

Catalis

Reuters: AECO.DE

Bloomberg: XAE:GR

Rating: Buy **Risiko: Hoch**
Kurs: EUR 0,09
Kursziel: EUR 0,20 (vorher: EUR 0,22)

Kapitalerhöhung – erster Auftrag für Kuju Partners – Buy

Mit der geplanten Kapitalerhöhung um rund 21% geht Catalis zwei Themen auf einmal an: (1) bietet das neue Management institutionellen Investoren insbesondere aus Großbritannien eine attraktive Einstiegschance, und (2) verbessert sich die Kapitalbasis, was Spielraum für Übernahmen oder eine Rückzahlung von Bankverbindlichkeiten gibt. Damit dürften Befürchtungen von Investoren über die Liquidität und Solvenz der Gesellschaft weiter entkräftet werden. Wir bestätigen unser Buy-Rating und unser um die Kapitalerhöhung adjustiertes Kursziel von EUR 0,20 je Aktie.

„Bis zu“-Kapitalerhöhung zum Nominalwert

Catalis plant, das Grundkapital von derzeit EUR 5,887 Mio. um bis zu EUR 1,261 Mio. auf bis zu EUR 7,148 Mio. (+21,4%) zu erhöhen. Das Bezugsrechtsverhältnis liegt bei 14:3. Nach Abschluss der Transaktion wird die Anzahl ausstehender Aktien auf bis zu 71,487 Mio. Aktien ansteigen. Bei einem Bezugspreis von EUR 0,10 je Aktie wird Catalis ein Bruttoerlös in Höhe von bis zu EUR 1,261 Mio. zufließen. Die Bezugsfrist läuft voraussichtlich vom 12. bis 26. Juli 2012.

Mittelverwendung

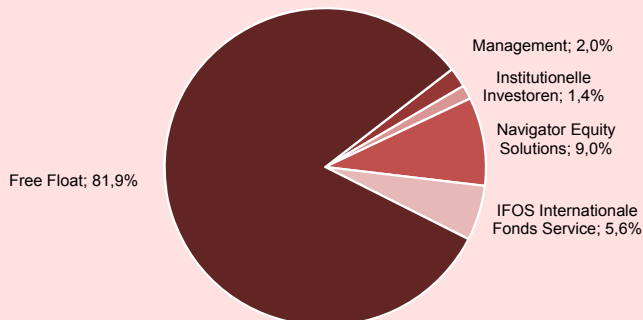
Die Mittel aus der Kapitalerhöhung dienen der allgemeinen Stärkung der Kapitalbasis, sollten aber insbesondere zur Finanzierung des weiteren Wachstums durch neue Geschäftsfelder eingesetzt werden. Zu nennen sind der Aufbau von Kuju Partners und die Finanzierung des Großauftrags mit einem führenden Social Games-Entwickler.

Kein Bezugsrechtehandel

Ein Bezugsrechtehandel findet nicht statt. Aktionäre können an der Kapitalerhöhung im Rahmen eines Mehrbezugs über die jeweils zustehenden Bezugsrechte hinaus teilnehmen. Nicht bezogene Aktien werden institutionellen Investoren im Rahmen einer Privatplatzierung nach Ende der Bezugsfrist zum Kauf angeboten. Management und Hauptaktionäre haben bereits signalisiert, ihre Bezugsrechtsverhältnisse in „signifikanter Höhe“ auszunutzen.

WKN/ISIN: 927093/NL0000233625				
Indizes: -				
Transparenzlevel: General Standard				
Gewichtete Anzahl Aktien: 71,5 Mio.*				
Marktkapitalisierung: EUR 6,6 Mio.*				
Handelsvolumen/Tag: 300.000				
Veröffentlichung H1/2012: Ende August 2012				
* nach erfolgter Kapitalerhöhung				
EUR Mio. (31/12)	2010	2011	2012e	2013e
Umsatz	25,8	26,4	30,2	35,3
EBITDA	-0,3	-1,1	1,9	2,6
EBIT	-1,7	-3,5	1,0	2,0
EBT	-2,6	-3,7	0,6	1,8
EAT	-2,4	-7,3	0,6	1,8
% vom Umsatz	2010	2011	2012e	2013e
EBITDA	-1,3%	-4,1%	6,3%	7,4%
EBIT	-6,6%	-13,4%	3,3%	5,7%
EBT	-10,0%	-14,0%	1,9%	5,1%
EAT	-9,2%	-27,8%	1,9%	5,0%
EUR (je Aktie)	2010	2011	2012e	2013e
EPS*	-0,06	-0,17	0,01	0,02
Dividende*	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert*	0,33	0,17	0,15	0,16
Cashflow*	0,02	-0,05	0,01	0,04
* nach erfolgter Kapitalerhöhung				
%	2010	2011	2012e	2013e
EK-Quote*	45,6%	29,3%	38,3%	44,4%
Gearing*	0,8%	2,6%	2,0%	1,8%
* nach erfolgter Kapitalerhöhung				
x	2010	2011	2012e	2013e
KGV	n/a	n/a	10,4	3,8
EV/Umsatz	0,65	0,72	0,43	0,33
EV/EBIT	n/a	n/a	13,1	5,8
KBV	0,8	1,3	0,6	0,6
EUR Mio.		2012e	2013e	
Guidance: Umsatz		28,0-30,0	-	
Guidance: EBIT		0,8-1,2	-	

