
GERMAN BUSINESS CONCEPTS



INVESTMENT RESEARCH

Research Studie (Initial Coverage)



06. November 2006

KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 22

DATAPHARM Netsystems AG

KAUFEN

Kursziel: 0,93 €

Kurs: 0,52 €

1. November 2006
15:36 Uhr
Frankfurt

**Letztes Rating/
Kursziel:**
-

Marktsegment:
Freiverkehr Frankfurt
M:access München

Rechnungslegung:
HGB

Analysten:

Manuel Hoelzle
hoelzle@
gbconcepts.de

Philipp Leipold
leipold
@gbconcepts.de

IR-Kontakt:

DATAPHARM
Netsystems AG
Matteo Morelli
Industriestr. 17
D-82110 Germering

Tel.: +89 85684-225
Fax: +89 85684-103

www.datapharm.de

Unternehmensprofil:

Branche: Kommunikation und
Marketing

Fokus: Pharmabranche

Mitarbeiter: 27 (30.9.2006)

Firmensitz: Germering, D

Gründung: 1990

Vorstand: Matteo Morelli

WKN: 563500

ISIN: DE0005635007

Börsenkürzel: DNY

Anzahl Aktien: 5,705 Mio.

Marktkap.: 2,966 Mio. €

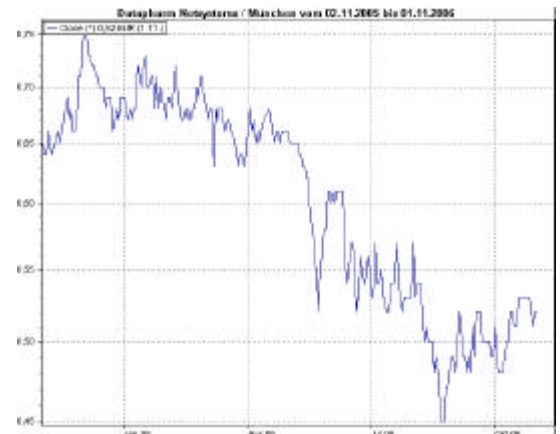
Streubesitz: 100 %

52 W Hoch: 0,78 €

52 W Tief: 0,41 €

Durchs. Tagesvolumen : 24.220 €

* Quelle DeutscheBörse (Frankfurt Parkett und Xetra, 6 Monate)



In Mio. € (Konzern)	2004	2005	2006e	2007e	2008e
Gesamtleistung	2,41	2,40	2,72	3,50	4,10
EBITDA	0,17	0,23	0,25	0,33	0,43
EBIT	0,10	0,19	0,22	0,29	0,38
Jahresüberschuss	0,12	0,18	0,22	0,31	0,40
In €					
Gewinn je Aktie	0,02	0,03	0,04	0,05	0,07
Dividende je Aktie	-	-	-	-	-
In %					
EBITDA-Marge	7,91	9,29	9,19	9,43	10,49
EBIT-Marge	5,02	7,71	8,09	8,29	9,27
Dividendenrendite	-	-	-	-	-
Kennzahlen					
EV/Sales	1,11	0,94	0,76	0,50	0,38
EV/EBITDA	14,17	9,99	8,30	5,35	3,64
KGV	23,25	16,40	13,47	9,56	7,41
KBV (zum 31.12.2005)			5,75		

Highlights:

- Akquirierte Aufträge sorgen für deutliches organisches Umsatzwachstum in 2007
- Etabliertes Geschäftsmodell mit einer namhaften Kundenbasis
- Hohe steuerlich nutzbare Verlustvorträge
- Attraktive Bewertung der Datapharm-Aktie

Inhaltsangabe:

Unternehmen

Profil	6
Unternehmenshistorie	6
Aktionärsstruktur/ Termine	7
Geschäftstätigkeit	8
Organe.....	10
Referenzkunden.....	11

Markt und Strategie

Marktumfeld.....	12
Wettbewerb.....	13
Wachstumsstrategie	14
SWOT Analyse	15

Unternehmensentwicklung und Prognose

Zahlen im Überblick.....	16
Geschäftsentwicklung 2006.....	17
Ausblick	18

Bewertung/ Fazit

DCF Bewertung	19
Bestimmung der Kapitalkosten	19
DCF Modell	20
Fazit	21

Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	22
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG im Zeitpunkt der Veröffentlichung.....	23

Unternehmen

Profil

Die DATAPHARM Netsystems AG mit Sitz in Germering ist eine Full Service Agentur, die sich auf Kommunikationsdienstleistungen in der Pharma- und Gesundheitsbranche spezialisiert hat. Die Gründung der Datapharm erfolgte im Jahr 1990. Die Geschäftstätigkeit untergliedert sich dabei in die vier Geschäftsbereiche klassische Pharma-Werbung, New Media Leistungen, medizinische Redaktion und ärztliche Fortbildung. Der Bereich klassische Werbung wird über die 100-prozentige Tochter pharma concept GmbH abgedeckt, die schon seit 1973 am Markt tätig ist. Der Einstieg in den Bereich Ärztliche Fortbildung erfolgte bereits in 2004, wobei neben der Realisierung von Fortbildungsplattformen und seit 2005 mit MedLearning inzwischen eine eigene Plattform für zertifizierte Online-Fortbildungen betrieben wird. Heute sind 27 Mitarbeiter bei der Gesellschaft beschäftigt. Zum Kundenkreis der Gesellschaft gehören bekannte Unternehmen aus der Pharmabranche und der medizintechnischen Branche, wie z. B. Amgen, GlaxoSmithKline, Novartis, Pfizer und Roche Diagnostics. Nachdem Datapharm im Zeitraum 1999 bis 2003 rote Zahlen geschrieben hat, gelang in 2004 die Rückkehr in die Gewinnzone. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2005 erzielte das Unternehmen eine Gesamtleistung von 2,54 Mio. €. Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) belief sich im Jahr 2005 auf 0,23 Mio. €. Auch der operative Cash Flow war in 2005 erstmalig wieder im positiven Terrain. Datapharm ist frei von Bankverbindlichkeiten.

Unternehmenshistorie

Die Gründung des Unternehmens „Datapharm Marketing GmbH“ als eine Spezial-Agentur für den Bereich Marketing im Gesundheitswesen erfolgte am 21. September 1990 durch Herrn Dr. Claus Wilimzig in München. Im Jahr 1995 verlagerte sich der Kompetenzschwerpunkt auf die Konzeption, den Aufbau und die Vermarktung, Beratung sowie Programmierung von medizinischen Internetanwendungen. Im folgenden Jahr erhielt die GmbH den Auftrag zur Konzipierung des ersten medizinischen Internetportals für Deutschland mit dem Namen „Health Online Service“, welcher heute bei den Medizinern unter dem Namen „Multimedica“ bekannt ist. Anschließend bekam das Unternehmen zahlreiche Aufträge für den Aufbau von Internetauftritten aus dem Pharmabereich.

