0,5 Mio. im Vorjahr. Diese Entwicklung ist das Ergebnis der konsequenten Restrukturierungsmaßnahmen des letzten Jahres, als Kapazitäten angepasst und verlustreiche Standorte geschlossen wurden.

Das aufgegebenes Segment **DDP** blieb mit Umsätzen in Höhe von EUR 0,4 Mio. nach EUR 0,3 Mio. im Vorjahreszeitraum operativ ohne Bedeutung.

WKN/ISIN: A1T98Z/NL0010447306				
Indizes: -				
Transparenzlevel: General Standard				
Gewichtete Anzahl Aktien: 6,2 Mio.				
Marktkapitalisierung: EUR 8,1 Mio.				
Handelsvolumen/Tag: 30.000				
Veröffentlichung Q3/2013: Ende November 2013				
EUR Mio. (31/12)	2011	2012	2013e	2014e
Umsatz	26,4	27,7	30,3	32,6
EBITDA	-1,1	2,1	2,7	3,0
EBIT	-3,5	0,8	2,0	2,4
EBT	-3,8	0,1	0,9	2,3
EAT	-7,4	0,1	0,8	2,1
% vom Umsatz	2011	2012	2013e	2014e
EBITDA	-4,1%	7,5%	8,9%	9,3%
EBIT	-13,4%	3,0%	6,5%	7,4%
EBT	-14,4%	0,4%	2,8%	7,0%
EAT	-28,1%	0,4%	2,7%	6,3%
EUR (je Aktie)	2011	2012	2013e	2014e
EPS	-1,73	0,02	0,13	0,33
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	1,73	1,29	1,38	1,69
Cashflow	-0,50	0,37	0,44	0,51
%	2011	2012	2013e	2014e
EK-Quote	29,3%	31,4%	32,6%	41,2%
Gearing	2,6%	2,5%	85,0%	50,2%
x	2011	2012	2013e	2014e
KGV	n/a	44,5	9,8	4,0
EV/Umsatz	0,72	0,46	0,50	0,38
EV/EBIT	n/a	15,3	7,7	5,2
KBV	1,3	0,6	0,9	0,8
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

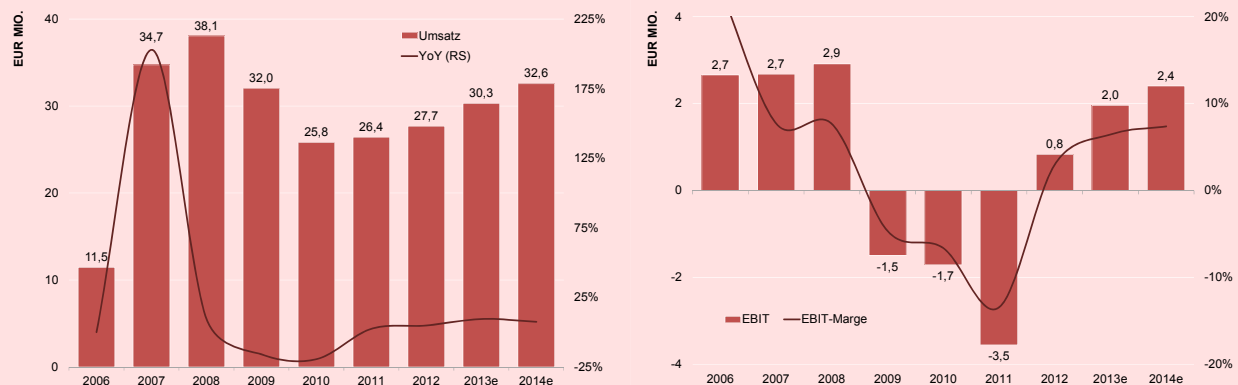
Peter Thilo Hasler, CEFA

+ 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 2013e wurde bestätigt. Demnach erwartet das Management einen Konzernumsatz zwischen EUR 29,0 Mio. und EUR 32,0 Mio. (2012: EUR 27,7 Mio.) und ein operatives Ergebnis zwischen EUR 1,8 Mio. und EUR 2,2 Mio. (2012: EUR 0,8 Mio.). Angabegemäß werden beide Geschäftseinheiten zu dieser Entwicklung beitragen. Da das erste Halbjahr saisonal das schwächere des Jahres darstellt, sehen wir die Guidance für gut erreichbar an.

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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Mit gleich zwei Spielen ist Kuju zum Launch der Xbox One vertreten

Die Spiele-Tochter Zoë Mode ist einer der offiziellen Erstveröffentlichungspartner von Microsofts Xbox One. Die Xbox One ist Microsofts Spielkonsole der achten Generation und Nachfolgerin der Xbox 360. Die Konsole soll nicht nur als Videospieleplattform dienen, sondern den Fernseher auch um Internet und Apps erweitern. Für diese Konsole entwickelt Zoë Mode das Spiel „Powerstar Golf“ als eines von lediglich drei offiziellen Sportspielen von Microsoft. Einen weiteren Blockbuster könnte Zoë Mode mit „Zumba Fitness: World Party“ gelandet haben, einem Fitness und Rhythmus-Spiel für Majesco Entertainment, das ebenfalls zum Launch der Xbox One verfügbar sein wird. Kuju hat für Majesco Entertainment in den letzten Jahren verschiedene Spiele entwickelt und insgesamt mehr als 9 Mio. Einheiten abgesetzt, konnte davon unter dem lang praktizierten reinen Work-for-Hire-Geschäftsmodell aber nicht wirklich profitieren. Dies wird sich in Zukunft ändern. Insbesondere die Neuverhandlung der Royalties dürfte zu erheblichen stillen Reserven in den zuletzt verhandelten Spielverträgen führen. So liegen die Royalties bei Powerstar Golf bei 22,5% der Händlerabgabepreise und damit deutlich über den bisherigen Beträgen von höchstens USD 3,00 je verkaufter Einheit.

