

## Basisstudie

### Analysten:

Daniel Großjohann, Tel.: 069 - 71 91 838-42, daniel.grossjohann@bankm.de

**Fair Value: €2,40**

**Kaufen**

## Experten für Open Source

Die MAX21 Management und Beteiligungen AG ist eine auf das Themenfeld Open-Source-Software (OSS) ausgerichtete (Frühphasen-) Beteiligungsgesellschaft. Die AG erbringt für die Beteiligungen Management- und Beratungsdienstleistungen und übernimmt daneben auch administrative Aufgaben. Gegenwärtig liegt der auf MAX21 entfallende Anteil an den sieben größeren Beteiligungen (Dienstleister und Produktanbieter z.B. in den Bereichen IT-Sicherheit, IT-Schulung, Anwendungssoftware und IP-Telefonie) bei jeweils rund 49%. Die Aufstockung der Anteile an den Beteiligungen auf über 50% ist eingeplant. Bei der gegenwärtigen Struktur werden die Beteiligungen nicht konsolidiert, was dem Anleger die Beobachtung der Entwicklung der Beteiligungen nicht erleichtert.

- Mit der einzigartigen Positionierung als größtes unabhängiges Open-Source-Haus in Deutschland hat MAX21 in der Szene trotz geringer Größe eine hohe Wahrnehmbarkeit erreicht. Dies und die Entwicklungspotenziale, die durch die Synergien mit den übrigen Beteiligungen erhöht werden können, machen MAX21 zu einer idealen Anlaufstelle für junge Unternehmen. Gute Wachstumsperspektiven für OSS bieten sich mittlerweile nicht nur beim Betriebssystem Linux, sondern auch bei Infrastruktur-Software wie Datenbanken (z.B. MySQL), Web-Server (z. B. Samba) und Business-Anwendungen wie Office-Programmen (z. B. Open Office), Kundenverwaltungsprogramme (z.B. Sugar), etc. Große Erfolge für OSS zeigen sich aktuell im Einsatz bei multinationalen Konzernen (70% der DAX-Unternehmen nutzen OSS) und bereits seit Jahren der öffentlichen Verwaltung.
- Die MAX21-Beteiligung pawisda systems GmbH, deren Softwarelösung zur effizienteren Postabwicklung transaktionsabhängig vergütet wird, ist aktuell als größter Hoffnungsträger zu sehen. Das hochskalierbare Geschäftsmodell generiert stabile monatliche Einnahmen, die mit der Kundenbasis wachsen. Kunden sind nach Implementierung auf mindestens drei Jahre gebunden.
- Durch den Einstieg in einer Frühphase ist das Investitionsvolumen für den Erwerb der Beteiligung gering. Im Falle eines Erfolges ist die Rendite auf das eingesetzte Kapital sehr hoch. Allerdings sind Frühphaseninvestments auch bei sorgfältiger Auswahl mit hohen Ausfallrisiken behaftet. Diese könnten zu Abschreibungen auf Finanzanlagen und gewährten Krediten führen. Jedoch gab es bisher keine Insolvenzen bei den Beteiligungen der MAX21.
- Für den externen Investor ergibt sich aus der direkten privaten Beteiligung zweier Vorstände der MAX21 an wesentlichen Unternehmen aus dem Portfolio der MAX21 die Gefahr eines potenziellen Interessenskonfliktes. Bei zukünftigen MAX21-Beteiligungen soll dies ausgeschlossen sein. Bei den gegenwärtigen Beteiligungen planen die betroffenen Vorstände ihre Anteile mittelfristig abzugeben, um den Interessenskonflikt zu beseitigen.

Beteiligungen	Umsatz (in Euro Mio.)		EBT 2007
	2007	2008e	
pawisda	0,447	1,417	neg.
LSE	1,092	2,20	neg.
Linup front	0,824	1,310	pos.
seat-1	n.a.	0,500	n.a.
focus::voip	0,112	0,320	neg.
LINworks	0,410	0,652	pos.
DLPS	0,120	0,191	neg.
<b>Anzahl Aktien</b> (Mio. Stück)			1,97
<b>Market Cap.</b> (Mio. €)			2,75
<b>Free Float</b>			63,7%
<b>WKN</b>			A0D88T
<b>ISIN</b>			DE000A0D88T9
<b>Bloomberg</b>			MA1:GR
<b>Branche</b>			IT/Software
<b>Rechnungslegung</b>			IFRS
<b>Geschäftsjahr</b>			30.06.
<b>Kurs 09.07.2008</b> (Xetra-Schlusskurs)			1,40



Max21 AG (Xetra)  
Quelle: Deutsche Börse AG

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Diese Studie wurde aufgrund eines Mandatsverhältnisses im Auftrag des Emittenten erstellt, der Gegenstand der Studie ist. BankM – Repräsentanz der biw AG ist Designated Sponsor der Aktie und hält im Zusammenhang mit der Designated Sponsor Tätigkeit regelmäßig Wertpapierpositionen in der Aktie des Emittenten. Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden und die Kurse der Wertpapiere können steigen oder fallen. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Anleger handeln auf eigenes Risiko.

## Inhalt

<b>INVESTMENT CASE</b>	<b>3</b>
<b>UNTERNEHMENSPROFIL</b>	<b>4</b>
Geschäftsmodell	5
Historie	6
Produkt/Dienstleistung	6
Management	6
Strategie	8
<b>MARKTUMFELD</b>	<b>8</b>
Allgemeine Marktdaten	11
Marktstruktur	11
Marktsegmente	12
<b>ERTRAGS- UND VERMÖGENSLAGE</b>	<b>23</b>
Bilanzstruktur (MAX21 AG)	23
Gewinn- und Verlustrechnung (MAX21 AG)	23
<b>BEWERTUNG DER MAX21 AG</b>	<b>24</b>
pawisda systems GmbH	25
LSE Leading Security Experts GmbH	29
focus::voip GmbH	30
seat-1 Software GmbH	31
Linup Front GmbH, LINworks GmbH und DLPS Desktop Linux Projects and Services GmbH	32
Die übrigen 10%igen Beteiligungen	33
Alternative Bewertungsmethoden/Multiplikatorenvergleich	33
Bewertungsfazit	34
<b>SWOT-ANALYSE</b>	<b>36</b>
<b>RISIKOHINWEISE, RECHTLICHE ANGABEN, HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)</b>	<b>37</b>

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# MAX21 AG

11. Juli 2008

## Investment Case

MAX21 ist ein Beteiligungsunternehmen, dessen Beteiligungsstil sich durch zwei Charakteristika von den meisten Beteiligungsgesellschaften und Venture-Capital Gesellschaften abhebt: Den klaren Fokus auf Frühphaseninvestments und das Open-Source-Umfeld. Durch die geringen Anfangsinvestitionen bei Frühphaseninvestments besitzt das Unternehmen einen großen Hebel auf das eingesetzte Kapital, andererseits sind Totalverluste bei einzelnen Investments, die bei Frühphasenfinanzierungen nie ausgeschlossen werden können, auf Grund der geringen absoluten Höhe der Investments gut zu verkraften. Zudem wird zu Beginn der Beteiligung nicht die volle Investitionshöhe ausbezahlt. Die verbleibende Investitionssumme kann von der Beteiligung bei planmäßiger Unternehmensentwicklung im Zeitablauf als Darlehen abgerufen werden. Dennoch erhält MAX21 von Anfang an Stimmrechte, die der Höhe der geplanten Gesamtinvestition (Darlehen und Nominalwert des Eigenkapitals) entsprechen.

**Klarer Fokus auf Frühphaseninvestments ermöglicht hohe Renditen,...**

Auf Grund ihrer Positionierung als eine der größten deutschen Open-Source-Beteiligungsgesellschaften kann MAX21 für die eigenen Beteiligungen hochwertige Beratungsleistungen erbringen und vorhandene Kontakte in der Open-Source-Szene nutzen, um die Unternehmen in ihrer Entwicklung zu unterstützen. Die Beteiligungen der MAX21, insbesondere die IT-Dienstleister, können projektbezogen auch gemeinsame Leistungen für den Kunden erbringen und Vertriebssynergien erzielen. Eine weitere Synergiequelle ist die räumliche Nähe der Beteiligungen (die Mehrheit der 49%-igen Hauptbeteiligungen ist in Weiterstadt angesiedelt), die Zusammenarbeit und Gedankenaustausch erleichtert.

**...Vernetzung im Open-Source-Umfeld als Mehrwert bei der Weiterentwicklung der Beteiligungen**

Die pawisda systems GmbH plant die Direktaufnahme von neuem Kapital. Bei entsprechenden Angeboten externer Investoren sei ein Kompletterwerb denkbar. In unseren Augen besitzt pawisda von den gegenwärtigen Beteiligungen aktuell das größte Potenzial. Das Hauptprodukt, eine Softwarelösung zur Prozessoptimierung und somit kostengünstigen Versenden von Sammel- und Individualbriefen, liefert nach der Implementierung beim Kunden nachhaltige (nutzungsabhängige) Einnahmen. Auf Grund der Positionierung der Lösung besitzt pawisda zudem einen strategischen Wert für Druck- und Postdienstleister.