Im Mai 1999 wurde auf der Gesellschafterversammlung der Beschluss gefasst, dass die GmbH in eine Aktiengesellschaft gewandelt und gleichzeitig in die „Datapharm Netsystems AG“ umfirmiert wird. Im November vollzog das Unternehmen den Gang an die Börse. Im Jahr 2000 übernahm die Gesellschaft den Auftrag zur Konzeption des gesamten Professional-Bereiches für die für alle niedergelassenen Ärzte und Klinikärzte kostenlose Internetplattform Gesundheitsscout24. In 2001 wurde die pharma concept GmbH erworben und der Bereich Webmotion aufgebaut. Aufgrund zahlreicher durchgeführter Akquisitionen, Leerstandskosten aus mietvertraglichen Verpflichtungen und enormer Kosten durch den Geschäftsaufbau der Tochtergesellschaft Arztnetz Holding GmbH entstand ein hoher Kostenblock. Die operativen Verluste hatten negative Auswirkungen auf das Eigenkapital der Gesellschaft. Mittels zahlreicher kostensenkender Maßnahmen wurde dann die Restrukturierung der Datapharm eingeleitet.

Nachdem im Juni 2001 das Unternehmen einen kumulierten Verlust auswies, der mehr als die Hälfte des Eigenkapitals betrug, erholte sich die angespannte Situation der Datapharm mittels der eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen langsam wieder.

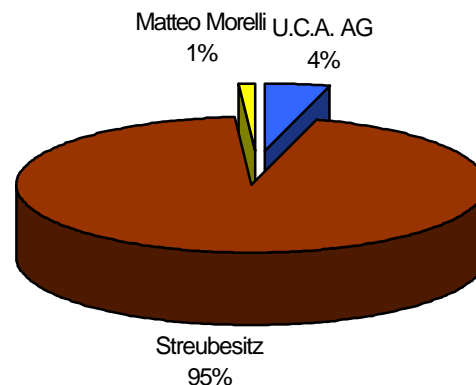
Im Jahr 2004 erreichte die Gesellschaft erstmals seit 1998 ein positives Geschäftsergebnis. Des Weiteren kam es in diesem Jahr zu einer Erweiterung des Kundenkreises der Gesellschaft durch den Eintritt in die Branchen Medizintechnik, Krankenversicherungen sowie Biotechnologie. Gleichzeitig entstand der vierte Geschäftsbereich Namens Med-Learning. Im folgenden Jahr wechselte die Aktiengesellschaft in das Münchener Marktsegment M:access und in 2006 entwickelte die Datapharm schließlich die eigene Fortbildungsplattform www.medlearning.de für Ärzte. Bis zum Jahresende wird die Freischaltung von mehr als 30 Modulen angestrebt.

Folgende Tabelle gibt einen Überblick über wichtige Ereignisse in der Entwicklung der Gesellschaft:

Jahr	Historie
1990	<ul style="list-style-type: none"> Gründung der Datapharm Marketing GmbH
1995	<ul style="list-style-type: none"> Änderung des Kompetenzschwerpunktes auf die Konzeption, Beratung und Erstellung von medizinischen Internetanwendungen
1999	<ul style="list-style-type: none"> Wandlung in eine Aktiengesellschaft Umfirmierung in Datapharm Netsystems AG Börsengang
2000	<ul style="list-style-type: none"> Konzipierung des Professional-Bereiches für Gesundheitsscout24
2001	<ul style="list-style-type: none"> Kumulierter Verlust in Höhe von mehr als der Hälfte des Grundkapitals Einleitung von Restrukturierungsmaßnahmen Kauf der pharma concept GmbH Bereich Webmotion entsteht
2003	<ul style="list-style-type: none"> Kundenausweitung in die Bereiche Medizintechnik, Krankenversicherungen, Biotechnologie
2004	<ul style="list-style-type: none"> Geschäftsbereich MedLearning entsteht Erstmals ein positives Geschäftsergebnis seit 1998
2005	<ul style="list-style-type: none"> Wechsel in das Münchner Marktsegment M:access Kapitalerhöhung durchgeführt
2006	<ul style="list-style-type: none"> Entwicklung der CME-Fortbildungsplattform www.medlearning.de für Ärzte

Aktionärsstruktur
der Datapharm AG**Aktionärsstruktur**

Anteilseigner	in %	Anzahl der Aktien
U.C.A. AG	4,38 %	250.000
Matteo Morelli	1,23 %	70.000
Streubesitz	94,39 %	5.385.000
Gesamt	100,00 %	5.705.000

Aktionärsstruktur der Datapharm AG

Quelle: Datapharm AG

Die Aktionärsstruktur hat sich nach der Kapitalerhöhung um 408.800 € im August 2005 geringfügig verändert. Von den 5.705.000 Aktien hält die U.C.A. AG momentan einen Anteil von 4,38 %. Der Alleinvorstand Matteo Morelli besitzt 1,23 % der Aktien, wodurch der Streubesitz mit 94,39 % die größte Position in der Aktionärsstruktur einnimmt.

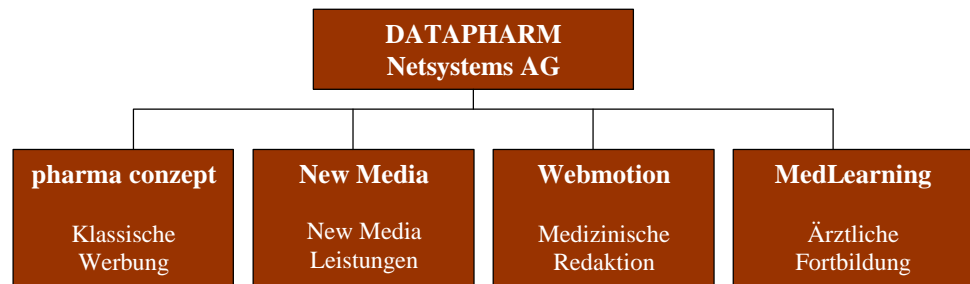
Die nächsten Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Teilnahme an der 14. Small and Mid Cap Konferenz der Baader Wertpapierhandelsbank AG	09.11.2006
Teilnahme an der 4. Analystenkonferenz der Börse München (M:access)	11.11.2006
Teilnahme am Münchner Börsentag als Aussteller	11.11.2006
Bekanntgabe der vorläufigen Jahreszahlen 2006	Anfang Feb. 2007
Bekanntgabe der endgültigen Jahreszahlen 2006	Ende April 2007
Hauptversammlung	13.07.2006

Nächste Unternehmenstermine

Geschäftstätigkeit

Die Datapharm Netsystems AG mit Sitz in Germering wurde im Jahr 1990 gegründet und ist als Full-Service Agentur für Kommunikationsdienstleistungen für die Pharma- und Gesundheitsbranche tätig. Dabei ist die Geschäftstätigkeit in die vier Bereiche Klassische Pharmawerbung, New Media Leistungen, Medizinische Redaktion sowie die Ärztliche Fortbildung gegliedert.