Gegenüber den bisherigen Royalty-Verträgen ist Catalis zukünftig um ein Vielfaches stärker an den Verkaufserfolgen der von Kuju entwickelten Spiele beteiligt.

Bestätigung unserer Prognosen 2013e und 2014e

Für 2013e rechnen wir mit Erlösen in Höhe von EUR 30,3 Mio. und einem EBIT von EUR 2,0 Mio., was einer EBIT-Marge von 6,5% entspricht. Bezogen auf 6,2 Mio. Aktien entspricht dies einem unverwässerten EPS von EUR 0,132 bzw. einem verwässerten EPS von EUR 0,106. Für 2014e rechnen wir mit Erlösen von EUR 32,6 Mio., einem EBIT von EUR 2,4 Mio. und einem verwässerten (unverwässerten) Ergebnis je Aktie von EUR 0,329 (EUR 0,263).

Unser Kursziel von EUR 2,20 (bislang EUR 2,10) je Aktie ist das Ergebnis eines dreistufigen standardisierten DCF-Modells („Base Case“). Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 1,30 je Aktie ergibt sich auf Sicht von zwölf Monaten ein Kurspotenzial von 69,2%. Wir bestätigen daher unser Buy-Rating.

Anhebung des Kursziels auf EUR 2,20, Bestätigung 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 8,5% aufweisen wird;
- ✦ die Umsätze in der Grobplanungsphase 2015e-2023e ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 3,9% 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;
- ✦ 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 1,8% 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 0,4 Punkten, Risiken aus der Wettbewerbsintensität mit 0,3 Punkten, Risiken aus der Unternehmensprognose mit 0,2 Punkten und Risiken aus dem Geschäftsmodell sowie dem Diversifizierungsgrad 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 CCC aufweist, was im Terminal Value mit einer jährlichen Insolvenzwahrscheinlichkeit von etwa 3,0% verbunden ist;
- ✦ dass sich die aktuellen WACC aus dem risikolosen Zins von derzeit 1,8% – ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen und einer implizit ermittelten Risikoprämie für den Gesamtmarkt von aktuell 4,9% – 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 11,5%.
- ✦ 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 11,5% auf dann 8,8%.

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

Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 2,20 je Aktie

Dabei werden etwa 48,0% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 52,0% aus den in der Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 2,20 je Aktie

TABELLE 1: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL

X	Bewertung zu aktuell EUR 1,30		Bewertung zu PT EUR 2,20	
	2013e	2014e	2013e	2014e
KGV	9,8x	4,0x	16,6x	6,7x
EV/Umsatz	0,50x	0,38x	0,68x	0,55x
EV/EBIT	7,7x	5,2x	10,6x	7,5x

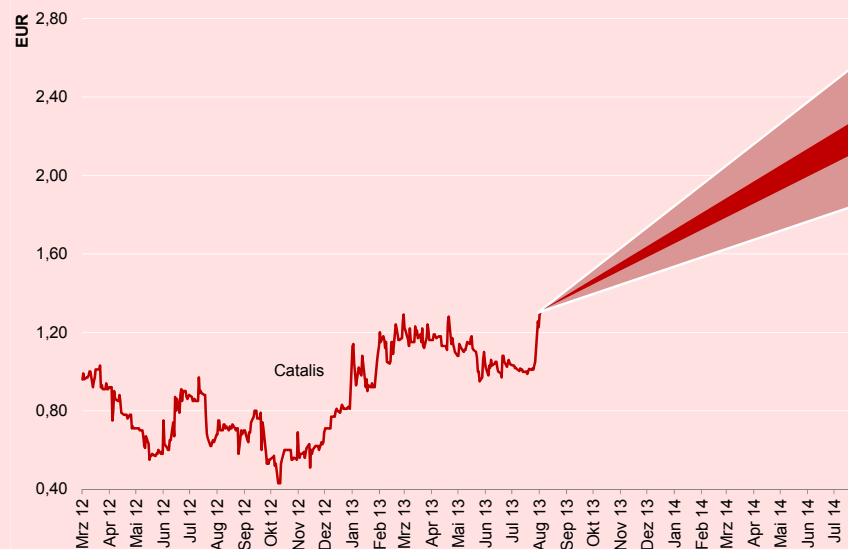
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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 2,7% von aktuell 1,8%. 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 1,80 je Aktie zurückgehen.
- ✦ **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 0,30 auf EUR 2,50 je Aktie anheben.

ABBILDUNG 2: KURSENTWICKLUNG UND –PROGNOSE



Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 2,20 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

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

Risiken

(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.