AKTIONÄRSSTRUKTUR VOR KAPITALERHÖHUNG



QUELLE: SPHENE CAPITAL



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

Susanne Hasler, Equity Analyst
 + 49 (89) 744 35 58 / +49 (176) 24 60 52 66
 susanne.hasler@sphene-capital.de
Peter Thilo Hasler, CEFA
 + 49 (89) 744 35 58 / +49 (176) 62 11 87 36
 peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Verwässerungseffekt des EPS liegt bei 16,9%

Der aus der Kapitalerhöhung entstehende Verwässerungseffekt liegt beim Ergebnis je Aktie für 2013e bei ca. 16,9% und beim Buchwert je Aktie 2013e bei ca. 13,1%. Die Eigenkapitalrendite für das Jahr 2013e sinkt auf 17,3% von 17,7%.

Attraktive Einstiegchance für institutionelle Investoren

Nach drei Verlustjahren in Folge wird Catalis u. E. im laufenden Jahr wieder in die Gewinnzone zurückkehren. Mit einem KGV 2013e von 3,8x und einem KBV 2013e von 0,6x ist die Aktie so günstig bewertet wie nie zuvor. Wir empfehlen Catalis-Aktionären daher, an der Kapitalerhöhung teilzunehmen und bestätigen unser Buy-Rating. Unser DCF-Modell basiertes 12 Monats-Kursziel (Base Case) sinkt aufgrund der erhöhten Anzahl ausstehender Aktien auf EUR 0,20 von EUR 0,22 je Aktie.

Zweitlisting an der AIM angestrebt

Im Fokus der Roadshows stehen Investoren aus dem angelsächsischen Raum. Um diesen einen Einstieg in Catalis zu erleichtern, wird gegen Ende 2012 ein Zweitlisting an der AIM angestrebt.

Neues Geschäftsmodell „Kuju Partners“

Inzwischen sind weitere Informationen über den Abschluss des jüngsten Großauftrags bekannt geworden. Die in der letzten Woche gemeldete Vertragsbestätigung über ein neues Spieleprojekt im Wert von USD 3,5 Mio. wurde mit b.AND.x abgeschlossen. b.AND.x ist ein Anbieter von (multiplayer-) Strategie-, Edutainment- und Instant Action-Videospielen sowie von Multimedia-, Musik- und Graphik-Inhalten. Bei diesem Abschluss handelt es sich um das erste Projekt der neu gegründeten Kuju Partners. Die Aufgaben von Kuju Partners bestehen in der technischen Beratung von Spieleentwicklern, dem Einkauf von Spieltechnologien zu vergünstigten Bedingungen in deren Namen und der Führung von Verhandlungen mit den Vertriebsgesellschaften. Für diese Dienstleistungen erhält Kuju Partners zukünftig eine budget- und erfolgsabhängige Entwicklungsgebühr.

Kooperation mit b.AND.x

Ertragslage dürfte sich im laufenden Jahr deutlich verbessern

Im vergangenen Geschäftsjahr wurden Erlöse von EUR 26,4 Mio. bei einem operativen Verlust von EUR -3,5 Mio. erwirtschaftet. Nach der Dekonsolidierung der defizitären Doublesix Digital Publishing (DDP) wurde vom Management für das laufende Jahr die Rückkehr in die operative Gewinnzone in Aussicht gestellt. Wir rechnen mit Umsätzen von EUR 30,2 Mio. (+14,4% YoY) und einem operativen Ergebnis von EUR 1,0 Mio. (EBIT-Marge 3,3%).

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

Für 2013e erwarten wir Erlöse von EUR 35,3 Mio. und eine Verdoppelung des EBIT auf EUR 2,0 Mio. Die EBIT-Marge wird sich nach unseren Schätzungen bis 2013e auf 5,7% verbessern. Bezogen auf 63,1 Mio. Aktien in 2012e bzw. 71,5 Mio. Aktien in 2013e rechnen wir mit einem Ergebnis je Aktie von EUR 0,01 in 2012e und EUR 0,02 in 2013e.

Bestätigung des Buy-Ratings und unseres Kursziels von EUR 0,20

Unser Kursziel von EUR 0,20 je Aktie ist das Ergebnis eines dreistufigen standardisierten DCF-Modells (Base Model). Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 0,09 je Aktie ergibt sich auf Sicht von zwölf Monaten ein Kurspotenzial von rund 115%. Wir bestätigen daher unser Buy-Rating.