Quelle: Datapharm Netsystems AG

Der Geschäftsbereich klassische Pharmawerbung wird durch die Tochtergesellschaft pharma concept GmbH seit 2001 abgedeckt und agiert als eine auf den Gesundheitsmarkt spezialisierte Kreativagentur. Die pharma concept GmbH existiert seit 1973 und besitzt damit einen langjährigen Erfahrungsschatz in den Bereichen Produkt Launch/Relaunch, Markenbildung, internationale Projekte sowie integrierte Kommunikation. Die Zielgruppe des Segments sind die medizinischen Fachkreise. Die Schwerpunkte liegen in der klassischen Werbung für ethische Präparate, Generika und OTC, Direkt- und Dialogmarketing, Screendesign und Flash-Programmierung sowie vollständige Corporate-Identity-Lösungen für Produkte und Unternehmen.

Das zweite Segment New Media erstellt moderne E-Health Produkte für Thematiken rund um den Gesundheits- und medizinischen Bereich. Die Kernkompetenz des Geschäftsbereiches besteht zum einen in der Konzeption von eMarketing-Strategien und zum anderen in der Erstellung von innovativen Internetseiten für Unternehmen aus der Pharma- und Gesundheitsbranche. Zu der Zielgruppe gehören medizinische Fachkreise, Patienten sowie Angehörige.

Im Jahr 2001 wurde die Datapharm um den Geschäftsbereich Webmotion erweitert. Dieser erbringt Dienstleistungen rund um die Erstellung, Beurteilung und Aktualisierung von Inhalten in medizinischen Themenbereichen. Durch den weiten Nutzerkreis - vom Laien bis zum Mediziner - erfolgt eine bedarfsgerechte Aufbereitung der einzelnen Themen. Die Schwerpunkte des Segments liegen in der individuellen Content-Beratung und Konzeption, Erstellung von medizinischen Bildern und Illustrationen, beständigen redaktionellen Betreuung von den einzelnen Internetseiten und in redaktionellen Dienstleistungen rund um News, Artikel und Fact Sheets zu den einzelnen medizinischen Themen.

Der jüngste Geschäftsbereich des Unternehmens ist MedLearning, welcher seit dem Jahr 2004 existiert. Das Segment wurde aufgrund des Gesetzes zur Modernisierung der gesetzlichen Krankenversicherung in die Datapharm integriert. Hieraus resultiert die deutschlandweite Einführung einer gesetzlichen Fortbildungspflicht für Ärzte. Damit sind alle niedergelassenen Ärzte innerhalb Deutschlands verpflichtet, alle fünf Jahre -und damit erstmals zum 30.09.2009 - eine gewisse Zahl an Fortbildungspunkten zu sammeln.

Den Nachweis über die vollständig erreichte Fortbildungspunkteanzahl müssen die Ärzte ihrer kassenärztlichen Vereinigung vorlegen, um keine Sanktionen fürchten zu müssen. Die Sanktionen reichen hierbei von Kürzungen im Honorar bis hin zu einem Antrag auf die Entziehung der Zulassung. Viele Unternehmen aus den Bereichen Medizintechnik und Pharma sowie medizinische Fachverlage offerieren inzwischen Fortbildungskurse, die von einer Landesärztekammer zertifiziert worden sind.

Die Datapharm bietet nun mittels des neuen Geschäftsbereiches umfassende Dienstleistungen im Bereich der Ärztlichen Fortbildung/CME (Continuing Medical Education) an. So werden einerseits kundenindividuelle Fortbildungsplattformen, wie z.B. Pro-CME von Pfizer und CME-Thieme von Thieme konzipiert und realisiert und andererseits die eigene Fortbildungsinitiative www.medlearning.de weiterentwickelt. Dieses Portal ist eine Möglichkeit für Ärzte, sich mittels der angebotenen zertifizierten Online-Fortbildungsmodulen kostenfrei weiterzubilden und die vorgeschriebene Anzahl an Fortbildungspunkten durch abzulegende Wissenstests zu erreichen. Gesponsert werden die einzelnen Module durch Unternehmen aus der Industrie und dem Gesundheitswesen. Die angebotenen Module fokussieren dabei Therapieansätze und Krankheitsbilder aus Fachbereichen, wie z.B. Allgemeinmedizin, Innere Medizin sowie Onkologie, Spezialthemen, wie z.B. systematische Mykosen und Hämophilie sowie allgemeinere Sachverhalte, wie z.B. das Qualitäts- und Praxismanagement.

Aktuell sind auf der Plattform vier Module frei geschaltet. Vorstand Matteo Morelli bestätigte aber bereits den Aktionären auf der diesjährigen Hauptversammlung, dass bis zum Ende des Jahres 2006 circa 30 Module auf der Internetseite realisiert sein werden. Folgende Module sind bereits verfügbar bzw. in Planung:

Thema/ Indikation	Anzahl	Sponsor	Geplante Onlinestellung
Infektiologie/ Aspergillose	2 Module	Pfizer GmbH	online
Akromegalie/ Hypophysenhormonmangel	2 Module	Max Planck Institut für Psychiatrie	online
Naturheilkunde	3 Module	Hevert Arzneimittel GmbH	online (tlw.)
Onkologie	1 Modul	Ribosepharm GmbH	11.2006
Keine Nennung	4 Module	Baxter Deutschland GmbH	11.2006
Pneumologie/ Asthma	2 Module	Boehringer Ingelheim GmbH	12.2006
Infektiologie/ HIV Studien	12 Module	DAGNAE/ Pfizer GmbH	12.2006
Gynäkologie/ Bayern Seminar 2006	4 Module	TUM München	12.2006

Quelle: Datapharm AG

Organe der Gesellschaft

Vorstand

Der Vorstand

Matteo Morelli

Matteo Morelli war nach seinem Physik- und Informatik-Studium bei Droege & Comp. AG und der Beteiligungsgesellschaft GCI Management AG als Unternehmensberater tätig. Hiernach trug er die Verantwortung für die Leitung der Unternehmensbereiche Rechnungswesen und Controlling bei dem europäischen Finanzdienstleister E-Loan Europe N.V. sowie der Tochtergesellschaft E-Loan Bank GmbH. Seit dem 1. Juli 2001 ist Herr Morelli Alleinvorstand der Datapharm AG.