**pawisda systems – ein hochskalierbares Geschäftsmodell mit Potenzial**

Die Transparenz soll durch eine Aufstockung der überwiegend 49%igen Beteiligungen auf über 50% erhöht werden und eine Konsolidierung erfolgen. Durch die gegenwärtige Nichtkonsolidierung der Beteiligungen sind die in der Gewinn- und Verlustrechnung gezeigten Umsätze ausschließlich auf erbrachte Beratungsleistungen zwischen MAX21 und den Beteiligungen sowie auf verrechnete Kostenumlagen zurückzuführen. Für den externen Investor ergibt sich hierdurch eine geringe Transparenz. Dies führt dazu, dass aussichtsreiche Beteiligungen, wie die pawisda, durch den Kapitalmarkt mit einem Abschlag versehen werden. Wir haben bei der Bewertung der MAX21 einen Sum-of-the-parts-Ansatz gewählt. Der kalkulierte Transparenzabschlag (25%) könnte durch die Konsolidierung wesentlicher Beteiligungen reduziert werden.

**Konsolidierung der Beteiligungen würde dem externen Investor einen besseren Einblick bieten – Beteiligungsquoten sollen auf über 50% aufgestockt werden**

Solide finanziert. MAX21 wies zum 31.12.07 eine Eigenkapitalquote von über 97% aus. Die liquiden Mittel beliefen sich auf knapp ein Drittel der Bilanzsumme.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

## Unternehmensprofil

**Erwerb und Beratung von Frühphasenbeteiligungen aus dem Open-Source-Umfeld als Kernfokus**

Die MAX21 Management und Beteiligungen AG mit Sitz in Darmstadt-Weiterstadt ist eine Beteiligungsgesellschaft, die sich in frühen Phasen an Unternehmen aus dem Open-Source-Umfeld beteiligt sowie diese auch mit Managementberatungsdienstleistungen und der Übernahme von administrativen Tätigkeiten unterstützt. Bei der AG selbst sind sechs Mitarbeiter beschäftigt. In den sieben 49%igen Beteiligungen arbeiten rund 100 Mitarbeiter.

**Tabelle 01: Übersicht zu den Hauptbeteiligungen der MAX21 AG**

Gesellschaft	Positionierung	Beteiligungsquote
DLPS Desktop Linux Projects and Services GmbH	Dienstleister (Migration)	48,86%
focus::voip GmbH	Produktgeschäft (VOIP/Subscription-Modell)	49,00%
Linup Front GmbH	Dienstleister (Schulungen/Vermittlung von Schulungen)	49,00%
LINworks GmbH	Dienstleister (Consulting/Systemintegration)	49,20%
LSE Leading Security Experts	Produkt und Dienstleistung (IT-Sicherheit/Subscription-Modell)	48,86%
pawisda systems GmbH	Produktgeschäft (SAKO-Lösung)	48,57%
seat-1 Software GmbH	Produktgeschäft (ERP-Lösung/Dual-Licence-Modell)	49,03%
GFN Training GmbH	Dienstleister (IT/TK-Schulungen)	10%
MediaGLOBE Technology GmbH	Full-Service für WAN-, LAN- und WLAN-Netze	10%
USCO Netzwerk GmbH	IT-Sicherheit	10%
LINUsuisse GmbH	Open Source Systemhaus	10%
HVC High Value Consulting AG	Prozessoptimierung/Consulting	10%
Open Source Zertifizierung GmbH	Linux Zertifizierungen	10%

Quelle: MAX21 Management und Beteiligungen AG

**Umsatzerlöse durch Beratungsdienstleistungen, Exits und Kostenumlage**

Gegenwärtig hält MAX21 ausschließlich Minderheitsbeteiligungen, darunter sieben rund 49%ige und sechs 10%ige Beteiligungen. Die Umsatzerlöse der MAX21 basieren auf Vergütungen für durch die Beteiligungen in Anspruch genommene Beratungsdienstleistungen, Kostenumlagen für die Beteiligungen, sowie im Falle eines vollzogenen Exits dem erzielten Verkaufserlös.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# MAX21 AG

11. Juli 2008

## Geschäftsmodell

Der Investmentstil der MAX21 ist durch zwei wesentliche Kriterien gekennzeichnet: Die Beteiligung erfolgt in einer sehr frühen Lebensphase (Beteiligungen stehen teilweise noch vor Erreichen des Break-Even). Im Geschäftsmodell der Beteiligung wurde ein klarer Fokus auf das Thema Open Source Software gelegt, so dass MAX21 das eigene Know-How in die Beratung des Portfoliounternehmens einfließen lassen kann.

Die Rolle der MAX21 geht dabei klar über die eines Finanzinvestors hinaus. Abgesehen von gegenseitigen Vorkaufsrechten bestehen gegenüber den übrigen Investoren keine Sonderrechte. Die Beteiligungen erhalten von der Holding (entgeltliche) Beratungsdienstleistungen und auch administrative Aufgaben werden übernommen. Im Unterschied zu Venture-Capital-Gebern ist die Bindung zwischen Kapitalgeber/Berater und Beteiligung durch die operative Einbindung enger.

Auf Grund ihrer Positionierung hat MAX21 einen sehr guten Zugang zu jungen Unternehmen im OS-Umfeld. Diese Community ist für Kapitalgeber ohne Open Source Bezug nur schwer zugänglich. MAX21 ist Mitglied in der Open-Source-Business-Foundation (OSBF) und stiftet einen Award für den Open Source Businessplan. Die Vorstände der MAX21 sind in dieser Szene gut vernetzt, stehen einigen Linux-/Open-Source-Initiativen vor und verfügen über die nötige Reputation um das Vertrauen der Jungunternehmer zu erwerben. Die ursprünglichen Geschäftsmodelle der Inhaber sind oft zu wenig marktorientiert, auch wenn die Kernidee erhebliches Potenzial birgt. In Zusammenarbeit mit den jungen Unternehmen wird in einem ersten Schritt daher oft ein belastbarer Businessplan erstellt.

Ein weit verbreitetes Vorurteil über Open-Source-Software ist, dass sich mit derartigen Geschäftsmodellen kein Geld verdienen lasse, weil die Software an sich kostenlos sei. Das Vorurteil ist jedoch in Teilen dadurch widerlegt, dass sich verschiedene profitable Geschäftsmodelle bereits entwickeln konnten. IT-Services (Implementierung, Dokumentation und Anpassungen) rund um die Open-Source-Lösungen sind entgeltliche Leistungen. Individuelle Erweiterungen der Lösung um ein spezielles Feature werden von dem jeweiligen Auftraggeber vergütet – und kommen allen Nutzern zugute. Zudem gibt es bei OSS-Firmen (wie zum Beispiel MySQL) Mehrlizenzmodelle bei denen neben der Pflege der quelloffenen Software auch lizenzierte Software vermarktet wird. Neben den Services bieten Schulungen eine wichtige potenzielle Einnahmequelle.

**Frühphasenbeteiligungen und klarer Themenfokus**

**MAX21 ist mehr als nur ein Finanzinvestor**

**Vermarktung von Open-Source-Software funktioniert anders als klassische Lizenzsoftware, ...**

**... Erlöse werden über Dienstleistungen, Produktveredelungen und Vermarktungskonzepten generiert**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

## Historie

**Tabelle 02: Historie der MAX21 Management und Beteiligungen AG**

Zeit	Ereignis
19.11.2003	Gründung der MAX21 Management und Beteiligungsgesellschaft AG (der Eintrag ins Handelsregister erfolgte Januar 2004)
11.02.2005	Umfirmierung in MAX21 Management und Beteiligungen AG
28.11.2006	IPO (Entry Standard); Zum Zeitpunkt des IPOs verfügt das Unternehmen über sechs 49%ige Beteiligungen, sieben 10%ige Beteiligungen, sowie eine atypische stille Beteiligung
12.04.2007	Beteiligung an der seat-1 Software GmbH
16.01.2008	Veräußerung der B1 Systems GmbH
28.03.2008	Veräußerung der stillen Beteiligung an der Taxmobile GmbH

Quelle: MAX21 Management und Beteiligungen AG

**Mehr als ein reiner Frühphasenfinanzierer: Unterstützung durch Beratung, Netzwerk und Finanzierung**

## Produkt/Dienstleistung

Als Beteiligungsgesellschaft nutzt die MAX21 AG ihr spezielles Know-How im Themenbereich Open-Source-Software zum Aufbau und zur Betreuung von jungen Unternehmen aus diesem Umfeld. Als Alleinstellung gegenüber Venture-Capital Gesellschaften dienen der Branchenfokus, die Akzeptanz in der Open-Source-Szene und das Open Source bezogene Spezialwissen. Neben der finanziellen und administrativen Unterstützung, die die Frühphaseninvestments benötigen, kann MAX21 im Gegensatz zu Venture-Capital-Gesellschaften auch die eigene Vernetzung in der Open Source Community einbringen. Schwachpunkte gegenüber Venture-Capital Gesellschaften sind die geringe Mittelausstattung und die gegenwärtig noch schwächere Vernetzung in die Venture-Capital Szene.