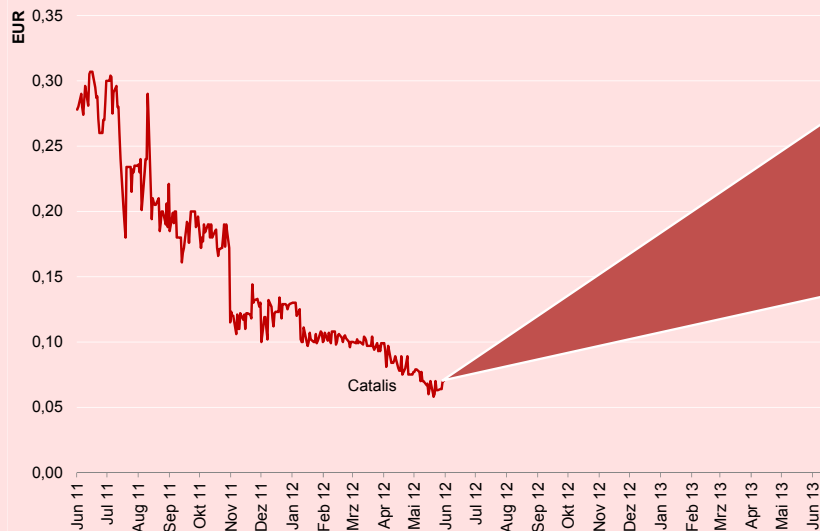
In einem Stresstest betrachten wir folgende Szenarien:

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 reduzieren das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf 0,8% von 1,7%. Damit würden wir 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.
- ✦ **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 ein durchschnittliches jährliches Wachstum in der Terminal Value-Phase von 2,6% sowie eine Verbesserung der operativen Marge auf 13,0% bis 2022e unterstellt. In diesem Fall würden wir unser Kursziel um EUR 0,07 auf EUR 0,27 je Aktie anheben.

ABBILDUNG 1: KURSENTWICKLUNG UND -PROGNOSE



Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 0,20 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

Katalysatoren für die Kursentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von Catalis in den kommenden Monaten sehen wir (1) Aussagen über die Performance der Geschäftsentwicklung zunächst anlässlich der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen, (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 folgende Risiken: (1) Bereits über mehrere Jahre hat Catalis Financial Covenants ihrer Bankkredite verletzt. Seither sind die Bankverbindlichkeiten als kurzfristig klassifiziert. Es ist u. E. ausgeschlossen, dass Catalis eine sofortige Zahlungsaufforderung seitens der Bank erfüllen könnte. (2) Die Wettbewerbsintensität unter den Third Party-Entwicklern ist intensiv, und auch die internen Entwicklungsabteilungen von Spieleentwicklern, den Kunden von Kuju, stellen für Kuju eine potenzielle Bedrohung bezüglich der Rekrutierung qualifizierten Entwicklungspersonals dar.

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 drei Studios in Großbritannien und Tschechien ist Kuju einer der führenden unabhängigen Spieleentwickler Europas. Kuju entwickelt und vermarktet die Spiele nicht unter eigenem Namen, sondern ist ausschließlich als „verlängerte Werkbank“ im Auftrag großer Spieleentwickler aktiv (sog. „Work-for-Hire“).