Aufsichtsrat

Der Aufsichtsrat

Dr. jur. Herbert Weininger (Aufsichtsratsvorsitzender)

Dr. jur. Herbert Weininger arbeitete nach seinem Jurastudium lange Zeit im deutschen und internationalen Bankbereich. So war er unter anderem als Manager bei der Hypo Bank AG und der Landesbank bayerischer Haus- und Grundbesitzer tätig. Anschließend wurde er Vorstand im Wertpapierhandelshaus Spütz AG. Neben seiner Tätigkeit als Aufsichtsratsvorsitzender der Datapharm Netsystems AG ist Herr Dr. jur. Weininger als Unternehmensberater für High-Tech Unternehmen und Start-ups mit den Schwerpunkten Bilanz-, Aktien- und Bankenaufsichtsrecht sowie der Unternehmensfinanzierung tätig.

Ulrich Drumm (stellvertretender Vorsitzender)

Ulrich Drumm agierte nach seinen Studien zur Volkswirtschaftslehre und Geschichte bei der BHF-Bank und dem PM Portfolio Management als Kapitalmarktspezialist für kleine und mittlere börsennotierte Gesellschaften im Bereich der Vermögens- und Wertpapierberatung. Seit dem Jahr 1996 ist Herr Drumm in der Emissionsabteilung der Baader Wertpapierhandelsbank AG als Prokurist tätig.

Peter Kern

Peter Kern arbeitete nach seinem Betriebswirtschaftsstudium bei der Hans BROCHIER GmbH & Co. und wurde 1991 bei dieser zum Geschäftsführer berufen. Bei der BROCHIER HOLDING Beteiligungs GmbH war er ebenfalls als Geschäftsführer tätig. Seit 1995 ist Herr Kern im Vorstand der WALTER BAU-AG.

Referenzkunden



Markt und Wettbewerb

Marktumfeld

Relevanter Markt	Marketing Budget deutsche Pharma- und Gesundheitsbranche
Marktvolumen	ca. 1,12 Mrd. €
Marktanteil 2006e	0,2 %
erwartetes durchschnittliches Marktwachstum	4,3 %

Der für die Datapharm relevante Markt ist der Pharmazeutische Markt vorwiegend im deutschen Raum. In Deutschland existieren rund 260 Pharmahersteller, welche einen Bedarf an Marketing und Verkaufsförderung aufweisen. Zu den größten Pharmaherstellern gehören u. a. die Aktiengesellschaften Altana, Bayer, Schering, Boehringer Ingelheim sowie Schwarz Pharma.

Das Branchenklima in der Pharmazeutischen Industrie schwankt aufgrund des wirtschaftlichen Umfeldes in Deutschland. Aus dem in 2003 von der damaligen Bundesregierung beschlossenen Gesetz zur Modernisierung der gesetzlichen Krankenversicherung resultierten einige wesentliche Veränderungen für den deutschen Pharmamarkt. Durch die Reform zu einem bisherigen Wegfall von insgesamt 5.600 Arbeitsplätzen verzeichnete die Branche infolge der aus dem Gesetz vorgegebenen Sparmaßnahmen einen deutlichen Umsatzrückgang in 2004. Im Geschäftsjahr 2005 stieg der Umsatz wieder um 5,9 %. Deutschland ist im internationalen Vergleich der drittgrößte Markt für Arzneimittel. Aus der hohen Regulierungsdichte in Deutschland resultiert aber im Vergleich zu der Marktentwicklung in Ländern wie z.B. USA und Spanien ein unterdurchschnittliches Wachstum.

Durch den zunehmenden Wohlstand in Deutschland entwickelt sich einerseits die Geburtenrate rückläufig und andererseits steigt die Lebenserwartung. Dadurch hat die Bevölkerungspyramide in Deutschland eine Urnenform angenommen. Resultierend aus der hohen Lebenserwartung und den damit verbundenen Krankheitsfällen wird der Bedarf an pharmazeutischen Produkten zukünftig tendenziell zunehmen, woraus ein jährlich konstant leicht steigender Umsatz für die Pharmaunternehmen herrühren wird.

Im Geschäftsjahr 2005 betrug der weltweite Umsatz der Pharmazeutischen Industrie in Deutschland 27,9 Mrd. €, wobei auf dem deutschen Markt mit 13,1 Mrd. € etwas weniger als die Hälfte umgesetzt wurde. Der Marketing- und Vertriebsaufwand bei den größten Herstellern lag in den vergangenen zwei Jahren im Durchschnitt zwischen 4 % und 7 % und damit 1,1 und 2 Mrd. €. Hieraus ergibt sich ein theoretischer Marktanteil von 0,2 % für die Datapharm AG. Es ist davon auszugehen, dass die Werbebudgets -resultierend aus den zunehmenden Umsätzen in der Pharmazeutischen Industrie- in den kommenden Jahren weiter steigen werden, wovon auch die Datapharm profitieren sollte.

Wettbewerb

Der für die Datapharm AG relevante Pharmazeutische Markt befindet sich im deutschsprachigen Raum. Auf dem Markt der Kommunikationsdienstleistungen agiert eine Vielzahl von Anbietern. Neben Gesellschaften, die auf die Pharmabranche spezialisiert sind, existieren eine Reihe von Werbeagenturen, die Erfahrung im Bereich des Pharma- und Gesundheitswesens besitzen und ebenfalls für Pharmaunternehmen Kommunikationsdienstleistungen durchführen.

Folgende Übersicht verdeutlicht die Bereiche, in denen die auf die Pharmabranche spezialisierten Unternehmen tätig sind:

Wettbewerber	Klassische Werbung	Online-Medien	Medizin. Content	Ärztliche Fortbildung	PR
DATAPHARM AG	x	x	x	x	
DocCheck AG	x	x			x
Angela Liedler GmbH	x	x			x
AeSeS	x				
BSMO GmbH	x	x		x	
InterActive Systems GmbH		x			

Quelle: Datapharm AG

In den Bereichen der klassischen Werbung und Online-Medien befinden sich die meisten Wettbewerber der Datapharm AG. Hierzu zählen die AeSeS, Angela Liedler GmbH, BSMO GmbH, DocCheck AG, welche das Ärzte-Portal www.doccheck.de betreibt, sowie die InterActive Systems GmbH. Auch zahlreiche Werbeagenturen, wie z.B. CreativeConsult, Publicis Vital PR GmbH, H&C Heye GmbH, Serviceplan Vital und die Wefra GmbH gehören in diesem Bereich zu den Wettbewerbern.