**Branchenerfahrenes Management**

## Management

Der dreiköpfige Vorstand der MAX21 besteht aus dem Diplom-Ingenieur Walter Erl (55) sowie den Diplom-Informatikern Oliver Michel (46) und Metin Dogan (38). In der Open-Source-Szene sind die Vorstände gut vernetzt. Dies ist zum Teil durch Vorstandsfunktionen bei Asterisk e.V., dem GNOME-Projekt, dem Linux Professional Institute e.V., dem Open Office.org-Projekt, der Open Source Business Foundation (OSBF) e.V. und bei ubuntu Deutschland e.V. dokumentiert.

MAX21-Vorstand Erl ist seit über 30 Jahren in den Bereichen Telekommunikation und IT aktiv. Nach seinem Studium der Nachrichtentechnik war Herr Erl als Geschäftsführer und Vorstand für Unternehmen wie der Controlware GmbH, der Pan Dacom Networking AG und der börsennotierten BinTec AG tätig. Im Vorstand der MAX 21, dem Herr Erl seit 2006 angehört, verantwortet er die Bereiche Portfolio-Management, Investor Relations sowie Merger and Acquisitions. Auf Grund seiner umfangreichen Branchenerfahrung bringt Herr Erl ein Kontaktnetzwerk zu Konzernen wie auch Mittelstandskunden, Herstellern, Distributoren und Service Providern mit, das für MAX21 und die Portfoliounternehmen von großem Nutzen ist.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# MAX21 AG

11. Juli 2008

Der Diplom-Informatiker (Telekommunikation) Oliver Michel gehört zu den Gründern der MAX21. Nach dem Studienabschluss 1987 war Herr Michel zunächst für die Controlware GmbH tätig und gründete aus diesem Unternehmen heraus die ExperTeach GmbH, die er als Geschäftsführer über dreizehn Jahre hinweg zum führenden Weiterbildungsanbieter im Telekommunikationsbereich weiterentwickelte. Ab 2000 war Herr Michel als Gründer und Geschäftsführer mehrerer Unternehmen aktiv, die heute zum Beteiligungsportfolio der MAX21 zählen. Herr Michel verantwortet im Vorstand der MAX21 neben dem Vertrieb auch die Entwicklung der Gesellschaft (Portfolio-Management) und die Personalakquisition.

Der Diplom-Informatiker Metin Dogan gründete im Anschluss an sein Studium 1997 die frontsite AG, für die er im Anschluss für drei Jahre als Vorstand, mit Zuständigkeit für die Geschäftsbereiche Linux-Technik und Linux-Entwicklung, tätig war. Ab dem Jahr 2000 erfolgte die Gründung verschiedener Firmen, die heute Teil der MAX21-Gruppe sind. Als Gründungsmitglied des Deutschen Live Linux Verbandes und durch die Befassung mit dem Thema Linux bereits in den 90er Jahren zählt Herr Dogan zu den erfahrensten Gründern im Linux-Umfeld. Innerhalb des MAX21-Vorstandes liegt der Schwerpunkt der Tätigkeit von Herrn Dogan im Bereich Technik, Produktentwicklung und Support.

Herr Dogan und Herr Michel sind im Besitz von jeweils knapp über 15% Aktienanteile an der MAX21 AG. Die direkte Beteiligung der Vorstände Michel und Dogan an den Investments der MAX21 AG und die Rolle als Geschäftsführer der 49%igen Beteiligungen birgt das Risiko von Interessenskonflikten. Der Vorstandsvorsitzende Herr Erl ist als einziger Vorstand an keinem der MAX21-Portfoliounternehmen beteiligt und unterliegt somit keinem Interessenskonflikt. Der potenzielle Interessenskonflikt dürfte an den Kapitalmärkten zu einem deutlichen Risikoabschlag gegenüber Summe der Werte der Einzelbeteiligungen führen. An zukünftigen Neuinvestments sollen keine MAX21-Vorstände mehr beteiligt sein und die Beteiligungsquote an den jeweils rund 49%igen Beteiligungen soll auf über 50% ausgebaut werden. Dies würde zu einer Konsolidierung dieser Beteiligungen führen und gegenüber dem Kapitalmarkt eine höhere Transparenz schaffen, der Risikoabschlag könnte hierdurch eliminiert werden.

**Zwei Vorstände sind an MAX21 und einigen der Portfoliounternehmen beteiligt. Mögliche Interessenskonflikte ein Risiko**

Der Aufsichtsrat der MAX21 wird geführt vom Aufsichtsratsvorsitzenden Alexander Offer (39). Der studierte Betriebswirt ist als Executive Director für Fox Capital GmbH tätig, deren Tätigkeitsschwerpunkte die Themen IPO, Kapitalerhöhungen und Eigenkapitalbeschaffung umfassen. Frühere berufliche Stationen von Herrn Offer waren unter anderem die 3D Capital AG (Vorstand) und Concord Effekten AG (Director). Der stellvertretende Aufsichtsratsvorsitzende Jürgen Schmitt ist Geschäftsführer der 1997 gegründeten MeconomicS Cooperation & Consulting GmbH (Fulda), deren Ziel die individuelle Erbringung von Beratungs-, Informations- und Finanzdienstleistungen für private und professionelle Kunden ist. Ebenfalls Mitglied des Aufsichtsrates ist Bernd Worsch, der Entwicklungsleiter für die MAX21-Beteiligung pawisda systems GmbH tätig ist und daneben dem Vorstand der Manu Systems AG (Weilersbach) angehört.

**Kapitalmarkterfahrener Aufsichtsrat**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

## Strategie

**Fokussierte Frühphasen-Investments: Hoher Upside-Hebel durch geringe Ausgangsinvestments**

Die Strategie der MAX21 besteht in der zielgerichteten Auswahl junger Unternehmen aus dem Open-Source-Umfeld. Da es sich bei den Beteiligungen ausschließlich um Frühphaseninvestments handelt, kann sich MAX21 bereits mit geringer absoluter Investitionshöhe einen vergleichsweise großen Anteil an einem chancenreichen Unternehmen sichern. Bei allen Frühphaseninvestments sind die sich bietenden Chancen mit hohen (Total-) Ausfallwahrscheinlichkeiten verbunden, was allerdings bis dato noch nicht geschehen ist. Im Gegensatz zu klassischen Beteiligungsgesellschaften lässt sich MAX21 keine Sonderrechte zusichern, abgesehen von gegenseitigen Vorkaufsrechten.

**Beteiligungen können auch auf technischer Ebene unterstützt werden**

Wie auch Venture-Capital-Unternehmen (VC) bietet MAX21 den eigenen Beteiligungen auf vielfältige Weise Unterstützung an. Anders als bei den breiter diversifizierten VC-Gesellschaften wirkt sich im Falle der MAX21 der gewählte Open-Source-Fokus sehr positiv aus: Die Unternehmen können auch auf technischer Ebene unterstützt werden, mit den anderen Beteiligungsunternehmen interagieren und das Open-Source-Netzwerk besser nutzen. Mit der Fokussierung auf Open-Source-Software sind für MAX21 jedoch nicht zwingend die negativen Effekte fehlender Diversifikation verbunden: Die Beteiligungsunternehmen differenzieren sich über die unterschiedlichen Anwendungsmöglichkeiten und Einsatzbereiche ihrer Lösungen und Dienstleistungen.

**Synergien zwischen den Beteiligungen**

Da die meisten der Beteiligungen am Stammsitz der MAX21 in Weiterstadt angesiedelt sind, ergeben sich weitere Synergiepotenziale. Alle Beteiligungsunternehmen können auf die gleiche Infrastruktur zurückgreifen und sich gegenseitig bei der Programmierung unterstützen. Daneben können Kunden mit gemeinsamen Angeboten adressiert und auf diese Weise Cross-Selling-Potenziale genutzt werden.

## Marktumfeld

**Begriffliche Klärung: Open Source und Freeware**

Bezogen auf Software werden oft zwei Begrifflichkeiten vermengt. Open Source Software ist der GPL (General Public License) unterworfen. Das bedeutet, dass der Quellcode der Software offen ist. Dies ermöglicht Anpassungen an die eigenen Bedürfnisse und Verbesserungen der Software. Kopien der Software dürfen entgeltlich oder unentgeltlich vertrieben werden, wobei der Quellcode jeweils mitgeteilt werden muss. Hierzu haben sich verschiedene Lizenzmodelle entwickelt (Vgl. Tabelle 03). Beispiele für bekannte OS-Lösungen sind MySQL und Apache. Bei Freeware handelt es sich dagegen lediglich um kostenlose Programme, deren Quellcode nicht offen liegt und die dementsprechend durch den Nutzer nicht modifiziert werden können. Ein Beispiel hierfür ist der Browser Mozilla Firefox. Die Produktlösungen der MAX21-Beteiligungen basieren in der Regel auf Open Source Software, verbesserte bzw. veredelte Versionen/Erweiterungen dieser Programme können entgeltlich vertrieben werden.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!