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) Kuju ist 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“). Durch eine Neuverhandlung der Royalty-Verträge profitiert Kuju wesentlich stärker von dem Absatzerfolgen der eigen entwickelten Spiele als in der Vergangenheit.

Fokus auf Qualitätssicherung und Videospieldentwicklung

Gewinn- und Verlustrechnung

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
Umsatzerlöse	kEUR	11.464	34.727	38.063	32.005	25.793	26.415	27.683	30.307	32.567
YoY	%	n/a	202,9%	9,6%	-15,9%	-19,4%	2,4%	4,8%	9,5%	7,5%
Fremd- und Materialkosten	kEUR	-1.845	-5.262	-3.635	-4.398	-3.758	-4.585	-2.156	-2.215	-2.364
in % der Umsätze	%	-16,1%	-15,2%	-9,5%	-13,7%	-14,6%	-17,4%	-7,8%	-7,3%	-7,3%
Aufwand für Personal	kEUR	-5.042	-20.497	-22.565	-20.054	-15.563	-16.089	-17.068	-18.843	-19.974
in % der Umsätze	%	-44,0%	-59,0%	-59,3%	-62,7%	-60,3%	-60,9%	-61,7%	-62,2%	-61,3%
Verwaltungsaufwendungen	kEUR	-1.700	-5.251	-7.665	-7.345	-6.813	-6.836	-6.379	-6.566	-7.204
in % der Umsätze	%	-14,8%	-15,1%	-20,1%	-22,9%	-26,4%	-25,9%	-23,0%	-21,7%	-22,1%
EBITDA	kEUR	2.877	3.717	4.198	208	-341	-1.095	2.080	2.683	3.025
EBITDA Marge	%	25,1%	10,7%	11,0%	0,6%	-1,3%	-4,1%	7,5%	8,9%	9,3%
YoY	%	n/a	29,2%	12,9%	-95,0%	n/a	221,1%	n/a	29,0%	12,7%
Abschreibungen	kEUR	-216	-1.041	-1.282	-1.698	-1.363	-2.453	-1.251	-727	-619
Auf Sachanlagen	kEUR	-209	-915	-1.176	-1.395	-1.203	-847	-652	-706	-619
Amortisation	kEUR	-7	-126	-106	-84	-66	-484	-340	-21	0
Goodwill Impairment	kEUR	0	0	0	-219	-94	-1.122	-259	0	0
EBIT	kEUR	2.661	2.676	2.916	-1.490	-1.704	-3.548	829	1.956	2.406
EBIT Marge	%	23,2%	7,7%	7,7%	-4,7%	-6,6%	-13,4%	3,0%	6,5%	7,4%
YoY	%	n/a	0,6%	9,0%	-151,1%	14,4%	108,2%	-123,4%	136,0%	23,0%
Finanzergebnis	kEUR	-442,00	-1011,00	-849,00	-481,00	-878,00	-243,00	-727,00	-1103,55	-113,00
davon sonstige Zinserträge	kEUR	-231,00	-764,00	211,00	133,00	8,00	5,00	-16,00	-79,19	27,00
davon Zinsaufwendungen	kEUR	-211,00	0,00	-543,00	-312,00	-420,00	-484,00	-585,00	-646,92	-140,00
in % vom Nettovermögen	kEUR	-2,0%	0,0%	-6,6%	-4,2%	-5,4%	-4,7%	-6,2%	-6,8%	-2,2%
Währungsdifferenzen	kEUR	0,00	-247,00	-517,00	-302,00	-466,00	236,00	-126,00	-377,44	0,00
EBT	kEUR	2.219	1.665	2.067	-1.971	-2.582	-3.791	102	853	2.293
EBT-Marge	%	19,4%	4,8%	5,4%	-6,2%	-10,0%	-14,4%	0,4%	2,8%	7,0%
Steuern	kEUR	-18	165	51	1.692	211	-3.637	3	-27	-240
Steuerquote	%	-0,8%	9,9%	2,5%	-85,8%	-8,2%	95,9%	2,9%	-3,2%	-10,5%
Nettoergebnis vor Minderheiten	kEUR	2.201	1.830	2.118	-279	-2.371	-7.428	105	826	2.053
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	105	826	2.053
Nettomarge	%	19,2%	5,3%	5,6%	-0,9%	-9,2%	-28,1%	0,4%	2,7%	6,3%
YoY	%	n/a	-16,9%	15,7%	-113,2%	749,8%	213,3%	-101,4%	686,2%	148,7%
Anzahl der Aktien	1.000	2.296	2.689	2.689	3.633	3.788	4.305	6.065	6.242	6.242
Anzahl Aktien verwässert	1.000	2.732	2.963	2.864	3.665	3.788	4.305	6.065	7.792	7.792
EPS	EUR	0,96	0,68	0,79	-0,08	-0,63	-1,73	0,02	0,13	0,33
EPS verwässert	EUR	0,81	0,62	0,74	-0,08	-0,63	-1,73	0,02	0,11	0,26

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale)