In dem neu geschaffenen Geschäftssegment MedLearning agiert einzig die BSMO GmbH mit auf dem Markt. Beide Unternehmen betreiben eine eigene Plattform. Ein markanter Unterschied zwischen beiden Plattformen liegt jedoch darin, dass die Datapharm eine Fortbildungsplattform (www.medlearning.de) für Ärzte und die BSMO eine Informationsplattform (www.lifeline.de) für Patienten betreibt.

Wachstumsstrategie

Nach den schwierigen und verlustreichen Geschäftsjahren 1999 bis 2002 gelang es dem Vorstand, das operative Geschäft der Gesellschaft durch die Konzentration auf das Kerngeschäft zu stabilisieren und die Gesellschaft wieder in die Gewinnzone zurückzuführen. Bedingt durch die im September 2005 erfolgte Kapitalerhöhung sowie die positiven Jahresüberschüsse in den Jahren 2004, 2005 und 2006 ist das Eigenkapital im Konzern wieder deutlich positiv. Die stabilen und langjährigen Kundenbeziehungen zu namhaften Pharmakonzernen (Amgen, GlaxoSmithKline, Pfizer, Wyeth etc.) dienen als gute Basis, um in Zukunft einen Wachstumspfad einzuschlagen.

Auch bei der Gewinnung neuer Kunden wurden in der zweiten Jahreshälfte 2006 entscheidende Schritte nach vorne gemacht. Für die Knochenzemente von Heraeus Medical konnte der Marketing-Etat für die Regionen Deutschland und EU gewonnen werden. Mit dieser Produktgruppe ist Heraeus europaweiter Marktführer im Bereich Knochenzemente. Die Auftragsdauer läuft über mehrere Jahre und das Auftragsvolumen dürfte sich im sechsstelligen €-Bereich per anno bewegen. Darüber hinaus ist der Datapharm von GlaxoSmithKline in Aussicht gestellt worden, ein Medikament aus dem Bereich Onkologie auf dem deutschen Markt einzuführen. Die Entscheidung hierüber fällt voraussichtlich im November 2006. Erhält Datapharm hier die Zusage, wird sich dies positiv bei den Umsatzerlösen für das Jahr 2007 und die Folgejahre bemerkbar machen.

Erhebliche Fortschritte konnten im Jahr 2006 auch in dem jüngsten Geschäftsbereich MedLearning erzielt werden. Bis Jahresende werden Ärzte rund 30 Module auf dem Fortbildungsportal www.medlearning.de nutzen können. Datapharm plant, die Anzahl der CME-Module bis Ende 2007 auf mindestens 60 zu verdoppeln. Auch wenn sich das Umsatzvolumen in diesem Geschäftsbereich für das Jahr 2007 noch im unteren sechsstelligen €-Bereich bewegen wird, werden hier gute Margen erzielt. Aufgrund der gesetzlich vorgeschriebenen Fortbildungspflicht für Ärzte stehen die Chancen gut, dass sich der Markt für ärztliche Online-Fortbildungen in den kommenden Jahren rasant entwickeln wird. Datapharm ist mit dem eigenen Portal auf diesem Markt gut positioniert und dürfte von dem sich abzeichnenden Marktwachstum profitieren.

Des Weiteren können wir uns gut vorstellen, dass Datapharm in Zukunft über strategische Akquisitionen das organische Wachstum um eine anorganische Komponente ergänzt. Insbesondere vor dem Hintergrund des steuerlichen Verlustvortrages in Höhe von knapp 11 Mio. € erscheint uns ein solcher Schritt als sinnvoll. Datapharm wird aus eigener Kraft den Verlustvortrag in den nächsten Jahren nicht vollständig nutzen können. Eine Eingliederung von kleineren spezialisierten Agenturen im Pharmabereich oder Unternehmen mit komplementären Dienstleistungen wäre allein aus steuerlichen Gründen eine überlegenswerte Option. Erste Gespräche mit potentiellen Übernahmekandidaten sind bereits aufgenommen worden. Für die Finanzierung möglicher Übernahmen steht Datapharm noch ein genehmigtes Kapital von knapp 1,43 Mio. Aktien zur Verfügung.

SWOT - ANALYSE

Stärken

- Ausgewogenes Leistungsspektrum und hohe medizinisch-wissenschaftliche Kompetenz
- Kundenbasis besteht aus namhaften Unternehmen aus der Pharma- und Gesundheitsbranche
- Solide Bilanzrelationen und hohe Eigenkapitalquote
- Hohe nutzbare Verlustvorträge aus der Vergangenheit
- Gute Marktpositionierung im Bereich Ärztliche Fortbildung durch eigene Fortbildungsplattform

Schwächen

- Abhängigkeit von einigen Großkunden
- Kleine Unternehmensgröße und damit geringe Verhandlungsmacht gegenüber Kunden

Chancen

- Ärztliche Fortbildungspflicht führt in Zukunft zu einer regen Nachfrage nach Online Fortbildungen
- Nutzung der Verlustvorträge bei Akquisitionen

Risiken

- Wegfall von Großkunden hätte Umsatzeinbußen zur Folge
- Hohe Wettbewerbsintensität in der Branche
- Abhängigkeit von den Marketing Budgets der Unternehmen aus der Pharma- und Gesundheitsbranche
- Gesetzliche Änderungen bei der Nutzung von Verlustvorträgen
- Pharmamarkt unterliegt der staatlicher Regulierung