# MAX21 AG

11. Juli 2008

**Tabelle 03: Business und Lizenzmodelle im OS-Umfeld**

Modell	Eigenschaften	Beispiel
Dual-Lizenz	Große Verbreitung durch frei verfügbare Software, Proprietäre Lizenz der gleichen Software; Support und Pflege für beide Lizenzversionen; Upgrade und Funktionsgarantie für proprietäre Lizenz	MySQL AB
Subscription	Bereitstellung frei verfügbarer Software (Nutzung frei); Subscription-Vertrag der Support-Leistungen und Upgrades garantiert; Support, Softwarepflege, Upgrades und Zertifizierung für Hardware werden nur über den Subscription-Vertrag garantiert	Red Hat Enterprise Linux
Mix-Lizenz	Bereitstellung frei verfügbarer Basis-Software (Nutzung und Pflege ist frei); Proprietäre Software (erweiterte Funktionalität) wird meist mit direkter Lizenz verkauft oder indirekt mit Subscription-Verträgen über SaaS vermarktet; Support, Pflege und Upgrades werden kostenlos oder mit Softwarepflegevertrag angeboten; Garantien für Support, Softwarepflege, Upgrades und Zertifizierung für Hardware oder andere Software wird nur für proprietäre Software garantiert	Sugar CRM
Integration	Verfügbare OS-Software wird vom Anbieter für eine Komplettlösung mit eigenem Software Stack integriert; Interopabilität wird durch Zertifizierung gewährleistet; Support, Softwarepflege, Updates und Zertifizierung werden über entsprechende Verträge geleistet und garantiert	Spike Source
Appliance	OS-Software wird zusammen mit selbstentwickelter Software auf eigene Hardware (embedded) oder Standard-Server mit entsprechender Firmware integriert, damit eine "out-of-the-box"-Lösung entsteht, kostenlose Weiterentwicklung im OS-Projekt; Bereitstellung von Zusatzsoftware als OS; Verkauf der Gesamtlösung mit Garantieleistungen; Support, Wartung, Pflege und Upgrade sind über Verträge geregelt	focus::voip (Max21-Beteiligung)

Quelle: MAX21 Management und Beteiligungen AG

Häufige Einwände gegen Open-Source-Lösungen sind vor allem Vorbehalte bezogen auf IT-Sicherheit und Produktgarantien. Während bei Lizenzsoftware ein Support, wenn nötig auch vor Ort, bereitgestellt wird, ist bei Open Source Lösungen zwischen entgeltlichen und unentgeltlichen Versionen zu unterscheiden. Während bei unentgeltlich weitergereicherter OS-Software nur auf individueller Basis mit einem Open-Source-Systemhaus der Abschluss eines Servicevertrags möglich ist, haftet der Hersteller entgeltlicher OS-Software genau wie die Entwickler von Lizenzsoftware. Die professionellen Anbieter von OS-Lösungen zielen aber etwa über ein Dual-Lizenz Modell ohnehin auf professionelle Kunden, die Lösungen entgeltlich erwerben. Diese sind dann mit einer OS-basierten Lösung den Erwerbern von Lizenzsoftware rechtlich gleichgestellt.

**Vorbehalte gegenüber Open Source existieren weiterhin – nicht immer berechtigt**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

## **Problem der Haftung, kann durch spezielle Lizenzmodelle umgangen werden**

Zudem bestehe bei Open Source ein Problem der Haftung. Selbst wenn sich der Distributor zum Support der Lösung verpflichte, könne er nicht für Fehler der Entwicklergemeinschaft haftbar gemacht werden. Gemäß § 521 BGB ergebe sich lediglich bei Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit eine mögliche Haftung. (Quelle: Computerwoche). Diese Problematik kann jedoch beispielsweise mit einem Dual-Lizenz-Modell umgangen werden. Hier tritt die Firma, die die OS-Software weiterentwickelt hat an die Stelle des klassischen Herstellers von Lizenzsoftware, bei der entgeltlich vertriebenen (umfangreicheren) Version der Software. Bei der unentgeltlich vertriebenen Version im Dual-Lizenz-Modell besteht die Haftung nicht.

## **Der Open-Source-Gedanke greift bei multinationalen Konzernen...**

Bekannte und häufig genutzte Open-Source-Anwendungen sind beispielsweise Open Office, Apache und MySQL. Alle diese Programme richten sich (auch) an professionelle Nutzer und Unternehmen. Über verschiedene Geschäftsmodelle/ Lizenzmodelle können professionelle Anwender und Unternehmen die Vorteile von Open Source und die aus dem Bereich der klassischen Lizenzsoftware bekannten Vorteile (Garantien und Support) nutzen. Die Akzeptanz von OS, gerade bei Großkonzernen zeigt sich Studien zufolge darin, dass 70% der DAX-Unternehmen Open Source Software verwenden.

## **... und schon seit Jahren in der öffentlichen Verwaltung**

### **Exkurs: Einsatz offener Software im Behördenumfeld**

Die öffentliche Hand nimmt weltweit bei der Nutzung von OS Software eine Vorreiterrolle ein. Gemäß einer in der zweiten Jahreshälfte 2007 durchgeführten Umfrage unter Entscheidern in US-Behörden gaben 55% der Befragten an Open-Source-Lösungen einzusetzen. Von den Behörden, in denen OS Software im Einsatz ist, zeigten sich 97% der Befragten zufrieden. 71% aller Befragten glaubten, dass der Einsatz von OS Software mit Vorteilen für die öffentliche Verwaltung verbunden sei. Die Federal Open Source Alliance, hinter der HP, Intel und Red Hat stehen, fand in der Umfrage zudem heraus, dass insbesondere die Geheimdienste (88%) OS Software sehr positiv gegenüberstehen. Die National Security Agency (NSA) beispielsweise unterstützt Security Enhanced Linux (SE Linux).

## **Auch in Europa soll Open-Source-Software durch die Vergabepraxis der Behörden gefördert werden**

Auch einige Staaten in Europa haben Maßnahmen zur Förderung offener Standards ergriffen. Die Niederlande verkündeten im September 2007 einen Aktionsplan nach dem alle Behörden zu offenen Standards und Open Source migrieren müssen. Mit dem Patentamt und der Wettbewerbsbehörde legten unmittelbar nach diesem Beschluss zwei kleinere, aber symbolträchtige Behörden erste Pläne vor. Bis Anfang 2009 sollen alle Ministerien der Niederlande eine Strategie vorlegen wie Ausschreibung, Kauf und Nutzung von Open-Source Software gefördert werden kann. Mit Groningen hat bereits 2006 eine größere Stadt den Wechsel zu Open Office vollzogen, Amsterdam wird den Oktober dieses Jahres auslaufenden Vertrag mit Microsoft nicht verlängern.

## **Umstieg bietet enormes Kostensenkungspotenzial**

Mit München (13.000 Desktop-Rechner) hat eine weitere europäische Großstadt diesen Schritt bereits vollzogen. Das Bundesland Berlin dagegen hat sich gegen einen kompletten Umstieg und für einen Mischbetrieb entschieden. Nach einer Studie der TH Berlin hätte Berlin durch den Komplettumstieg die Hälfte des IT-Budgets (€ 250 Mio. p.a.) einsparen können. Dieser Betrag entspräche im Wesentlichen den jährlichen Ausgaben für Microsoftlizenzen.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# MAX21 AG

11. Juli 2008

## Allgemeine Marktdaten

Die geschäftlichen Aktivitäten der MAX21-Beteiligungen fokussieren sich in der ITK-Welt auf Dienstleister und Produktanbieter, z. B. in den Bereichen IT-Sicherheit, IT-Schulung, Anwendungssoftware und IP-Telefonie. Die Beteiligungen haben mit der Ausrichtung auf Open-Source-Software wesentlich größere Wachstumsmöglichkeiten wie Unternehmen mit Fokus auf klassischer Software. Die BITKOM (Frühjahresschätzung 2008) sieht im Bereich IT-Services für das Jahr 2008 ein allgemeines Marktvolumen im deutschen Markt von € 32,8 Mrd. (+6,6% ggü. Vj.) voraus, das Marktvolumen des generellen Softwarebereiches beläuft sich auf € 14,7 Mrd. (+5,3% ggü. Vj.). Beide Marktsegmente unterliegen zyklischen Schwankungen. Die noch jungen Beteiligungen dürften, wenn sie sich am Markt durchsetzen und in den kommenden Jahren in eine Phase dynamischen Wachstums eintreten, hiervon auf Grund ihrer geringen Größe kaum betroffen sein.

**Beteiligungen partizipieren am generellen Wachstum des IT-Services- (08e: +6,6%) und Softwaremarktes (08e: +5,3%)...**

Die Studie der IDC sagt dem Markt für Open-Source-Software ein jährliches Wachstum von 26% im Zeitraum von 2006 bis 2011 voraus. Das Marktvolumen, das 2006 bei US-\$ 1,7 Mrd. lag, wird auf US-\$ 5,8 Mrd. anwachsen. In der IDC-Prognose ist dabei berücksichtigt, dass viele OS-Software Lösungen noch unentgeltlich vertrieben werden – die Verbreitung von OS-Lösungen wird durch das Marktvolumen daher noch unterzeichnet.