Fokus auf Qualitätssicherung und Videospielementwicklung

Gewinn- und Verlustrechnung

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatzerlöse	KEUR	11.464	34.727	38.063	32.005	25.793	26.415	30.226	35.264	39.858
YoY	%	n/a	202,9%	9,6%	-15,9%	-19,4%	2,4%	14,4%	16,7%	13,0%
Fremd- und Materialkosten	KEUR	-1.845	-5.262	-3.635	-4.398	-3.758	-4.585	-4.700	-5.576	-6.732
in % der Umsätze	%	-16,1%	-15,2%	-9,5%	-13,7%	-14,6%	-17,4%	-15,6%	-15,8%	-16,9%
Aufwand für Personal	KEUR	-5.042	-20.497	-22.565	-20.054	-15.563	-16.089	-17.389	-19.674	-21.051
in % der Umsätze	%	-44,0%	-59,0%	-59,3%	-62,7%	-60,3%	-60,9%	-57,5%	-55,8%	-52,8%
Verwaltungsaufwendungen	KEUR	-1.700	-5.251	-7.665	-7.345	-6.813	-6.836	-6.231	-7.405	-8.805
in % der Umsätze	%	-14,8%	-15,1%	-20,1%	-22,9%	-26,4%	-25,9%	-20,6%	-21,0%	-22,1%
EBITDA	KEUR	2.877	3.717	4.198	208	-341	-1.095	1.905	2.609	3.269
EBITDA Marge	%	25,1%	10,7%	11,0%	0,6%	-1,3%	-4,1%	6,3%	7,4%	8,2%
YoY	%	n/a	29,2%	12,9%	-95,0%	n/a	221,1%	n/a	36,9%	25,3%
Abschreibungen	KEUR	-216	-1.041	-1.282	-1.698	-1.363	-2.453	-917	-598	-619
Auf Sachanlagen	KEUR	-209	-915	-1.176	-1.395	-1.203	-847	-618	-598	-619
Amortisation	KEUR	-7	-126	-106	-84	-66	-484	-299	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	988	2.011	2.650
EBIT Marge	%	23,2%	7,7%	7,7%	-4,7%	-6,6%	-13,4%	3,3%	5,7%	6,6%
YoY	%	n/a	0,6%	9,0%	-151,1%	14,4%	108,2%	-127,9%	103,4%	31,8%
Finanzergebnis	KEUR	-442,00	-1011,00	-849,00	-481,00	-878,00	-148,17	-404,13	-201,13	-113,14
davon sonstige Zinserträge	KEUR	-231,00	-764,00	13,00	49,00	8,00	5,00	14,00	19,00	27,00
davon Zinsaufwendungen	KEUR	-211,00	0,00	-543,00	-312,00	-271,00	-389,00	-300,00	-220,00	-140,00
in % vom Nettovermögen	KEUR	0,00	0,00	198,00	84,00	-149,00	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04
Währungsdifferenzen	KEUR	0,00	-247,00	-517,00	-302,00	-466,00	236,00	-118,00	0,00	0,00
EBT	KEUR	2.219	1.665	2.067	-1.971	-2.582	-3.696	584	1.810	2.537
EBT-Marge	%	19,4%	4,8%	5,4%	-6,2%	-10,0%	-14,0%	1,9%	5,1%	6,4%
Steuern	KEUR	-18	165	51	1.692	211	-3.637	-20	-40	-240
Steuerquote	%	-0,8%	9,9%	2,5%	-85,8%	-8,2%	98,4%	-3,4%	-2,2%	-9,5%
Nettoergebnis vor Minderheiten	KEUR	2.201	1.830	2.118	-279	-2.371	-7.333	564	1.770	2.297
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	-7.333	564	1.770	2.297
Nettomarge	%	19,2%	5,3%	5,6%	-0,9%	-9,2%	-27,8%	1,9%	5,0%	5,8%
YoY	%	n/a	-16,9%	15,7%	-113,2%	749,8%	209,3%	-107,7%	213,6%	29,8%
Anzahl der Aktien	1.000	22.959	26.890	26.890	36.328	37.879	43.047	63.077	71.487	71.487
Anzahl Aktien verwässert	1.000	27.323	29.630	28.643	36.650	37.879	43.047	63.077	71.487	71.487
EPS	EUR	0,10	0,07	0,08	-0,01	-0,06	-0,17	0,01	0,02	0,03
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

Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale)

		Q1/2012	Q2/2012	H1/2012	Q3/2012e	9M/2012e	Q4/2012e	2012e
Umsatzerlöse	kEUR	6.902	8.891	15.793	8.393	24.186	6.040	30.226
YoY	%	13,8%	19,0%	16,7%	13,4%	15,5%	10,3%	14,4%
Fremd- und Materialkosten	kEUR	-801	-1.511	-2.312	-1.226	-3.538	-1.162	-4.700
in % der Umsätze	%	-11,6%	-17,0%	-14,6%	-14,6%	-14,6%	-19,2%	-15,6%
Aufwand für Personal	kEUR	-4.206	-4.585	-8.791	-4.482	-13.272	-4.117	-17.389
in % der Umsätze	%	-60,9%	-51,6%	-55,7%	-53,4%	-54,9%	-68,2%	-57,5%
Verwaltungsaufwendungen	kEUR	-1.487	-1.753	-3.240	-1.631	-4.871	-1.361	-6.231
in % der Umsätze	%	-21,5%	-19,7%	-20,5%	-19,4%	-20,1%	-22,5%	-20,6%
EBITDA	kEUR	408	1.042	1.450	1.055	2.505	-599	1.905
EBITDA Marge	%	5,9%	11,7%	9,2%	12,6%	10,4%	-9,9%	6,3%
YoY	%	6,8%	92,6%	57,1%	443,8%	124,2%	-72,9%	n/a
Abschreibungen	kEUR	-310	-309	-619	-145	-764	-153	-917
Auf Sachanlagen	kEUR	-160	-160	-320	-145	-465	-153	-618
Amortisation	kEUR	-150	-149	-299	0	-299	0	-299
Goodwill Impairment	kEUR	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	kEUR	98	733	831	910	1.741	-752	988
EBIT Marge	%	1,4%	8,2%	5,3%	10,8%	7,2%	-12,5%	3,3%
YoY	%	-38,0%	137,1%	77,9%	n/a	250,2%	-81,4%	-127,9%
Finanzergebnis	kEUR	-190,03	-72,03	-262,06	-70,04	-332,10	-72,04	-404,13
davon sonstige Zinserträge	kEUR	3,00	3,00	6,00	5,00	11,00	3,00	14,00
davon Zinsaufwendungen	kEUR	-75,00	-75,00	-150,00	-75,00	-225,00	-75,00	-300,00
in % vom Nettovermögen	kEUR	-0,03	-0,03	-0,06	-0,04	-0,10	-0,04	-0,04
Währungsdifferenzen	kEUR	-118,00	0,00	-118,00	0,00	-118,00	0,00	-118,00
EBT	kEUR	-92	661	569	840	1.409	-824	584
EBT-Marge	%	-1,3%	7,4%	3,6%	10,0%	5,8%	-13,6%	1,9%
Steuern	kEUR	10	-10	0	-10	-10	-10	-20
Steuerquote	%	-10,9%	-1,5%	0,0%	-1,2%	-0,7%	1,2%	-3,4%
Nettoergebnis vor Minderheiten	kEUR	-82	651	569	830	1.399	-834	564
Anteile Dritter	kEUR	0	0	0	0	0	0	0
Nettoergebnis nach Drittanteilen	kEUR	-82	651	569	830	1.399	-834	564
Nettomarge	%	-1,2%	7,3%	3,6%	9,9%	5,8%	-13,8%	1,9%
YoY	%	n/a	211,4%	96,8%	n/a	572,7%	-88,9%	-107,7%
Anzahl der Aktien	1.000	58.872	58.872	58.872	60.273	60.273	63.077	63.077
Anzahl Aktien verwässert	1.000	58.872	58.872	58.872	60.273	60.273	63.077	63.077
EPS	EUR	0,00	0,01	0,01	0,01	0,02	-0,01	0,01
EPS verwässert	EUR	0,00	0,01	0,01	0,01	0,02	-0,01	0,01