Unternehmensentwicklung & Prognose

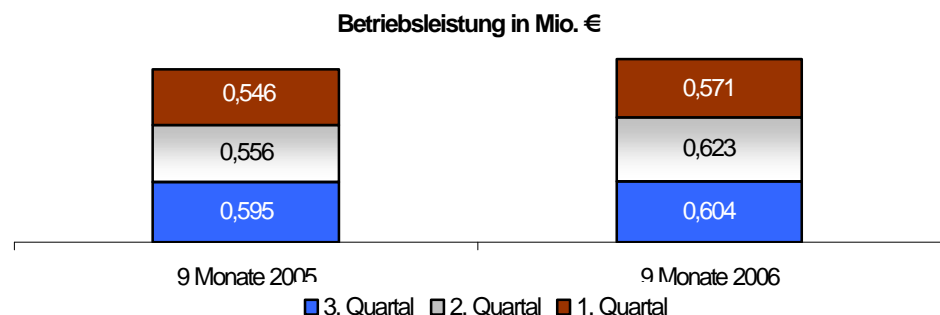
Konzernzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2004	GJ 2005	GJ 2006e	GJ 2007e	GJ 2008e
Umsatzerlöse	2,407	2,399	2,720	3,500	4,100
Veränderungen des Bestands an unfertigen Leistungen	-0,019	0,031	0,000	0,000	0,000
Gesamtleistung	2,517	2,535	2,720	3,500	4,100
Sonstige betriebliche Erträge	0,130	0,107	0,100	0,180	0,200
Materialaufwand	-0,555	-0,541	-0,540	-0,800	-1,000
Rohertrag	1,963	1,995	2,280	2,880	3,300
in %	82,20	82,14	83,82	82,29	80,49
Personalaufwand	-1,28	-1,23	-1,40	-1,60	-1,80
Abschreibungen	-0,07	-0,04	-0,03	-0,04	-0,05
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,51	-0,54	-0,63	-0,95	-1,07
Zinsergebnis	-0,02	-0,01	0,00	0,02	0,02
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	0,09	0,18	0,22	0,31	0,40
Außerordentliches Ergebnis/Restrukturierung	-	-	-	-	-
Ergebnis vor Gewinnsteuern	0,09	0,18	0,22	0,31	0,40
Steuern vom Einkommen und Ertrag	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	0,12	0,18	0,22	0,31	0,40
Fremde Gewinnanteile	-	-	-	-	-
Jahresüberschuss nach Minderheitenanteilen	0,12	0,18	0,22	0,31	0,40
Ergebniszahlen (in Mio. €)					
EBITDA	0,19	0,23	0,25	0,33	0,43
in %	7,91	9,29	9,19	9,43	10,49
EBIT	0,120	0,187	0,22	0,29	0,38
in %	5,02	7,71	8,09	8,29	9,27
Ergebnis je Aktie in Euro	0,02	0,03	0,04	0,05	0,07
Kennzahlen*					
EV/Sales	1,11	0,94	0,76	0,50	0,38
EV/EBITDA	14,17	9,99	8,30	5,35	3,64
Kurs-Gewinn-Verhältnis	23,25	16,40	13,47	9,56	7,41

*bei Kurs von 0,52 €

Geschäftsentwicklung 2006

Die Datapharm-Gruppe konnte in den ersten neun Monaten 2006 eine positive Geschäftsentwicklung vorweisen. Das laufende Geschäftsjahr war geprägt durch den weiteren Ausbau des Kerngeschäfts sowie die Weiterentwicklung der eigenen Fortbildungsplattform. In 2006 konnte bereits eine Reihe von Neukunden (Baxter, Boehringer Ingelheim, Max Planck Institut etc.) gewonnen werden. Gegenüber der vergleichbaren Vorjahresperiode konnte die Gesamtleistung um rund 6 % von 1,697 Mio. € auf 1,798 Mio. € gesteigert werden. Insbesondere in den beiden Bereichen klassische Medien und medizinischer Content war eine steigende Nachfrage zu verzeichnen. Der jüngste Geschäftsbereich MedLearning trug in den ersten neun Monaten mit 0,1 Mio. € zu den Umsatzerlösen bei. Für die Realisierung eines CME-Moduls erhält Datapharm eine Zahlung der Sponsoren von rund 0,01 Mio. €. Jedoch werden nicht alle realisierten Module in 2006 umsatzwirksam. Ein Blick auf die nachstehende Graphik zeigt, dass die Betriebsleistung in allen drei Quartalen 2006 über den vergleichbaren Vorjahreswerten lag.



Quelle: Datapharm, GBC

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) war marginal rückläufig. Nach 0,110 Mio. € in 2005 belief sich das EBITDA nach den ersten drei Quartalen 2006 auf 0,102 Mio. €. Hier belasteten neben der Einstellung von neuem Personal, Anlaufkosten im Zusammenhang mit der eigenen Fortbildungsplattform das operative Ergebnis. Die Abschreibungen bewegen sich weiterhin auf einem niedrigen Niveau. Sie beliefen sich nach neun Monaten auf 0,023 Mio. €. Seit der Rückführung eines Restdarlehens in Höhe von 0,1 Mio. € im September 2005 ist Datapharm frei von Bankverbindlichkeiten. Folglich fiel das Finanzergebnis in 2006 leicht positiv aus. Das Vorsteuerergebnis (EBT) lag zum 30.09.2006 bei 0,084 Mio. € (Vorjahr: 0,070 Mio. €), was einer EBT-Marge von 4,56 % entspricht. Die Gesellschaft verfügt noch über hohe Verlustvorräte in zweistelliger Millionenhöhe, die noch aus den Jahren 1999 bis 2002 stammen. Da bei Datapharm aufgrund der derzeit geringen Umsatzbasis die Gewinnschwelle von 1 Mio. €, bei der die Mindestbesteuerung greift, noch in weiter Ferne ist, kann davon ausgegangen werden, dass in den nächsten Jahren keine Steuern entrichtet werden müssen. Das vierte und letzte Quartal ist hinsichtlich Umsatz und Ergebnis traditionell das stärkste bei Datapharm.

Die Bilanzstruktur zum 30.9.2006 ist als solide zu bezeichnen. Das Eigenkapital im Konzern beläuft sich auf 0,599 Mio. €. Die Eigenkapitalquote beträgt 73 %. Nachdem im Jahr 2005 eine Kapitalerhöhung um 0,408 Mio. Aktien zu einem Ausgabepreis von 1 € durchgeführt wurde, ist die Gesellschaft frei von zinsbaren Verbindlichkeiten. Die Nettoliquidität beläuft sich auf rund 0,75 Mio. € bzw. 0,13 € pro Aktie. Da Datapharm noch nach HGB bilanziert, erfolgt keine Aktivierung der noch vorhandenen hohen Verlustvorräte.

Ausblick

Wir gehen davon aus, dass die erfreuliche Entwicklung der Gesellschaft in den letzten Quartalen auch im abschließenden vierten Quartal 2006 weiter anhält. Das vierte Quartal ist traditionell das stärkste Quartal bei Datapharm. Im vierten Quartal sollten bereits erste Umsätze, wenn auch erst in einem geringen Umfang, mit dem Neukunden Heraeus Medical getätigt werden. Des Weiteren sollten bis Jahresende rund 30 Module in der eigenen Fortbildungsplattform verfügbar sein. Für das vierte Quartal 2006 erwarten wir eine Gesamtleistung in Höhe von 0,92 Mio. €. Gegenüber dem Geschäftsjahr 2005 sollte die Gesamtleistung in 2006 somit um 13,42 % auf 2,72 Mio. € ansteigen. Das EBITDA sehen wir bei 0,25 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 9,19 % entspricht. Steuern fallen aufgrund der hohen Verlustvorträge keine an. Unsere Prognose für den Jahresüberschuss beläuft sich auf 0,22 Mio. €. Dies entspricht einem Ergebnis pro Aktie (EPS) von 0,04 €.