**..und dem OS-Software Markt der zwischen 2006 und 2011 26% p.a. wachsen wird**

Die guten Wachstumsraten der beiden für die MAX21-Beteiligungen relevanten Marktsegmente Software und IT-Dienstleistungen werden nach Ansicht der Marktbeobachter der BITKOM auch in 2009 kaum an Dynamik verlieren. Für den Bereich Software wird in 2009 mit einem 5%igen Wachstum gerechnet, die IT-Services werden auch 2009 mit 6,5% den größeren Zuwachs verzeichnen können. Nachfolgend haben wir uns bei der Marktbetrachtung auf das Thema Open Source ausgerichtet, da entsprechende Trends in diesem Umfeld für die weitere Entwicklung vieler Beteiligungen der MAX21 von großer Bedeutung sind.

**Markt für Software und IT-Services wird auch 2009 gutes Wachstum zeigen**

## Marktstruktur

Nach einer Erhebung des Fraunhofer Institutes profitieren insbesondere regionale und nationale IT-Dienstleister von Open-Source-Projekten der Öffentlichen Hand. Bei der Beauftragung externer Dienstleister hätten kleine regionale Anbieter einen Anteil von 83%. Bezogen auf Systemhäuser und Produktanbieter aus dem Open-Source-Bereich gaben 55% dieser Unternehmen an, dass das Open-Source-Thema eine mittlere bis große Rolle für das Unternehmen einnehme und über ein Viertel der Umsätze hierauf entfielen. 35% der Dienstleister sieht sich ohne Open Source Aktivitäten als nicht lebensfähig und 18% der Anbieter sind sogar vollständig von den Open-Source-Aktivitäten abhängig. Letzteres trifft auch auf sämtliche MAX21-Beteiligungen zu.

**An IT-Dienstleistungsprojekten im Open-Source-Umfeld partizipieren kleine regionale Unternehmen stärker**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

**Tabelle 04: Bedeutung des Open Source Themas für die Anbieter**

<b>Bedeutung für OS-Dienstleister und Produkthanbieter</b>	<b>Anteil</b>
<b>Welche Bedeutung hat Open Source für ihr Unternehmen?</b>	
Eine mittlere bis sehr hohe Bedeutung (über 25% Umsatzanteil)	55%
Das Unternehmen wäre ohne Open Source nicht lebensfähig	35%
Das Unternehmen erwirtschaftet ausschließlich hierdurch Umsatzerlöse	18%

Quelle: Fraunhofer Institut für Arbeitswirtschaft und Organisation

Auch wenn große Anbieter aus dem Bereich IT-Services Aktivitäten im Open-Source-Umfeld aufgenommen haben und im Mai 2008 sogar Microsoft Mitglied der Open Source Foundation wurde, ist die Open-Source-Landschaft in Deutschland eher von mittelständischen Anbietern geprägt. Mit den Übernahmen von MySQL durch SUN für USD 1 Mrd. und Xen Software durch Citrix für USD 500 Mio. international und national von SUSE Linux Enterprise durch Novell für USD 210 Mio. haben sich diese Open-Source-Unternehmen bereits in der Welt der „Großen“ etabliert.

## Marktsegmente

Der Open-Source-Markt lässt sich in die Themenbereiche Produkte und Dienstleistungen untergliedern. Die Beteiligungen der MAX21 lassen sich ebenfalls diesen Themen zuordnen, wobei es analog zum klassischen Lizenzgeschäft oft keine reinen Produkthanbieter gibt. Auch wenn der Hauptteil der Einnahmen durch Produkte erwirtschaftet wird und das Geschäftsmodell hierauf zugeschnitten ist, müssen immer auch Dienstleistungen wie z.B. Implementierung erbracht werden.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# MAX21 AG

11. Juli 2008

**Tabelle 05: Thematische Übersicht über die MAX21 Beteiligungen**

Gesellschaft	Positionierung
DLPS Desktop Linux Projects and Services GmbH	Dienstleister (Migration auf Desktop-Ebene)
focus::voip GmbH	Produktgeschäft (VOIP-Lösungen)
Linup Front GmbH	Dienstleister (Schulungen zu Open Source Themen)
LINworks GmbH	Dienstleister (Consulting im Open Source Umfeld)
LSE Leading Security Experts	Produkt und Dienstleistung (IT-Sicherheit, One-Time-Password)
pawisda systems GmbH	Produktgeschäft (Lösung für die Sammelkommunikation)
seat-1 Software GmbH	Produktgeschäft (Anbieter einer ERP-Lösung für den Mittelstand)
GFN Training GmbH	Dienstleister (IT/TK-Schulungen)
MediaGLOBE Technology GmbH	Full-Service für WAN-, LAN- und WLAN-Netze
USCO Netzwerk GmbH	IT-Sicherheit
LINUsuisse GmbH	Open Source Systemhaus
HVC High Value Consulting AG	Prozessoptimierung/ Consulting
Open Source Zertifikation GmbH	Linux Zertifizierungen

Quelle: MAX21 Management und Beteiligungen AG

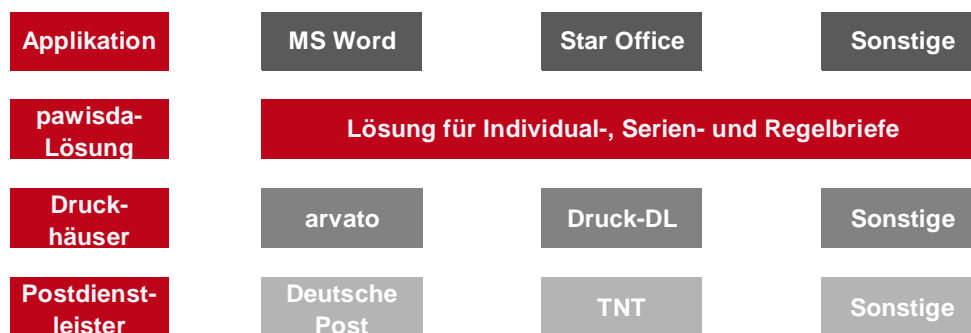
## pawisda systems GmbH

Die pawisda systems GmbH ist mit ihren 21 Mitarbeitern im umkämpften Markt für Sammelkommunikation (SAKO) positioniert. Das Unternehmen nutzt die Möglichkeit die anfallende Geschäftspost (Serien und Individualbriefe) seiner Kunden in elektronischer Form an Druckzentren weiterzuleiten und Kostensenkungen durch Zeitersparnisse und Porto zu realisieren. pawisda partizipiert an jedem über die L-Vin-Lösung abgewickelten Brief. Die nachstehende Grafik zeigt die Positionierung der pawisda innerhalb der Wertschöpfungskette.

**Aktiv im Markt für Sammelkommunikation**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

**Grafik 01: Stellung der L-Vin Lösung in der Wertschöpfungskette**



Quelle: pawisda systems GmbH

**Hochskalierbares Geschäftsmodell, strategischer Wert des Geschäftes für potenzielle Käufer**

Das Geschäftsmodell der pawisda ist hochskalierbar und entsprechend schwer zu bewerten. Die nachhaltige Erreichung des Break-Even wird in den kommenden Monaten erfolgen. Zudem besitzt pawisda auf Grund seiner möglichen Türöffnerfunktion für Druckzentren, Postdienstleister und Softwareunternehmen (z.B. aus den Bereichen DMS, ECM, CRM) auch einen strategischen Wert. Übernahmen von Wettbewerbern erfolgten in der Vergangenheit zu attraktiven Multiples, die Ausdruck des strategischen Wertes des Geschäftes für die Käufer und für das Potenzial des Marktes sind.

**Geschäftsmodell sieht transaktionsabhängige Vergütung vor**

Das Geschäftsmodell der pawisda sieht eine transaktionsabhängige Einnahmestruktur vor. Je nach Kundengröße wird eine Click Charge zwischen €Cent 2 und €Cent 6,5 pro Briefseite erhoben. Eine kundenseitige Installation lohnt sich für pawisda daher erst ab einem bestimmten Mindestaufkommen (rund 500 Briefseiten pro Tag) und dem Abschluss eines Drei-Jahres-Vertrages. Geschäftsmodellbedingt geht pawisda bei Neuinstallationen in Vorleitung (Vertriebsanstrengungen, Installationsaufwand), was bei deutlich anziehenden Vertriebsfolgen kurzfristig Kapital bindet. Gegenwärtig ist pawisda in einer Situation in der diverse Installationen vor dem Projektstart/Roll-out stehen. Die Kundenakquisition dauert im Mittel zwischen neun und fünfzehn Monaten.

**Schnelle Arbeitsplatzanbindung, Sendungskonsolidierung, Sicherheit und Hochverfügbarkeit zeichnen SAKO-Lösung L-Vin aus**

L-Vin wird beim Kunden in der Regel in zwei bis drei Wochen eingebunden (Arbeitsplatzanbindung) und bewältigt zahlreiche Features rund um das Thema SAKO (Sammelkommunikation). Beispiele für das Leistungsspektrum der Lösung sind Druckdatenprüfung, Beilagenzusteuern, Sendungskonsolidierung und Restprogrammfüller. Zudem weist die Lösung Merkmale wie hohe Datensicherheit, Hochverfügbarkeit und die Möglichkeit zu einer digitalen Signatur auf. Schnittstellen bestehen aktuell zu Standardtextverarbeitungsprogrammen wie z.B. MS Office und Open Office, Spezialapplikationen wie ISKV21c und zu Content Managementlösungen wie dem IBM Contentmanager und der ECM-Lösung d-velop d3. Insgesamt bestehen aktuell 16 Applikationsschnittstellen.