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

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	16.173	16.171	15.581
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	0	0	0
Sachanlagen	kEUR	966	1.861	2.546	2.246	1.598	1.794	1.652	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	8.181	8.905	10.597
Forderungen L+L	kEUR	3.584	4.584	5.489	2.817	3.605	4.035	4.110	4.843	5.529
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	2.699	2.780	2.863
Ertragssteuern	kEUR	115	9	61	284	178	87	0	0	0
Zahlungsmittel	kEUR	8.546	2.722	1.126	1.100	965	800	1.337	1.262	2.205
Gesamt Aktiva	kEUR	23.505	29.153	27.535	27.715	27.225	25.385	24.354	25.076	26.178
Eigenkapital	kEUR	9.310	12.856	12.484	14.113	12.406	7.439	9.319	11.135	13.671
Gezeichnetes Kapital	kEUR	2.296	2.689	2.689	3.788	3.788	5.887	7.149	7.149	7.149
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	-14.238	-12.468	-10.171
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	190	196	202
Finanzschulden	kEUR	10.598	8.180	6.420	0	0	0	0	0	0
Finance Lease Verbindlichkeiten	kEUR	0	0	145	91	0	0	0	0	0
Latente Steuerschulden	kEUR	240	53	64	96	102	190	190	196	202
Kurzfristige Schulden	kEUR	3.357	8.064	8.422	13.415	14.717	17.756	14.845	13.746	12.306
Finanzschulden	kEUR	0	0	880	6.420	5.540	8.625	6.971	6.239	3.739
Überziehungskredit	kEUR	0	8	948	1.084	2.281	1.722	1.500	0	0
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	6.316	7.443	8.496
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	24.355	25.076	26.178

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (Normalisierte Fassung)

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Langfristige Vermögenswerte	%	43%	64%	64%	69%	75%	68%	66%	65%	60%
Geschäfts- und Firmenwerte	%	29%	51%	48%	49%	52%	56%	59%	57%	55%
Sonstiges immaterielles Vermögen	%	0%	1%	1%	0%	3%	4%	0%	0%	0%
Sachanlagen	%	4%	6%	9%	8%	6%	7%	7%	7%	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%	34%	35%	40%
Forderungen L+L	%	15%	16%	20%	10%	13%	16%	17%	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%	6%	5%	8%
Gesamt Aktiva	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Eigenkapital	%	40%	44%	45%	51%	46%	29%	38%	44%	52%
Gezeichnetes Kapital	%	10%	9%	10%	14%	14%	23%	29%	29%	27%
Kapitalrücklagen	%	67%	64%	67%	68%	69%	76%	80%	77%	74%
Aktienbasierte Vergütung	%	0%	3%	3%	1%	1%	2%	2%	2%	2%
Gewinnrücklagen	%	-37%	-25%	-19%	-18%	-27%	-58%	-58%	-50%	-39%
Währungsunterschiede	%	-1%	-6%	-16%	-14%	-12%	-14%	-14%	-14%	-12%
Langfristige Schulden	%	46%	28%	24%	1%	0%	1%	1%	1%	1%
Finanzschulden	%	45%	28%	23%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
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%	61%	55%	47%
Finanzschulden	%	0%	0%	3%	23%	20%	34%	29%	25%	14%
Überziehungskredit	%	0%	0%	3%	4%	8%	7%	6%	0%	0%
Finance Lease Verbindlichkeiten	%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten L+L	%	12%	17%	14%	14%	22%	22%	26%	30%	32%
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