		Q1/2013	Q2/2013	H1/2013	Q3/2013e	9M/2013e	Q4/2013e	2013e
Umsatzerlöse	kEUR	7.022	7.189	14.211	8.240	22.451	7.856	30.307
YoY	%	1,7%	8,5%	5,0%	13,2%	7,9%	14,3%	9,5%
Fremd- und Materialkosten	kEUR	-333	-1.019	-1.352	-804	-2.156	-59	-2.215
in % der Umsätze	%	-4,7%	-14,2%	-9,5%	-9,8%	-9,6%	-0,8%	-7,3%
Aufwand für Personal	kEUR	-4.337	-4.465	-8.802	-1.021	-9.823	-9.020	-18.843
in % der Umsätze	%	-61,8%	-62,1%	-61,9%	-12,4%	-43,8%	-114,8%	-62,2%
Verwaltungsaufwendungen	kEUR	-1.633	-944	-2.577	-6.439	-9.016	2.450	-6.566
in % der Umsätze	%	-23,3%	-13,1%	-18,1%	-78,1%	-40,2%	31,2%	-21,7%
EBITDA	kEUR	719	761	1.480	-24	1.456	1.227	2.683
EBITDA Marge	%	10,2%	10,6%	10,4%	-0,3%	6,5%	15,6%	8,9%
YoY	%	76,2%	222,5%	129,8%	-105,1%	30,6%	27,2%	29,0%
Abschreibungen	kEUR	-169	-208	-377	-123	-500	-228	-727
Auf Sachanlagen	kEUR	-169	-187	-356	-123	-479	-228	-706
Amortisation	kEUR	0	-21	-21	0	-21	0	-21
Goodwill Impairment	kEUR	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	kEUR	550	553	1.103	-147	956	1.000	1.956
EBIT Marge	%	7,8%	7,7%	7,8%	-1,8%	4,3%	12,7%	6,5%
YoY	%	461,2%	407,3%	432,9%	-130,8%	39,8%	589,5%	136,0%
Finanzergebnis	kEUR	-241,00	-100,00	-341,00	-115,14	-456,14	-647,41	-1103,55
davon sonstige Zinserträge	kEUR	-44,00	-16,00	-60,00	-38,38	-98,38	19,19	-79,19
davon Zinsaufwendungen	kEUR	-105,00	-146,00	-251,00	-380,77	-631,77	-15,15	-646,92
in % vom Nettovermögen	kEUR	-4,6%	-6,7%	-5,8%	-15,2%	-8,4%	-0,6%	-6,8%
Währungsdifferenzen	kEUR	-92,00	62,00	-30,00	304,01	274,01	-651,45	-377,44
EBT	kEUR	309	453	762	-262	500	352	853
EBT-Marge	%	4,4%	6,3%	5,4%	-3,2%	2,2%	4,5%	2,8%
Steuern	kEUR	-10	3	-7	-10	-17	-10	-27
Steuerquote	%	-3,2%	0,7%	-0,9%	3,8%	-3,4%	-2,8%	-3,2%
Nettoergebnis vor Minderheiten	kEUR	299	456	755	-272	483	342	826
Anteile Dritter	kEUR	0	0	0	0	0	0	0
Nettoergebnis nach Drittanteilen	kEUR	299	456	755	-272	483	342	826
Nettomarge	%	4,3%	6,3%	5,3%	-3,3%	2,2%	4,4%	2,7%
YoY	%	n/a	80,2%	341,5%	-152,9%	-29,5%	-159,0%	686,2%
Anzahl der Aktien	1.000	6.242	6.242	6.242	6.242	6.242	6.242	6.242
Anzahl Aktien verwässert	1.000	6.242	7.792	7.792	7.792	7.792	7.792	7.792
EPS	EUR	0,05	0,07	0,12	-0,04	0,08	0,05	0,13
EPS verwässert	EUR	0,05	0,06	0,10	-0,03	0,06	0,04	0,11

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
Langfristige Vermögenswerte	kEUR	10.081	18.586	17.694	19.148	20.351	17.312	17.013	17.120	16.530
Geschäfts- und Firmenwerte	kEUR	6.899	14.950	13.237	13.461	14.105	14.331	14.455	14.331	14.331
Sonstiges immaterielles Vermögen	kEUR	62	364	197	129	906	997	586	943	943
Sachanlagen	kEUR	966	1.861	2.546	2.246	1.598	1.794	1.776	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	196	196	196
Kurzfristige Vermögenswerte	kEUR	13.424	10.567	9.841	8.567	6.874	8.073	7.840	9.242	9.125
Forderungen L+L	kEUR	3.584	4.584	5.489	2.817	3.605	4.035	4.401	4.866	5.282
Vorräte	kEUR	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Steuern und Sozialversicherungen	kEUR	151	124	119	569	77	222	186	20	0
Sonstige Vermögensgegenstände	kEUR	1.028	3.128	3.046	3.797	2.049	2.929	1.787	1.841	1.896
Ertragssteuern	kEUR	115	9	61	284	178	87	90	0	0
Zahlungsmittel	kEUR	8.546	2.722	1.126	1.100	965	800	1.376	2.515	1.947
Gesamt Aktiva	kEUR	23.505	29.153	27.535	27.715	27.225	25.385	24.853	26.362	25.655
Eigenkapital	kEUR	9.310	12.856	12.484	14.113	12.406	7.439	7.816	8.589	10.557
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	19.349	19.349	19.349
Aktienbasierte Vergütung	kEUR	37	731	779	366	379	406	438	469	501
Gewinnrücklagen	kEUR	-8.623	-7.314	-5.162	-5.003	-7.374	-14.802	-14.697	-13.871	-11.818
Währungsunterschiede	kEUR	-147	-1.790	-4.362	-3.846	-3.195	-3.436	-3.516	-3.600	-3.717
Langfristige Schulden	kEUR	10.838	8.233	6.629	187	102	190	196	7.298	5.304
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	196	198	204
Kurzfristige Schulden	kEUR	3.357	8.064	8.422	13.415	14.717	17.756	16.841	10.475	9.793
Finanzschulden	kEUR	0	0	880	6.420	5.540	8.625	8.731	0	0
Überziehungskredit	kEUR	0	8	948	1.084	2.281	1.722	688	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	5.627	6.222	6.753
Steuern und Sozialversicherungen	kEUR	150	1.321	2.455	595	732	1.295	1.353	1.380	1.380
Steuerschulden	kEUR	274	10	207	109	84	53	52	57	63
Rückstellungen	kEUR	78	1.652	88	1.242	0	596	390	402	414
Gesamt Passiva	kEUR	23.505	29.153	27.535	27.715	27.225	25.385	24.853	26.362	25.655