**L-Vin besser skalierbar als Wettbewerberprodukte und Individualbriefe können bewältigt werden**

In unseren Augen wichtigstes Alleinstellungsmerkmal der Standardlösung L-Vin ist die hohe Skalierbarkeit der Software. Diese erklärt sich teilweise aus dem Hintergrund der pawisda-Mitarbeiter, die früher für PrintCom, dem Druckhaus der Deutschen Post, als externe Mitarbeiter für das zentrale Druck-Job-Steuerungssystem (ACS Advanced Control System) verantwortlich waren. Alle SAKO-Varianten (Serien, Regel- und Individualbriefe) sind an L-Vin anschließbar. Wettbewerbsprodukte sind für Individualbriefe nicht geeignet, sofern nicht Applikationen (Textverarbeitungsprogramme wie z.B. DOPE) genutzt werden, die

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# MAX21 AG

11. Juli 2008

die Individualbriefe in eine Standardvorlage zwingen. L-Vin dagegen ermöglicht vorlagenunabhängiges Drucken aus Microsoft-Word. Die dezentrale zweistufige Datenvorprüfung bietet weitere Kostensenkungspotenziale, da ein fehlerbedingter Abbruch eines Druckjobs den Worst-Case für ein Druckzentrum darstellt.

Verglichen mit auf reine Serien- und Regelbriefe ausgelegten Lösungen lassen sich durch die auch für Individualbriefe ausgelegte L-Vin erhebliche weitere Potenziale heben. Die Beispielrechnung betrachtet ein Unternehmen mit 10.000 Briefen täglich (mit jeweils durchschnittlich 1,8 Seiten), die durch L-Vin zusätzlich automatisiert bewältigt werden können. Die Vergütung der pawisda beläuft sich im Beispiel auf € 0,04 pro Seite. Zu beachten ist, dass es bei L-Vin keinen Unterschied macht in welcher Filiale oder Hauptstelle des Kunden der Brief geschrieben wird, die Briefe werden zentral gedruckt und Mengenrabatte können so in jedem Fall gehoben werden. Die nachfolgende Tabelle soll die Kostenvorteile der pawisda Lösung an Hand des Beispiels eines Kunden mit 10.000 zusätzlichen sakofähigen Briefen zeigen.

**Deutlicher Mehrwert  
für den Kunden**

**Tabelle 06: Beispielrechnung zur Wirtschaftlichkeit der L-Vin Einführung**

<b>Einsparung bei 10.000 zusätzlichen sakofähigen Briefen täglich</b>	<b>Einsparung in €pro Tag</b>	<b>Einsparung in €pro Jahr</b>
Prozesskosten (Arbeitszeit/-kosten vs. L-Vin)	5.187	1.296.750
eKonsolidierung (Rücklaufvermeidung/Sammelzusammenführung)	81	20.250
Druck (Zentral- statt Arbeitsplatzdrucker)	2.340	585.000
Porto (L-Vin Bündelung der Post von Haupt und Nebenstellen)	704	176.000
<b>Summe</b>	<b>8.312</b>	<b>2.078.000</b>

Quelle: pawisda GmbH, BankM

Im Markt für Sammelkommunikation sind verschiedene Unternehmen aktiv. Auch wenn die L-Vin diesen Lösungen bezogen auf die Skalierbarkeit überlegen ist, so besteht für pawisda eine wesentliche Herausforderung im Vertrieb der eigenen Lösung. Als kleines Unternehmen ist pawisda hierbei auf Channelpartner angewiesen.

**Herausforderung für pawisda ist der Vertrieb...**

Als Channel-Partner konnten vor allem Druckhäuser und Systemintegratoren gewonnen werden. Mit der DATEV, der Deutschen Post (bzw. Williams Lea), der Bertelsmann-Tochter arvato direct services und T-Systems gehören die Betreiber der vier größten Druckhäuser Deutschlands zu den Partnern der Gesellschaft. Weiterer Partner ist MediaKom. All diese Partner haben ein strategisches Interesse am Vertrieb der L-Vin Lösung, da die eigene Leistung als Druckhaus mit verkauft werden kann. Anfang Juni 2008 erfolgte der Startschuss für LVINPOST (www.lvinpost), einer Lösung, die auch Privatleuten oder Firmen mit weniger hohem Postaufkommen die einfache Nutzung der pawisda Lösung ermöglicht. Diese Plattform kann auch als Referenz für den Vertrieb genutzt werden.

**... namhafte Channel-Partner konnten gewonnen werden**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

**Fazit: Marktwachstum wird anhalten. Alleinstellungsmerkmale eröffnen pawisda gute Chancen zur Partizipation**

Gegenwärtig steht pawisda mit einem Umsatz von € 1,44 Mio. bei deutlich negativem EBT in 2007 noch am Anfang. Ende 2008 soll der Break-Even auf Monatsbasis erreicht werden. Der Markt für die sakofähige Individualpostlösung ist noch jung, während er bei Serienbriefen bereits eine gewisse Reifephase erreicht hat. Da die pawisda-Lösung (L-Vin) beide Aufgaben (Serien- und Individualpost) kombiniert bewältigen kann und akquirierte Großkunden durch die Click Charge für kontinuierliche Erlöse sorgen, ohne das wesentliche Kosten anfallen, wäre ein Erreichen des Break-Even als nachhaltig einzustufen. Danach akquirierte Kunden verbreitern die monatliche Erlösbasis bei nur geringem Einfluss auf die Kostenbasis.

Da pawisda gegenwärtig die Aufnahme von neuem Kapital plant, wäre bei einem entsprechenden Angebot auch ein Komplettverkauf und damit ein frühzeitiger Exit der MAX21 denkbar.

### **focus::voip GmbH**

Die focus::voip, die zum 31.3.2008 sechs Mitarbeiter beschäftigte, ist mit einer eigenen Produktfamilie („speeXX“) im Bereich der Voice over IP (VoIP)-Komplettlösungen für den Mittelstand aktiv. Eine Stärke sind dabei die Mitarbeiter, die unterschiedliche Hintergründe und Erfahrungen mit den verschiedenen Systemen/-Welten (IP-Telefonie, PBX (Private Branch Exchange, d.h. klassische Telefonanlage, sowie die OS-VoIP-Lösung Asterisk) haben. Dadurch ist focus::voip in der Lage, schlüsselfertige IP-Telefonie-Lösungen über den Channel der Vertriebspartner anzubieten. Das Netz der Vertriebspartner wurde in den letzten Monaten ausgebaut und sorgt für einen besseren Marktzugang. Der gegenwärtig hohe Materialkostenanteil (über 50% des Umsatzes), ist durch einen Vorratsaufbau der focus::voip überzeichnet. Die nachhaltige Materialkostenquote sollte bei 20% bis 30% liegen. Größter Kostenblock derzeit sind die Personalkosten, die im ersten Quartal 2008 erzielten Umsätze sogar überstiegen.

**Projektgeschäft mit volatilen Umsätzen. Deutlicher Umsatzanstieg 2008 erwartet, Break-Even wird noch nicht erreicht**

Durch den Projektcharakter des Geschäftes können die Umsätze auf monatlicher Basis einer hohen Volatilität unterliegen. Etwa 35% der Umsätze des letzten Jahres (€ 0,112 Mio.) wurden im Dezember erwirtschaftet. Insgesamt ist das Geschäft noch deutlich defizitär. Für 2008 geht das Unternehmen von nahezu einer Verfünffachung der Vorjahresumsätze aus, die Gesellschaft wird jedoch weiter einen Verlust vor Steuern erwirtschaften. Der Kundenfokus liegt auf Mittelständlern. Hier verfügt das Unternehmen über einige Referenzen (u.a. Spitzmüller AG, GTZ GmbH). Abhängigkeiten von einzelnen Kunden bestehen nicht. Technologiepartner der focus::voip sind Siemens, D-Link, snom, eicon und andere Stratus Technologies. Die Firma GrenkeLeasing fungiert als Leasingpartner.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!



# MAX21 AG

11. Juli 2008

**Tabelle 07: Übersicht der Vorteile einer VoIP-Telefonanlage**

Vorteile einer VoIP-Telefonanlage
Höhere Produktivität durch integrierte IP-Anwendungen und Dienste
Einfaches Hinzufügen neuer Benutzer
Geringere Gesamtkosten der Infrastruktur
Geringere Gesamtkosten der Administration
Einfacher Wechsel hin zur VoIP-Lösung (Rufnummer kann beibehalten werden)

Quelle: focus::voip

## Marktumfeld

Marktstudien sehen die Anzahl der VoIP-Nutzer von rund 46 Millionen weltweit in 2006 bis 2009 auf 140 Millionen Nutzer ansteigen. VoIP ist dabei nicht gleichzusetzen mit der populären Internet-Telefonie die von Unternehmen wie Skype, NetMeeting und TeamSpeak angeboten wird, deren Angebot in Bezug auf die Sprachqualität für den geschäftlichen Einsatz jedoch oft ungeeignet sind. VoIP-Anlagen dagegen gewährleisten eine im Vergleich zur herkömmlichen Telefonie gleichwertige Sprachqualität und sind in der Umstellung unproblematisch, weil die bisherige Telefonnummer beibehalten wird.