Cashflow-Statement

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Konzernergebnis	kEUR	2.201	1.830	2.118	-279	-2.371	-7.333	564	1.770	2.297
Abschreibungen	kEUR	216	1.041	1.282	1.698	1.363	2.453	917	598	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	112	46	246
Δ sonstige Aktiva	kEUR	-1.059	-446	-818	1.471	1.452	-1.455	342	-799	-749
Δ Verbindlichkeiten u. a. Passiva	kEUR	1.328	-2.042	-201	-1.819	2.325	61	-444	1.126	1.054
Bereinigungen/ geleistete Zinszahlungen	kEUR	-165	0	-311	-102	-513	-44	20	0	0
CFO	kEUR	2.763	1.943	490	407	822	-2.063	930	2.753	3.472
Investitionen Immaterielles Vermögen	kEUR	-4.363	-428	61	-16	-843	-575	698	0	0
Investitionen Sachanlagen	kEUR	-1.088	-944	-1.861	-1.095	-555	-1.043	-476	-596	-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	222	-596	-29
FCF	kEUR	-2.688	-5.287	-1.517	-540	-553	-4.775	1.152	2.157	3.443
Barkapitalerhöhungen	kEUR	-16	0	0	1.367	-12	2.675	1.262	0	0
Δ Finanzverbindlichkeiten	kEUR	8.180	0	-880	-880	-880	3.085	-1.654	-732	-2.500
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
CFE	kEUR	8.164	0	-629	487	-880	5.760	-392	-732	-2.500
Δ Liquide Mittel	kEUR	5.420	-5.824	-2.544	-162	-1.332	489	759	1.425	943
Liquide Mittel am Anfang der Periode	kEUR	3.126	8.546	2.722	178	16	-1.316	-827	-68	1.357
Liquide Mittel am Ende der Periode	kEUR	8.546	2.722	178	16	-1.316	-827	-68	1.357	2.301
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL										

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	30.226	35.264	39.858
YoY	%	n/a	202,9%	9,6%	-15,9%	-19,4%	2,4%	14,4%	16,7%	13,0%
EBIT	kEUR	2.661	2.676	2.916	-1.490	-1.704	-3.548	988	2.011	2.650
EBIT-Marge	%	23,2%	7,7%	7,7%	-4,7%	3,8%	-73,8%	-12,5%	-11,2%	-10,4%
YoY	%	n/a	0,6%	9,0%	-151,1%	14,4%	108,2%	-127,9%	103,4%	31,8%
Testronic										
Umsatzerlöse	kEUR	n/a	13.976	15.002	12.353	13.446	13.954	16.047	18.984	21.262
YoY	%	n/a	n/a	7,3%	-17,7%	8,8%	3,8%	15,0%	18,3%	12,0%
EBIT	kEUR	n/a	2.806	1.928	-252	957	916	1.938	2.351	2.725
EBIT-Marge	%	n/a	20,1%	12,9%	-2,0%	7,1%	6,6%	12,1%	12,4%	12,8%
YoY	%	n/a	n/a	-31,3%	-113,1%	n/a	-4,3%	111,5%	21,3%	15,9%
Kuju										
Umsatzerlöse	kEUR	n/a	20.751	23.061	19.652	12.347	12.267	13.739	16.281	18.596
YoY	%	n/a	n/a	11,1%	-14,8%	-37,2%	-0,6%	12,0%	18,5%	14,2%
EBIT	kEUR	n/a	1.457	1.908	46	-1.169	-157	806	1.003	1.323
EBIT-Marge	%	n/a	7,0%	8,3%	0,2%	-9,5%	-1,3%	5,9%	6,2%	7,1%
YoY	%	n/a	n/a	31,0%	-97,6%	n/a	-86,6%	n/a	24,4%	31,9%
DDP										
Umsatzerlöse	kEUR	0	0	0	0	0	194	440	0	0
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	126,8%	-100,0%	n/a
EBIT	kEUR	0	0	0	0	-399	-2.976	-450	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%	-84,9%	-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	-1.304	-1.344	-1.404
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%	-2,0%	3,0%	4,5%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

DCF-Modell

		2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TV			
Umsatz	kEUR	30.226	35.264	39.858	44.639	49.158	53.005	55.973	58.114	59.664	60.888	61.981	63.035			
Umsatzwachstum	%	14,4%	16,7%	13,0%	12,0%	10,1%	7,8%	5,6%	3,8%	2,7%	2,1%	1,8%	1,7%			
EBIT	kEUR	988	2.011	2.650	3.146	3.662	4.160	4.617	5.026	5.399	5.753	6.104	6.304			
EBIT-Marge	%	3,3%	5,7%	6,6%	7,0%	7,4%	7,8%	8,2%	8,6%	9,0%	9,4%	9,8%	10,0%			
Steuerquote (τ)	%	3,4%	2,2%	9,5%	19,7%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%			
EBIT(1-τ)	kEUR	955	1.966	2.399	2.526	2.563	2.912	3.232	3.518	3.779	4.027	4.273	4.412			
Reinvestment	kEUR	222	-596	-29	-736	-695	-592	-457	-330	-238	-188	-168	-773			
FCFF	kEUR	1.176	1.371	2.370	1.790	1.868	2.320	2.775	3.189	3.541	3.839	4.105	3.639			
Invested Capital	kEUR	14.953	16.112	15.205	15.941	16.636	17.228	17.684	18.014	18.252	18.441	18.609				
ROCE	%	6,4%	12,2%	15,8%	15,8%	15,4%	16,9%	18,3%	19,5%	20,7%	21,8%	23,0%				
WACC	%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	13,7%	13,0%	12,3%	11,7%	11,0%	10,4%	9,7%				
PV(FCFF)	kEUR	1.029	1.049	1.586	1.048	962	1.058	1.126	1.158	1.159	1.138	1.110				
Terminal Cashflow	kEUR	3.639														
Terminal Cost of Capital	kEUR	9,7%														
Terminal Value	kEUR	45.489														
PV(Terminal Value)	kEUR	12.296														
PV (Cashflow über 10 Jahre)	kEUR	12.423														
Summe PV	kEUR	24.719														
									TV CAGR							
Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	2,5%							EUR	0,8%	1,1%	1,4%	1,7%	2,0%	2,3%	2,6%
Wert der Operativen Assets	kEUR	24.101							7,0%	0,15	0,15	0,15	0,15	0,16	0,16	0,16
Finanzschulden	kEUR	-8.625							8,0%	0,16	0,17	0,17	0,17	0,17	0,18	0,18
Überziehungskredit	kEUR	-1.722							9,0%	0,18	0,18	0,18	0,19	0,19	0,19	0,20
Cash	kEUR	800							10,0%	0,19	0,20	0,20	0,20	0,21	0,21	0,21
Wert des Eigenkapitals	kEUR	14.554							11,0%	0,21	0,21	0,22	0,22	0,22	0,23	0,23
Anzahl Aktien	1,000	71.487							12,0%	0,23	0,23	0,23	0,24	0,24	0,25	0,25
Schätzung Fair Value	EUR	0,20							13,0%	0,24	0,25	0,25	0,25	0,26	0,26	0,27