Für das kommende Geschäftsjahr 2007 erwarten wir einen weiteren deutlichen Anstieg der Gesamtleistung. Getragen durch die neu gewonnenen Etats bei Heraeus Medical sowie GlaxoSmithKline sehen wir einen Zuwachs bei der Gesamtleistung auf 3,50 Mio. €. Dies entspricht einer Wachstumsrate von 28,68 %. Auch im Geschäftsbereich Ärztliche Fortbildung gehen wir von einer anhaltend erfreulichen Entwicklung aus. Ziel des Vorstandes ist es, die Zahl der realisierten CME-Module bis Ende 2007 auf mindestens 60 zu verdoppeln. Wir schätzen diese Vorgabe als konservativ ein. Den zusätzlichen Umsatzbeitrag aus diesem Geschäftsbereich prognostizieren wir auf rund 0,3 Mio. € in 2007. Einhergehend mit der Steigerung der Gesamtleistung sollte es auch zu einer weiteren Aufstockung des Personals kommen. Positiv entwickelt sich auch die Zusammenarbeit mit dem medizinischen Fachverlag G. Thieme. In Kooperation werden Fortbildungsplattformen für diverse Kunden realisiert. In diesen Projekten verantwortet Thieme die Inhalte, während Datapharm für die Konzeption, die Technik und das Marketing zuständig ist.

Unsere Schätzung für das EBITDA in 2007 liegt bei 0,33 Mio. €. Den Margenanstieg beim EBITDA von 9,19 % in 2006 auf 9,43 % in 2007 erklären wir einerseits mit einem höheren Umsatz je Mitarbeiter und andererseits mit einer Geschäftsausweitung des Geschäftsbereiches Med-learning. Dieser Bereich weist eine hohe Skalierbarkeit und eine bessere Margensituation als die Kernbereiche aus. Da auch in 2007 keine hohen Abschreibungen anfallen werden, das Finanzergebnis leicht positiv ausfallen wird und keine Steuern zu zahlen sind, entspricht das EBITDA annähernd dem Nettoergebnis. Den Jahresüberschuss schätzen wir für das kommende Geschäftsjahr 2007 auf 0,31 Mio. € respektive 0,054 € pro Aktie. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau bedeutet dies ein KGV auf Basis 2007 von unter 10.

Mögliche Übernahmen sind in unsere Modellprognosen nicht berücksichtigt. Die Verlustvorträge fließen im Rahmen unserer Studie jedoch nur partiell in die Bewertung mit ein. Aufgrund der geringen Unternehmensgröße werden die Verlustvorträge bis 2012 nur teilweise aufgebraucht sein. Bei Akquisitionen, die sich gewinnerhöhend auswirken, und der gleichzeitigen Nutzung der steuerlichen Verlustvorträge würde dies eine positive Auswirkung auf die Bewertung haben.

Bewertung

DCF Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Datapharm AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten ist die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 3,9 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Nach der GBC-Schätzmethode ermittelt sich ein Beta von 1,0 für das unverschuldete Unternehmen. Zum Vergleich: für den breiteren amerikanischen Kapitalmarkt ermittelte Steward ein Branchenbeta (unleveraged beta) von 1,02 für sonstige Dienstleistungen. Dieses Branchenbeta gilt für unverschuldete Unternehmen. Aufgrund der noch geringen Unternehmensgröße der Datapharm AG berücksichtigen wir einen Aufschlag auf die Eigenkapitalkosten von 1,0 %.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,4 % (10-jähriger Zinssatz plus Beta multipliziert mit Risikoprämie). Die Fremdkapitalkosten schätzen wir auf 7 %, finden aber keine Berücksichtigung, da wir eine vollständige Eigenkapitalfinanzierung unterstellen. Somit ergibt sich auch ein WACC von 10,4 %.

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	10,4 %
Gewicht in %	100%
Fremdkapitalkosten	7 %
Gewicht in %	0%
Taxshield in %	25%
WACC	
	10,4 %

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2009 - Phase 2

Wachstum Gesamtleistung	10 %
EBITDA-Marge	10,5 %
Steuerquote	0%
Working Capital in % vom Umsatz	-8,0 %
Umsatz zu OAV	40
Abschreibungen vom OAV	44%

DCF Modell

Die Datapharm AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2006, 2007 und 2008 in Phase eins, erfolgt von 2009 bis 2012 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir über dem Marktwachstum liegende Steigerungen im Umsatz von 10 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,5 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 0 % aufgrund der Verlustvorträge bis zum Jahr 2012 angesetzt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Hier haben wir eine nachhaltige EBITDA-Marge von 10,5 % sowie ein langfristiges Wachstum der Gesamtleistung von 2,0 % unterstellt.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,4 % errechnet. Zur Berechnung des WACC sei auf Seite 23 verwiesen.

Der daraus resultierende faire Wert je Aktie für 2006 liegt bei 0,93 €

DISCOUNTED CASHFLOWS Modellszenario Datapharm AG

Dez. 05	in Mio. EUR	2006 E	2007 E	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E	Continued
2,43	Gesamtleistung	2,72	3,50	4,10	4,50	4,95	5,45	6,00	6,12
	Veränderung in %	12,0%	28,7%	17,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
9,29%	EBITDA-Marge	9,2%	9,4%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
0,19	EBITA	0,22	0,29	0,38	0,42	0,47	0,51	0,56	0,57
7,7%	EBITA-Marge	8,1%	8,3%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
0,0%	Steuerquote (auf EBITA)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	36,0%
-0,26	Working Capital	-0,22	-0,3	-0,33	-0,36	-0,40	-0,44	-0,48	-0,49
-10,8%	in % vom Umsatz	-8,1%	-8,6%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%
0,07	Operatives Anlagevermögen	0,08	0,09	0,10	0,11	0,12	0,14	0,15	0,15
35,3	Umsatz zu OAV	34,0	38,9	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0
-0,04	Abschreibungen	-0,03	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	-0,06	-0,07	-0,07
55,9%	Abschreibungen vom OAV	37,5%	44,4%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%
Free Cashflows									
0,23	EBITDA	0,25	0,33	0,43	0,47	0,52	0,57	0,63	0,64
0,00	Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,21
	Investitionen in AV	-0,04	-0,05	-0,06	-0,06	-0,07	-0,07	-0,08	-0,07
	Veränderung des Working Capital	-0,04	0,08	0,03	0,03	0,04	0,04	0,04	0,01
	Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Gross Free Cashflow	0,17	0,36	0,40	0,45	0,49	0,54	0,59	0,37

VALUATION IN MIO. EUR	Dez. 05	2006 E	2007 E	2008 E
Barwert expliziter FCFs	1,9	2,0	1,8	1,6
Barwert des Continuing Value	2,2	2,5	2,7	3,0
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	4,2	4,4	4,5	4,6
Nettoschulden (Net debt)	-0,71	-0,88	-1,28	-1,75
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	4,9	5,3	5,8	6,4
Fremde Gewinnanteile	0,0	0,0	0,0	0,0
Wert des Aktienkapitals	4,9	5,3	5,8	6,4
Ausstehende Aktien in Mio.	5,7	5,7	5,7	5,7
Fairer Wert der Aktie nach DCF Modellszenario in EUR	0,86	0,93	1,02	1,11