**Zahl der VoIP-Nutzer wächst 2006 bis 2009 um ca. 45% p.a.**

## Wettbewerber im VoIP-Umfeld

Auf dem asteriskbasierten VoIP-Markt gibt es zwar eine Vielzahl von Anbietern, diese unterscheiden sich aber klar in ihren Leistungen. Der größte Teil der Anbieter sind kleinere Systemhäuser und Consultants, die auf Asterisk-Basis kundenindividuelle VoIP-Lösungen für Privatanwender und kleine Firmen programmieren und integrieren. Nur ein kleiner Teil dieser Anbieter entwickelt Komplettsysteme, die eine VoIP-Lösung „out of the box“ bietet (z.B. focus-voip, stareface, aastra, bitware), was die Voraussetzung für einen Channelvertrieb ist und vom Mittelstandskunden gewünscht wird. Wichtige Forderung der Geschäftskunden ist auch die Integration in Unified Messaging (z. B. Verschmelzung mit Outlook oder anderen CRM-Tools). Der Vertriebskanal im geschäftlichen Umfeld sind die Systemhäuser und IT-Händler der Kunden. Diese werden bei der Auswahl der angebotenen Systeme einfach und unkompliziert zu implementierende Anlagen präferieren. Neben den Anbietern asteriskbasierter Lösungen gibt es IP-Vermittlungsanlagen von den Anbietern aus der IP-Telefoniewelt wie z. B. Cisco und der klassischen Vermittlungsanlagenwelt (z. B. Nortel, Siemens), die gemessen am Umsatz etwa neun mal größer sind als die Anbieter asteriskbasierter Lösungen. Auf eine Darstellung von ausgewählten Wettbewerbern aus dem klassischen Umfeld haben wir verzichtet. Auch wenn diese Unternehmen potenziell um die selben Aufträge konkurrieren wie focus::voip, so werden die in der Praxis oft deutlich teureren (Cisco-)VoIP-Lösungen zumeist bei größeren Unternehmen abgesetzt.

**Umkämpfter Markt mit geringen Eintrittsbarrieren**

Das Unternehmen strebt bis Ende 2009 einen über 10%igen Marktanteil in der Asterisk-Welt an. Bis Ende dieses Jahres sollen ein Distributor und zehn Channel-Partner gewonnen werden.

**Über 10%iger Marktanteil bis Ende 2009 angestrebt**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

**vertico software GmbH wichtigster Wettbewerber der focus::voip**

Stellvertretend für die Anbieter asteriskbasierter VoIP-Lösungen stellen wir den wichtigsten Wettbewerber der focus::voip, die vertico software GmbH, vor. Das wichtigste Produkt des Unternehmens ist STARFACE, eine serverbasierte VoIP-Lösung. Die aufgeführten Referenzkunden sind überwiegend kleinere mittelständische Unternehmen (Anwaltskanzleien, PR/Marketing-Agenturen, aber auch Logistikunternehmen und andere). Das Unternehmen ist Mitglied in den Verbänden eco (Verband der deutschen Internetwirtschaft e.V.), bwcon (Baden-Württemberg: Connect e.V.) und Cyberforum e.V. Es werden zudem etwa 50 zertifizierte Partner aufgeführt, darunter auch ein deutschlandweit agierendes Systemhaus wie Bechtle. Wir schätzen den Umsatz der vertico auf etwa € 1 Mio. Die Zahl der Mitarbeiter dürfte bei 20 bis 30 liegen.

**Fazit: Break-Even dürfte bei rd. €1 Mio. Jahresumsatz zu erreichen sein, hierfür ist erhebliches Wachstum nötig**

Wenn es der focus::voip gelingt bei nahezu konstanten Fixkosten (Personal) den Umsatz deutlich auszubauen kann der Turnaround gelingen. Der Break-Even dürfte bei einem Monatsumsatz von etwa € 85.000 erreicht werden können. Auf ein Jahr gerechnet bedeutet dies einen Umsatz von knapp über einer Million. Zwar erreicht focus::voip nach Planung des Unternehmens diese Größe in den guten Jahresendmonaten 2008 mit Umsätzen von bis zu € 0,106 Mio. den Break-Even auf Monatsbasis. Herausforderung bleibt jedoch der Vertrieb. Hier braucht das Unternehmen weitere Partner, da die IT-Händler/Systemhäuser die wichtigste und oft einzige Bezugsquelle von IT für die Mittelständler sind.

### seat-1 Software GmbH

Die seat-1 Software GmbH wurde am ersten Februar 2000 von den Gesellschaftern und Geschäftsführern Pirmin Braun und Ralf Engelhardt gegründet. Die Wurzeln des Unternehmens reichen bis in das Jahr 1985 zurück. Gegenwärtig ist IntarS, eine webbasierte, umfassende Unternehmenssoftware (CRM, ERP, PPS, Warenwirtschaft) das Hauptprodukt der seat-1. Funktionsumfang und Arbeitsabläufe der Software sind auf die Bedürfnisse kleinerer und mittlerer Unternehmen ausgelegt. Den Kunden dieser Lösung, die zu 80% einem einheitlichen Standard entspricht und zu etwa 20% auf individuelle Gegebenheiten zugeschnitten werden muss, wird der Source Code mitgeliefert, so dass weitere Programmiererweiterungen nach Belieben möglich sind.

### Markt für Unternehmenssoftware

Der Markt für Unternehmenssoftware gilt als umkämpft, insbesondere SAP und Oracle werden als dominierende Spieler bei den ERP-Systemen wahrgenommen. Dabei wird häufig übersehen, dass diese Wahrnehmung lediglich beim Großkundensegment zutreffend ist. Im Mittelstandsegment ist die Anbieterlandschaft dagegen schon deutlich breiter. SAP hat hier bereits mehrere Anläufe unternommen („SAP-Mittelstandoffensive“), im Mittelstandsegment jedoch nicht die gleiche dominierende Rolle einnehmen können wie im Großkundensegment. Auch Branchengrößen wie Oracle und Microsoft adressieren mit eigenen Lösungen den Markt für Unternehmenssoftware im Mittelstand, der sich allerdings immer mehr den Lösungen mit Open Source Software wegen der besseren Wirtschaftlichkeit und größeren Flexibilität öffnet.

**Umkämpfter Markt, Großkundensegment von wenigen Spielern dominiert, Mittelstand bietet noch Möglichkeiten**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# MAX21 AG

11. Juli 2008

Der Markt für Unternehmenssoftware umfasste 2007 weltweit ein Volumen von rund USD 175 Mrd. Gartner ging noch im Februar 2008 von einem über 8%igen Wachstum im Markt für Unternehmenssoftware aus, trotz der Risiken durch die Wirtschaftskrise in den USA. Mit Umsatzrückgängen der Softwareanbieter in der zweiten Jahreshälfte sei zu rechnen, insbesondere Hersteller von Lösungen, die bereits bei den Unternehmen etabliert seien, wie ERP- und SCM-Lösungen seien hiervon betroffen. Sollte es auch in Deutschland zu Kürzungen der IT-Budgets kommen, sehen wir für seat-1 gute Chancen in der adressierten Kundengruppe kleinerer Unternehmen. Diese verfügen nicht immer über zeitgemäße Lösungen. Umfangreiche Pakete von den großen Anbietern sind in diesem Fall zu kostenintensiv. seat-1 kann sich über eine Individualisierung der eigenen Lösung speziell auf die Kundenfirma und durch spezielles Know-How mit bestimmten Schwerpunktbranchen (Möbel, Freizeit) differenzieren. Bis Ende 2008 möchte das Unternehmen etwa 100 Rahmenverträge abschließen.

**Markt für Unternehmenssoftware wächst um 8%, ERP-Lösungen könnten stärker von Konjunkturschwäche getroffen werden**

## LSE Leading Security Experts GmbH

Die LSE Leading Security Experts GmbH entwickelt eigene Produkte im Umfeld des Themas Sicherheit tritt aber auch als Dienstleister und Reseller in diesem Bereich auf. Mit 15 Mitarbeitern und einem Umsatz von über € 1 Mio. in 2007 gehört LSE zu den größeren Beteiligungen der MAX21. Den Break-Even will das Unternehmen noch in diesem Jahr erreichen. Weitere Ziele des Unternehmens sind die Gewinnung von OEM-Partnern, Investoren und Pilotkunden.

Mit „LinOTP“, „RadiusGina“, dem „Security Enhanced Thinclient“ und „CertConv“ verfügt LSE über vier eigene Lösungen, die im Bereich Sicherheitslösungen angesiedelt sind. Mittels CertConv lassen sich (Sicherheits-)Zertifikate (z.B. Microsoft Crypto API) problemlos konvertieren, was insbesondere in gemischten Umgebungen (Linux und Windows) von Bedeutung ist. Der LSE Security Enhanced Thinclient entspricht dem Trend zur stärkeren Nutzung von Thinclients. Mit Thinclients kann von wechselnden Arbeitsplätzen oder dem Homeoffice (sicher) auf den Terminalserver zugegriffen werden. Der Thinclient der LSE bietet im speziellen die Unterstützung des Aladdin eTokenPRO USB. Mittels LSE RadiusGina werden Anmeldungen auf dem Terminal Server um eine Radius (Remote Authentical Dial In User Service)-protokollbasierte Authentifizierung erweitert. Dies ermöglicht sichere (manipulationsgeschützte Verschlüsselung) und flexible Anmeldungen. LSE LinOTP ermöglicht als erste Lösung die Authentifizierung mittels Aladdin eToken NG OTP über ein (komplettes) Linux-Backend. OTP steht hierbei für One-Time-Password, welches für den Anmeldevorgang benötigt und durch den Token fortlaufend generiert wird.