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Normalisierte Fassung)

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
Langfristige Vermögenswerte	%	43%	64%	64%	69%	75%	68%	68%	65%	64%
Geschäfts- und Firmenwerte	%	29%	51%	48%	49%	52%	56%	58%	54%	56%
Sonstiges immaterielles Vermögen	%	0%	1%	1%	0%	3%	4%	2%	4%	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%	32%	35%	36%
Forderungen L+L	%	15%	16%	20%	10%	13%	16%	18%	18%	21%
Vorräte	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Steuern und Sozialversicherungen	%	1%	0%	0%	2%	0%	1%	1%	0%	0%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	4%	11%	11%	14%	8%	12%	7%	7%	7%
Ertragssteuern	%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Zahlungsmittel	%	36%	9%	4%	4%	4%	3%	6%	10%	8%
Gesamt Aktiva	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Eigenkapital	%	40%	44%	45%	51%	46%	29%	31%	33%	41%
Gezeichnetes Kapital	%	10%	9%	10%	14%	14%	23%	25%	24%	24%
Kapitalrücklagen	%	67%	64%	67%	68%	69%	76%	78%	73%	75%
Aktienbasierte Vergütung	%	0%	3%	3%	1%	1%	2%	2%	2%	2%
Gewinnrücklagen	%	-37%	-25%	-19%	-18%	-27%	-58%	-59%	-53%	-46%
Währungsunterschiede	%	-1%	-6%	-16%	-14%	-12%	-14%	-14%	-14%	-14%
Langfristige Schulden	%	46%	28%	24%	1%	0%	1%	1%	28%	21%
Finanzschulden	%	45%	28%	23%	0%	0%	0%	0%	27%	20%
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%	68%	40%	38%
Finanzschulden	%	0%	0%	3%	23%	20%	34%	35%	0%	0%
Überziehungskredit	%	0%	0%	3%	4%	8%	7%	3%	9%	5%
Finance Lease Verbindlichkeiten	%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten L+L	%	12%	17%	14%	14%	22%	22%	23%	24%	26%
Steuern und Sozialversicherungen	%	1%	5%	9%	2%	3%	5%	5%	5%	5%
Steuerschulden	%	1%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rückstellungen	%	0%	6%	0%	4%	0%	2%	2%	2%	2%
Gesamt Passiva	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Cashflow-Statement

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
Konzernergebnis	kEUR	2.201	1.830	2.118	-279	-2.371	-7.428	105	826	2.053
Abschreibungen	kEUR	216	1.041	1.282	1.698	1.363	2.453	1.251	727	619
Veränderung der Rückstellungen	kEUR	-12	1.574	-1.564	1.154	-1.242	596	-206	12	12
Aktienbasierte Vergütung	kEUR	37	0	48	25	27	27	32	31	33
Veränderung der latenten Steuern	kEUR	18	-165	-51	-1.692	-211	3.637	-7	124	252
Δ sonstige Aktiva	kEUR	-1.059	-446	-818	1.471	1.452	-1.455	812	-353	-450
Δ Verbindlichkeiten u. a. Passiva	kEUR	1.328	-2.042	-201	-1.819	2.325	61	220	622	531
Bereinigungen/ geleistete Zinszahlungen	kEUR	-165	0	-113	-18	-513	-44	-9	13	0
CFO	kEUR	2.763	1.943	490	407	822	-2.158	2.214	2.727	3.162
Investitionen Immaterielles Vermögen	kEUR	-4.363	-428	61	-16	-843	-575	71	-378	-357
Investitionen Sachanlagen	kEUR	-1.088	-944	-1.861	-1.095	-555	-1.043	-634	-580	-29
Bereinigungen	kEUR	0	-5.858	-207	164	23	-1.094	-272	0	0
CFI	kEUR	-5.451	-7.230	-2.007	-947	-1.375	-2.712	-835	-958	-386
FCF	kEUR	-2.688	-5.287	-1.517	-540	-553	-4.870	1.379	1.769	2.776
Barkapitalerhöhungen	kEUR	-16	0	0	1.367	-12	2.675	320	0	0
Δ Finanzverbindlichkeiten	kEUR	8.180	0	-880	-880	-880	3.085	106	-1.631	-2.000
Auszahlungen Dividende	kEUR	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bereinigungen/ geleistete Zinszahlungen	kEUR	0	8	940	136	1.197	-559	-1.034	1.000	-1.343
CFF	kEUR	8.164	8	60	623	305	5.201	-608	-631	-3.343
Δ Liquide Mittel	kEUR	5.420	-5.824	-1.596	-26	-135	-165	576	1.138	-567
Liquide Mittel am Anfang der Periode	kEUR	3.126	8.546	2.722	1.126	1.100	965	800	1.376	2.515
Liquide Mittel am Ende der Periode*	kEUR	8.546	2.722	1.126	1.100	965	800	1.376	2.515	1.947
* Ohne Bank Overdraft										
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN										