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR	Dez. 05	2006 E	2007 E	2008 E
Dividendenzahlung inkl. Fremde Anteile	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktienrückkäufe	0	0	0	0
Zinsaufwand/ertrag		0,02	0,02	0,03

Sensitivitätsanalyse Fairer Wert je Aktie

		WACC				
		9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%
Nachhaltige EBITDA-Marge	in EUR					
	9,5%	0,94	0,90	0,86	0,82	0,79
	10,0%	0,99	0,94	0,89	0,86	0,82
	10,5%	1,03	0,98	0,93	0,89	0,85
	11,0%	1,07	1,02	0,97	0,93	0,89
	11,5%	1,11	1,06	1,01	0,96	0,92

Der faire Wert je Aktie liegt bei 0,93 € (Basis 2006)

Fazit:

Bei der Datapharm AG handelt es sich um ein kleines aber sehr interessantes Unternehmen, welches sich auf Kommunikationsdienstleistungen für die Pharma- und Gesundheitsbranche spezialisiert hat. Datapharm hat in der Vergangenheit bewiesen, dass das Geschäftsmodell nachhaltig ist. Die Gesellschaft kann auf langjährig gewachsene Kundenbeziehungen mit renommierten Unternehmen aus der Pharma- und Gesundheitsbranche verweisen. Das operative Geschäft sowie die Bilanzstruktur wurde in den letzten Jahren stabilisiert und die Kostenstruktur deutlich nach unten abgesenkt. Nachdem in den Jahren 2004, 2005 sowie aller Voraussicht nach auch 2006 positive Jahresüberschüsse erwirtschaftet werden, stehen die Zeichen für die kommenden Jahre nun auf Wachstum.

Für die Jahre 2007 und 2008 erwarten wir einen deutlichen Umsatzanstieg bei der Datapharm AG. Neben den jüngst gewonnenen Etats mit Bestands- und Neukunden sollte auch das Geschäftsfeld MedLearning für zusätzliches Wachstumspotential sorgen. Der Markt für ärztliche Fortbildung sollte sich in den nächsten Jahren aufgrund der gesetzlichen Fortbildungspflicht für Ärzte erfreulich entwickeln. Zudem verfügt die Gesellschaft noch über hohe steuerliche Verlustvorträge aus der Vergangenheit. Auch vor diesem Hintergrund ergibt sich weitere Phantasie aus potentiellen Akquisitionen.

Wir sehen die Aktie der Datapharm auf dem aktuellen Kursniveau als unterbewertet an. Den fairen Wert der Aktie sehen wir auf Basis 2006 bei 0,93 €. Unser Rating für die Aktie der Datapharm lautet KAUFEN.

Risikohinweise und Haftungsausschluss (Disclaimer)

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche German Business Concepts (GBC) für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder German Business Concepts noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Dieses Dokument stellt weder eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar und ist nicht in diesem Sinne auszulegen; noch darf es oder ein Teil davon als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässlich herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden. German Business Concepts – oder Beteiligungsunternehmen, Repräsentanten, Anteilseigner, Führungskräfte und/oder deren Angestellte kann eine Long- oder Shortposition in dem Beschriebenen Wertpapier oder andere Investments, die sich auf in diesem Report veröffentlichte Ergebnisse beziehen, halten. German Business Concepts kann diese Wertpapiere am offenen Markt, für Kunden oder für eigene Rechnung kaufen und/oder verkaufen. Dieses Dokument wird Ihnen ausschliesslich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden.

German Business Concepts übernimmt keine Garantie dafür, dass der angedeutete Ertrag oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Erträge haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann vorliegendes Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäss Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

German Business Concepts GmbH
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbconcepts.de>; E-Mail: office@gbconcepts.de

Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG im Zeitpunkt der Veröffentlichung:

Weder die German Business Concepts GmbH noch ein ihr verbundenes Unternehmen,

- a) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Veröffentlichung sind, 1% oder mehr des Grundkapitals,
- b) war an einer Emission von Finanzinstrumenten, die Gegenstand dieser Veröffentlichung sind, beteiligt,
- c) hat die Wertpapiere, die Gegenstand dieser Veröffentlichung sind, mittels Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

Ausnahme hiervon ist eine vertragliche Beziehung von German Business Concepts GmbH mit dem Unternehmen für die Erstellung von Research-Berichten. Aus dieser vertraglichen Beziehung erhält German Business Concepts GmbH ein Entgelt für Nutzungs- und Veröffentlichungsrechte.

Zusätzliche wichtige Angaben zu der vorliegenden Analyse:

Übersicht über bisherige Studien zur Gesellschaft:

Datum	Studienart	Rating	Kurs bei Erstellung in Euro	Kursziel in Euro
6.11.2006	Research Studie Initial Coverage	KAUFEN	0,52	0,93 €

Ersteller der vorliegenden Analyse: Manuel Hölzle, Philipp Leipold
Assistenz: Sylvia Schulz

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: German Business Concepts GmbH

Datum und Uhrzeit des angegebenen Finanzinstruments: Schlusskurs 1.11.2006, Frankfurt

In der Analyse wurden öffentlich zugängliche Informationen (Geschäftsbericht 2005, Halbjahresbericht 2006, Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die German Business Concepts als zuverlässig einschätzt.

Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit dem Management geführt, um sich Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen. Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und es wurden anschließend keine Änderungen vorgenommen. Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. German Business Concepts GmbH behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

Die German Business Concepts GmbH verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Vor diesem Stichtag verwendete die Gesellschaft ein 5-stufiges Rating-system. Die jeweiligen Einstufungen sind mit folgenden Erwartungen verbunden. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. :

KAUFEN: Die erwartete Rendite inkl. Dividende beträgt mindestens +10%.

HALTEN: Die erwartete Rendite inkl. Dividende liegt zwischen -10% und +10%.

VERKAUFEN: Die erwartete Rendite inkl. Dividende beträgt mehr als -10%.

Die German Business Concepts GmbH ist als Researchinstitut gemeldet, bei der zuständigen Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt

GERMAN BUSINESS CONCEPTS



INVESTMENT RESEARCH

GBC[®] German Business Concepts

- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

German Business Concepts GmbH

Halderstraße 27

86150 Augsburg

Internet: <http://www.gbconcepts.de>

Fax: ++49 (0)821/241133-30

Tel.: ++49 (0)821/241133-0

Email: office@gbconcepts.de

Analysten für diese Studie:

Manuel Hölzle

Philipp Leipold