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

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	30.226	35.264	39.858
Rohertrag	KEUR	9.619	29.465	34.428	27.607	22.035	21.830	25.526	29.688	33.126
EBITDA	KEUR	2.877	3.717	4.198	208	-341	-1.095	1.905	2.609	3.269
EBIT	KEUR	2.661	2.676	2.916	-1.490	-1.704	-3.548	988	2.011	2.650
EBT	KEUR	2.219	1.665	2.067	-1.971	-2.582	-3.696	584	1.810	2.537
Nettoergebnis	KEUR	2.201	1.830	2.118	-279	-2.371	-7.333	564	1.770	2.297
Anzahl Mitarbeiter		173	418	544	434	366	350	330	340	350
Je Aktie										
Kurs Hoch	EUR	1,56	1,50	1,26	0,39	0,32	0,34	0,13		
Kurs Tief	EUR	0,97	0,84	0,23	0,15	0,13	0,10	0,06		
Kurs Durchschnitt	EUR	1,27	1,17	0,75	0,27	0,23	0,22	0,10		
Schlusskurs	EUR	1,20	1,26	0,32	0,24	0,26	0,22	0,09	0,09	0,09
EPS	EUR	0,10	0,07	0,08	-0,01	-0,06	-0,17	0,01	0,02	0,03
BVPS	EUR	0,41	0,48	0,46	0,39	0,33	0,17	0,15	0,16	0,19
CFPS	EUR	0,12	0,07	0,02	0,01	0,02	-0,05	0,01	0,04	0,05
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR									0,20
Performance bis Kursziel	%									115,1%
Profitabilitätskennzahlen										
Rohertragsmarge	%	83,9%	84,8%	90,5%	86,3%	85,4%	82,6%	84,4%	84,2%	83,1%
EBITDA-Marge	%	25,1%	10,7%	11,0%	0,6%	n/a	n/a	6,3%	7,4%	8,2%
EBIT-Marge	%	23,2%	7,7%	7,7%	-4,7%	n/a	n/a	3,3%	5,7%	6,6%
EBT-Marge	%	19,4%	4,8%	5,4%	-6,2%	n/a	n/a	1,9%	5,1%	6,4%
Netto-Marge	%	19,2%	5,3%	5,6%	-0,9%	n/a	n/a	1,9%	5,0%	5,8%
FCF-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3,8%	6,1%	8,6%
ROE	%	23,6%	16,5%	16,7%	-2,1%	-17,9%	-73,9%	6,7%	17,3%	18,5%
NWC/Umsatz	%	7,6%	-1,7%	4,6%	-3,0%	-9,2%	-5,4%	-7,3%	-7,4%	-7,4%
Pro-Kopf-Umsatz	KEUR	66,3	83,1	70,0	73,7	70,5	75,5	91,6	103,7	113,9
Pro-Kopf-EBIT	KEUR	15,4	6,4	5,4	-3,4	-4,7	-10,1	3,0	5,9	7,6
Capex/Umsatz	%	-9,5%	-2,7%	-4,9%	-3,4%	-2,2%	-3,9%	-1,6%	-1,7%	-0,1%
Wachstumsraten										
Umsatz	%	n/a	202,9%	9,6%	-15,9%	-19,4%	2,4%	14,4%	16,7%	13,0%
Rohertrag	%	n/a	206,3%	16,8%	-19,8%	-20,2%	-0,9%	16,9%	16,3%	11,6%
EBITDA	%	n/a	29,2%	12,9%	-95,0%	n/a	221,1%	n/a	36,9%	25,3%
EBIT	%	n/a	0,6%	9,0%	n/a	14,4%	108,2%	n/a	103,4%	31,8%
EBT	%	n/a	-25,0%	24,1%	n/a	31,0%	43,2%	n/a	209,7%	40,2%
Nettoergebnis	%	n/a	-16,9%	15,7%	n/a	749,8%	209,3%	n/a	213,6%	29,8%
EPS	%	n/a	-29,0%	15,7%	n/a	715,0%	-4,4%	n/a	176,7%	29,8%
CFPS	%	n/a	-40,0%	-74,8%	-38,5%	93,7%	n/a	n/a	161,1%	26,2%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL										