Segmente

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
Konzern										
Umsatzerlöse	kEUR	11.464	34.727	38.063	32.005	25.793	26.415	27.683	30.307	32.567
YoY	%	n/a	202,9%	9,6%	-15,9%	-19,4%	2,4%	4,8%	9,5%	7,5%
EBIT	kEUR	2.661	2.676	2.916	-1.490	-1.704	-3.548	829	1.956	2.406
EBIT-Marge	%	23,2%	7,7%	7,7%	-4,7%	3,8%	-73,8%	2,1%	12,7%	11,4%
YoY	%	n/a	0,6%	9,0%	-151,1%	14,4%	108,2%	-123,4%	136,0%	23,0%
Testronic										
Umsatzerlöse	kEUR	n/a	13.976	15.002	12.353	13.446	13.954	16.163	19.657	22.909
YoY	%	n/a	n/a	7,3%	-17,7%	8,8%	3,8%	15,8%	21,6%	16,5%
EBIT	kEUR	n/a	2.806	1.928	-252	957	916	935	1.701	2.211
EBIT-Marge	%	n/a	20,1%	12,9%	-2,0%	7,1%	6,6%	5,8%	8,7%	9,7%
YoY	%	n/a	n/a	-31,3%	-113,1%	n/a	-4,3%	2,1%	81,9%	30,0%
Kuju										
Umsatzerlöse	kEUR	n/a	20.751	23.061	19.652	12.347	12.267	10.988	10.651	9.658
YoY	%	n/a	n/a	11,1%	-14,8%	-37,2%	-0,6%	-10,4%	-3,1%	-9,3%
EBIT	kEUR	n/a	1.457	1.908	46	-1.169	-157	1.061	1.514	1.509
EBIT-Marge	%	n/a	7,0%	8,3%	0,2%	-9,5%	-1,3%	9,7%	14,2%	15,6%
YoY	%	n/a	n/a	31,0%	-97,6%	n/a	-86,6%	n/a	42,7%	-0,3%
DDP										
Umsatzerlöse	kEUR	0	0	0	0	0	194	532	0	0
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	174,2%	-100,0%	n/a
EBIT	kEUR	0	0	0	0	-399	-2.976	-35	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%	-98,8%	-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	-1.132	-1.258	-1.314
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%	-15,0%	11,2%	4,4%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

DCF-Modell

		2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	20120e	2021e	2022e	2023e	TV	
Umsatz	kEUR	30.307	32.567	34.811	36.855	38.569	39.923	40.983	41.861	42.658	43.434	44.217	44.216	
Umsatzwachstum	%	9,5%	7,5%	6,9%	5,9%	4,7%	3,5%	2,7%	2,1%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%	
EBIT	kEUR	1.956	2.406	2.746	3.092	3.428	3.748	4.053	4.349	4.645	4.946	5.257	4.422	
EBIT-Marge	%	6,5%	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%	11,9%	10,0%	
Steuerquote (τ)	%	3,2%	10,5%	20,2%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
EBIT(1-τ)	kEUR	1.894	2.154	2.190	2.164	2.400	2.624	2.837	3.044	3.251	3.462	3.680	3.095	
Reinvestment	kEUR	-958	-386	-748	-852	-932	-953	-908	-836	-789	-776	-783	-310	
FCFF	kEUR	936	1.768	1.442	1.312	1.468	1.670	1.929	2.208	2.463	2.687	2.897	2.785	
Invested Capital	kEUR	13.174	13.710	14.458	15.310	16.241	17.195	18.102	18.938	19.727	20.503	21.285		
ROCE	%	12,5%	16,4%	16,0%	15,0%	15,7%	16,2%	16,5%	16,8%	17,2%	17,6%	17,9%	9,1%	
WACC	%	11,5%	11,5%	11,5%	11,1%	10,8%	10,5%	10,1%	9,8%	9,5%	9,1%	8,8%	8,8%	
PV(FCFF)	kEUR	936	1.586	1.161	950	959	988	1.036	1.080	1.100	1.100	1.090		
Terminal Cashflow	kEUR	2.785												
Terminal Cost of Capital	kEUR	8,8%												
Insolvenzwahrscheinlichkeit im TV	%	3,0%												
Terminal Value	kEUR	27.012												
PV(Terminal Value)	kEUR	11.056												
PV (Cashflow über 10 Jahre)	kEUR	11.985												
Wert der operativen Assets	kEUR	23.042												
									TV CAGR					
							EUR	0,9%	1,2%	1,5%	1,8%	2,1%	2,4%	2,7%
							7,0%	1,83	1,80	1,77	1,74	1,71	1,68	1,64
Finanzschulden	kEUR	-7.100					8,0%	1,97	1,95	1,92	1,89	1,85	1,82	1,78
Überziehungskredit	kEUR	-1.556					9,0%	2,12	2,09	2,06	2,03	1,99	1,96	1,93
Cash	kEUR	2.515					10,0%	2,26	2,23	2,20	2,17	2,14	2,10	2,07
Wert des Eigenkapitals	kEUR	16.900					11,0%	2,40	2,37	2,34	2,31	2,28	2,24	2,21
Anzahl Aktien	1,000	7.792					12,0%	2,54	2,51	2,48	2,45	2,42	2,38	2,35
Wert je Aktie (verwässert)	EUR	2,17					13,0%	2,68	2,66	2,63	2,59	2,56	2,53	2,49