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	16.173	16.171	15.581
Umlaufvermögen	kEUR	13.424	10.567	9.841	8.567	6.874	8.073	8.181	8.905	10.597
Eigenkapital	kEUR	9.310	12.856	12.484	14.113	12.406	7.439	9.319	11.135	13.671
Verbindlichkeiten	kEUR	14.195	16.297	15.051	13.602	14.819	17.946	15.035	13.941	12.507
EK-Quote	%	39,6%	44,1%	45,3%	50,9%	45,6%	29,3%	38,3%	44,4%	52,2%
Gearing	%	116,4%	64,0%	53,1%	1,3%	0,8%	2,6%	2,0%	1,8%	1,5%
Working Capital	kEUR	729	-489	1.751	-962	-2.362	-1.430	-2.206	-2.599	-2.967
Capital Employed	kEUR	1.757	1.736	4.494	1.413	142	1.361	-554	-949	-1.907
Enterprise Value										
Anzahl Aktien	Mio.	23,0	26,9	26,9	36,3	37,9	43,0	63,1	71,5	71,5
Marktkapitalisierung Hoch	kEUR	35.816	40.335	33.881	14.168	12.121	14.636	8.200		
Marktkapitalisierung Tief	kEUR	22.270	22.588	6.185	5.449	4.924	4.305	3.785		
Marktkapitalisierung Durchschn.	kEUR	29.043	31.461	20.033	9.809	8.523	9.470	5.992		
Marktkapitalisierung Schlusskurs	kEUR	27.551	33.881	8.605	8.719	9.849	9.470	5.866	6.648	6.648
Nettoverschuldung	kEUR	2.052	5.466	7.122	6.404	6.856	9.547	7.134	4.977	1.534
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	15.334		
Enterprise Value Tief	kEUR	25.188	28.054	13.307	11.853	11.780	13.852	10.919		
Enterprise Value Durchschnitt	kEUR	31.961	36.927	27.155	16.213	15.379	19.017	13.126		
Enterprise Value Schlusskurs	kEUR	30.469	39.347	15.727	15.123	16.705	19.017	13.000	11.625	8.182
Bewertungskennzahlen										
EV/Umsatz Hoch	x	3,38	1,32	1,08	0,64	0,74	0,92	0,51		
EV/Umsatz Tief	x	2,20	0,81	0,35	0,37	0,46	0,52	0,36		
EV/Umsatz Durchschnitt	x	2,79	1,06	0,71	0,51	0,60	0,72	0,43		
EV/Umsatz Schlusskurs	x	2,66	1,13	0,41	0,47	0,65	0,72	0,43	0,33	0,21
EV/EBITDA	x	10,6	10,6	3,7	72,7	n/a	n/a	6,8	4,5	2,5
EV/EBIT Hoch	x	14,6	17,1	14,1	n/a	n/a	n/a	15,5		
EV/EBIT Tief	x	9,5	10,5	4,6	n/a	n/a	n/a	11,0		
EV/EBIT Durchschnitt	x	12,0	13,8	9,3	n/a	n/a	n/a	13,3		
EV/EBIT Schlusskurs	x	11,5	14,7	5,4	n/a	n/a	n/a	13,2	5,8	3,1
KGV Hoch	x	16,3	22,0	16,0	n/a	n/a	n/a	14,5		
KGV Tief	x	10,1	12,3	2,9	n/a	n/a	n/a	6,7		
KGV Durchschnitt	x	13,2	17,2	9,5	n/a	n/a	n/a	10,6		
KGV Schlusskurs	x	12,5	18,5	4,1	n/a	n/a	n/a	10,4	3,8	2,9
KBV	x	3,0	2,6	0,7	0,6	0,8	1,3	0,6	0,6	0,5
KCF	x	10,0	17,4	17,6	21,4	12,0	n/a	6,3	2,4	1,9
FCF-yield	%	-9,8%	-15,6%	-17,6%	-6,2%	-5,6%	-50,4%	19,6%	32,4%	51,8%
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	-2.063	930	2.753	3.472
Investiver Cashflow	kEUR	-5.451	-7.230	-2.007	-947	-1.375	-2.712	222	-596	-29
Free Cashflow	kEUR	-2.688	-5.287	-1.517	-540	-553	-4.775	1.152	2.157	3.443
Finanz Cashflow	kEUR	8.164	0	-629	487	-880	5.760	-392	-732	-2.500
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL										

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

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.

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)
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

Die Vergütung des Erstellers dieser Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in dieser Studie geäußert werden, zusammen.