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
Key Data										
Umsatz	KEUR	11.464	34.727	38.063	32.005	25.793	26.415	27.683	30.307	32.567
Rohrertrag	KEUR	9.619	29.465	34.428	27.607	22.035	21.830	25.527	28.092	30.203
EBITDA	KEUR	2.877	3.717	4.198	208	-341	-1.095	2.080	2.683	3.025
EBIT	KEUR	2.661	2.676	2.916	-1.490	-1.704	-3.548	829	1.956	2.406
EBT	KEUR	2.219	1.665	2.067	-1.971	-2.582	-3.791	102	853	2.293
Nettoergebnis	KEUR	2.201	1.830	2.118	-279	-2.371	-7.428	105	826	2.053
Anzahl Mitarbeiter		173	418	544	434	366	344	330	340	350
Je Aktie										
Kurs Hoch	EUR	15,60	15,00	12,60	3,90	3,20	3,40	1,37	1,30	
Kurs Tief	EUR	9,70	8,40	2,30	1,50	1,30	1,00	0,43	0,77	
Kurs Durchschnitt	EUR	12,65	11,70	7,45	2,70	2,25	2,20	0,81	1,07	
Schlusskurs	EUR	12,00	12,60	3,20	2,40	2,60	2,20	0,77	1,30	1,30
EPS	EUR	0,96	0,68	0,79	-0,08	-0,63	-1,73	0,02	0,13	0,33
BVPS	EUR	4,06	4,78	4,64	3,88	3,28	1,73	1,29	1,38	1,69
CFPS	EUR	1,20	0,72	0,18	0,11	0,22	-0,50	0,37	0,44	0,51
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR									2,20
Performance bis Kursziel	%									69,2%
Profitabilitätskennzahlen										
Rohrertragsmarge	%	83,9%	84,8%	90,5%	86,3%	85,4%	82,6%	92,2%	92,7%	92,7%
EBITDA-Marge	%	25,1%	10,7%	11,0%	0,6%	n/a	n/a	7,5%	8,9%	9,3%
EBIT-Marge	%	23,2%	7,7%	7,7%	-4,7%	n/a	n/a	3,0%	6,5%	7,4%
EBT-Marge	%	19,4%	4,8%	5,4%	-6,2%	n/a	n/a	0,4%	2,8%	7,0%
Netto-Marge	%	19,2%	5,3%	5,6%	-0,9%	n/a	n/a	0,4%	2,7%	6,3%
FCF-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	5,0%	5,8%	8,5%
ROE	%	23,6%	16,5%	16,7%	-2,1%	-17,9%	-74,9%	1,4%	10,1%	21,4%
NWC/Umsatz	%	7,6%	-1,7%	4,6%	-3,0%	-9,2%	-5,4%	-4,4%	-4,5%	-4,5%
Pro-Kopf-Umsatz	KEUR	66,3	83,1	70,0	73,7	70,5	76,8	83,9	89,1	93,0
Pro-Kopf-EBIT	KEUR	15,4	6,4	5,4	-3,4	-4,7	-10,3	2,5	5,8	6,9
Capex/Umsatz	%	-9,5%	-2,7%	-4,9%	-3,4%	-2,2%	-3,9%	-2,3%	-1,9%	-0,1%
Wachstumsraten										
Umsatz	%	n/a	202,9%	9,6%	-15,9%	-19,4%	2,4%	4,8%	9,5%	7,5%
Rohrertrag	%	n/a	206,3%	16,8%	-19,8%	-20,2%	-0,9%	16,9%	10,0%	7,5%
EBITDA	%	n/a	29,2%	12,9%	-95,0%	n/a	221,1%	n/a	29,0%	12,7%
EBIT	%	n/a	0,6%	9,0%	n/a	14,4%	108,2%	n/a	136,0%	23,0%
EBT	%	n/a	-25,0%	24,1%	n/a	31,0%	46,8%	n/a	735,8%	169,0%
Nettoergebnis	%	n/a	-16,9%	15,7%	n/a	749,8%	213,3%	n/a	686,2%	148,7%
EPS	%	n/a	-29,0%	15,7%	n/a	715,0%	-6,0%	n/a	663,8%	148,7%
CFPS	%	n/a	-40,0%	-74,8%	-38,5%	93,7%	n/a	n/a	19,7%	15,9%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN										

Auf einen Blick II

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
Bilanzkennzahlen										
Sachanlagevermögen	kEUR	10.081	18.586	17.694	19.148	20.351	17.312	17.013	17.120	16.530
Umlaufvermögen	kEUR	13.424	10.567	9.841	8.567	6.874	8.073	7.840	9.242	9.125
Eigenkapital	kEUR	9.310	12.856	12.484	14.113	12.406	7.439	7.816	8.589	10.557
Verbindlichkeiten	kEUR	14.195	16.297	15.051	13.602	14.819	17.946	17.037	17.773	15.097
EK-Quote	%	39,6%	44,1%	45,3%	50,9%	45,6%	29,3%	31,4%	32,6%	41,2%
Gearing	%	116,4%	64,0%	53,1%	1,3%	0,8%	2,6%	2,5%	85,0%	50,2%
Working Capital	kEUR	729	-489	1.751	-962	-2.362	-1.430	-1.226	-1.356	-1.471
Capital Employed	kEUR	1.757	1.736	4.494	1.413	142	1.361	1.136	1.237	532
Enterprise Value										
Anzahl Aktien	Mio.	2,3	2,7	2,7	3,6	3,8	4,3	6,1	6,2	6,2
Marktkapitalisierung Hoch	kEUR	35.816	40.335	33.881	14.168	12.121	14.636	8.309		
Marktkapitalisierung Tief	kEUR	22.270	22.588	6.185	5.449	4.924	4.305	2.608		
Marktkapitalisierung Durchschn.	kEUR	29.043	31.461	20.033	9.809	8.523	9.470	4.912		
Marktkapitalisierung Schlusskurs	kEUR	27.551	33.881	8.605	8.719	9.849	9.470	4.670	8.115	8.115
Nettoverschuldung	kEUR	2.052	5.466	7.122	6.404	6.856	9.547	8.043	6.999	4.336
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	16.352		
Enterprise Value Tief	kEUR	25.188	28.054	13.307	11.853	11.780	13.852	10.651		
Enterprise Value Durchschnitt	kEUR	31.961	36.927	27.155	16.213	15.379	19.017	12.955		
Enterprise Value Schlusskurs	kEUR	30.469	39.347	15.727	15.123	16.705	19.017	12.713	15.115	12.451
Bewertungskennzahlen										
EV/Umsatz Hoch	x	3,38	1,32	1,08	0,64	0,74	0,92	0,59		
EV/Umsatz Tief	x	2,20	0,81	0,35	0,37	0,46	0,52	0,38		
EV/Umsatz Durchschnitt	x	2,79	1,06	0,71	0,51	0,60	0,72	0,47		
EV/Umsatz Schlusskurs	x	2,66	1,13	0,41	0,47	0,65	0,72	0,46	0,50	0,38
EV/EBIT Hoch	x	14,6	17,1	14,1	n/a	n/a	n/a	19,7		
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	15,6		
EV/EBIT Schlusskurs	x	11,5	14,7	5,4	n/a	n/a	n/a	15,3	7,7	5,2
KGV Hoch	x	16,3	22,0	16,0	n/a	n/a	n/a	79,1		
KGV Tief	x	10,1	12,3	2,9	n/a	n/a	n/a	24,8		
KGV Durchschnitt	x	13,2	17,2	9,5	n/a	n/a	n/a	46,8		
KGV Schlusskurs	x	12,5	18,5	4,1	n/a	n/a	n/a	44,5	9,8	4,0
KBV	x	3,0	2,6	0,7	0,6	0,8	1,3	0,6	0,9	0,8
KCF	x	10,0	17,4	17,6	21,4	12,0	n/a	2,1	3,0	2,6
FCF-yield	%	-9,8%	-15,6%	-17,6%	-6,2%	-5,6%	-51,4%	29,5%	21,8%	34,2%
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	2.214	2.727	3.162
Investiver Cashflow	kEUR	-5.451	-7.230	-2.007	-947	-1.375	-2.712	-835	-958	-386
Free Cashflow	kEUR	-2.688	-5.287	-1.517	-540	-553	-4.870	1.379	1.769	2.776
Finanz Cashflow	kEUR	8.164	8	60	623	305	5.201	-608	-631	-3.343
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN										

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:

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
22.08.2013	EUR 2,20	Buy	8
16.07.2013	EUR 2,10	Buy	8
05.06.2013	EUR 0,21 (vor Zusammenlegung)	Buy	8
20.03.2013	EUR 0,21 (vor Zusammenlegung)	Buy	8
22.01.2013	EUR 0,18 (vor Zusammenlegung)	Buy	8
28.11.2012	EUR 0,18 (vor Zusammenlegung)	Buy	8
16.08.2012	EUR 0,18 (vor Zusammenlegung)	Buy	1; 8
16.07.2012	EUR 0,20 (vor Zusammenlegung)	Buy	1; 8
09.07.2012	EUR 0,22 (vor Zusammenlegung)	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.