**LSE verfügt über eigene Sicherheitslösungen.**

Mit „Parental Control“ besitzt LSE nach eigenen Angaben als einziges Unternehmen eine (noch nicht im Markt erhältliche) Lösung deren Jugendschutz das gesamte Internet abdeckt und gleichzeitig vor Rechtsrisiken (illegale Film- und Musikdownloads) bewahrt. Dies könnten Carrier den Kunden, zusammen mit schadcodefreien Internetleitungen, als Mehrwertdienst anbieten. LSE habe für dieses Produkt bereits die Projektzusage eines namhaften Carriers, Vorbereitungen für Marktkampagnen sollen bereits Ende 2008 anlaufen. Durch ein Lizenzmodell würde LSE hierdurch regelmäßige jährliche Einnahmen generieren können, die das Unternehmen im siebenstelligen Bereich vermutet.

**Jugendschutz-Thema bietet viel Potenzial, das von LSE gehoben werden könnte**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

**Alleinstellung bei OTP – und hochspezialisierte Beratung für Großunternehmen**

Bei den One-Time-Password Eigenentwicklungen sieht LSE eine Alleinstellung in der Kombination aus den offenen Laufzeitkomponenten (Nachvollziehbarkeit), offenen und anerkannten Algorithmen sowie dem Linux-/BSD-Backend. Diese Eigenschaften hätten zur Gewinnung verschiedener Kunden (Landtag, Bank, großer Verlag) entscheidend beigetragen. Auch bei anderen Großkunden (Flugzeughersteller, Airline) habe die gute Reputation der LSE zur Erteilung von spezialisierten Consulting-Dienstleistungen geführt. Die Aussichten seien gut die gegenwärtigen jährlichen Dienstleistungsumsätze (im sechsstelligen Bereich) in den kommenden Jahren über die Millionengrenze zu führen.

**LSE ist auch als Reseller für andere Hersteller aus diesem Umfeld aktiv**

LSE tritt zudem als Reseller für Hersteller auf, darunter namhafte Unternehmen wie Cisco und Checkpoint. Mit den Produkten der Partner kann LSE das eigene Produktspektrum abrunden oder aber die Produkte der Partner als Türöffner für eigene Lösungen nutzen. Aufträge im Sicherheitsumfeld sind immer auch mit Dienstleistungen verbunden, die LSE als Reseller ebenfalls erbringt.

**Tabelle 08: Partner für die LSE als Reseller tätig ist**

Reseller für	Themenfeld	Status
Cisco	Networking Lösungen	Registrierter Partner
Check Point	Netzwerksicherheitslösungen	Bronze Partner
Aladdin Knowledge Systems	Digital Rights Management/ Enterprise Security	Platinum Partner
Safeboot (Mc Afee)	Geräte- und Datensicherheit	Partner
SurfControl (Websense)	Internetsicherheit	Platinum Security Partner
3sp	Javabasierte Sicherheitsanwendungen	Partner

Quelle: LSE Leading Security Experts GmbH

**Differenzierung über Linux bzw. gemischte Umgebungen**

**Wettbewerbsumfeld und Wettbewerber**

Aladdin Knowledge Systems verfügt über zahlreiche namhafte eToken Solution Partner aus dem Umfeld der IT-Sicherheit (VeriSign, Citrix, Utimaco, Novell, Microsoft, u.a.), zu denen auch die vom LSE Partner McAfee akquirierte SafeBoot (Mobile Data Security) gehört. Als Reseller für Aladdin liegt die Besonderheit der LSE Lösungen nicht unbedingt in der engen Zusammenarbeit mit Partnern der gängigen Aladdin eToken Lösung (wie SafeBoot), sondern in der Nutzbarmachung dieser Lösung im Linux-Umfeld bzw. in einem gemischten Umfeld (Linux und Windows). Als Reseller für große Softwarehersteller muss LSE sich ebenfalls über spezielles Know-How bezogen auf Linux-Umgebungen differenzieren.

**Dienstleister haben den Break-Even bereits überschritten**

**DLPS, Linup Front und LINworks sind als Dienstleister aktiv**

Die drei 49%igen Beteiligungen DLPS Desktop Linux Projects and Services GmbH, Linup Front GmbH und die LINworks GmbH sind als reine Dienstleister im Open-Source-Umfeld aktiv. Linup Front ist auf den Bereich Schulungen

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# MAX21 AG

11. Juli 2008

ausgerichtet. Bei Umsätzen von rund € 1 Mio. im laufenden gebrochenen Geschäftsjahr ist der Break-Even bereits leicht überschritten. Die Vorsteueremarge dürfte zwischen ein und drei Prozent liegen. Mittelfristig dürfte sich die EBIT-Marge auf etwa 10% ausbauen lassen. DLPS beschäftigt drei Mitarbeiter und ist mit Migrationsprojekten befasst. Der Umsatz der Gesellschaft lag 2007 bei rund € 0,120 Mio., für 2008 ist eine deutliche Umsatzsteigerung geplant. Auch der Break-Even soll in diesem Jahr gelingen. LINWorks konnte 2007 mit Umsätzen von rund € 0,4 Mio. die Planungen der MAX21 (€ 0,350 Mio.) übertreffen. Die Gesellschaft, die gegenwärtig fünf Mitarbeiter beschäftigt, ist bereits profitabel.

Im Dienstleistungsumfeld, das den Wettbewerbern auf Grund geringer Anlaufkosten einen schnellen Break-Even ermöglicht, gibt es eine Vielzahl von Anbietern. Eine teilweise Abgrenzung der drei Beteiligungen der MAX21 gegenüber der Mehrzahl der Anbieter erfolgt über die Ausrichtung auf die Open-Source-Thematik.

Im Bereich Linux-Schulungen führt die deutsche Plattform it-Fortbildung.com alleine über 400 Anbieter aus der DACH-Region auf. Das häufigste Angebot mit über 300 Schulungen und Seminaren war das Thema „Linux für Anwender“, aber selbst bei spezielleren Themen wie Linux für Entwickler werden noch 75 Angebote aufgeführt. Die Linup Front selbst stellt zu verschiedenen Open-Source-Themen-Trainer für die Schulungszentren. Zu den Top10 Themen, die 80% des Kundenbedarfs abdecken, aber durch nur 20% der angebotenen Kurse abgedeckt werden, zählen unter anderem „Linux Grundlagen“, sowie „Systemadministration I + II“. Daneben werden Spezialthemen (z.B. „Storage“, „Netze/Sicherheit“) und Individualthemen (z.B. „Apache und SSL“) abgedeckt. Die Linup-Front ist eines von nur zehn Mitgliedern der LPI (Linux Professional Institute) e.V. Germany. Herr Michel ist zweiter Vorsitzender dieses 2003 gegründeten Interessenverbandes. LPI ist eine herstellerunabhängige, Non-Profit Organisation, die den professionellen Umgang mit Open Source Software weltweit fördert und unterstützt.

Ziel für 2008 ist die Gewinnung eines neuen Trainingspartners (zusätzlich zu den gegenwärtigen Partnern wie Novell (Suse) und Red Hat (Debian)). Zudem soll in diesem Jahr die indirekte Endkundenbetreuung weiter ausgebaut werden.

Der Anbieter von Consulting Dienstleistungen im Open-Source-Umfeld, LINworks, verfügt über Know-How für Open-Source-Produkte wie z.B. Apache Webserver, VMWare, Xen, Red Hat und Dienstleistungen wie Projektarbeit, Konzepterstellung, Wartung, IT-Outsourcing und der Durchführung von Workshops. Das Unternehmen führt eine Vielzahl umgesetzter Projekte auf, die das breite Leistungsspektrum des Unternehmens unterstreichen. Im Bereich der Beratung im Open-Source-Umfeld, das in den kommenden Jahren deutlich an Bedeutung gewinnen sollte, existieren bereits gegenwärtig zahlreiche kleinere spezialisierte System- und Beratungshäuser. Hierbei handelt es sich oft um Unternehmen, die bezogen auf die Mitarbeiterzahl mit den IT-Dienstleistern der MAX21 vergleichbar sind und regional oft auf eine oder zwei Regionen innerhalb Deutschlands beschränkt sind.

LINWorks möchte die eigene Kundenbasis pro Jahr um zwei bis drei Neukunden ausweiten, bis Jahresende 2008 wird mit zwei zusätzlichen Kunden gerechnet.

**Wettbewerbsumfeld von eher geringen Markteintrittsbarrieren geprägt**

**Linup Front bietet breites OSS-Schulungsangebot**

**LINWorks: Consulting im Open-Source-Umfeld**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

## **Migrationsexperte DLPS nutzt die Potenziale des MAX21-Netzwerks**

DLPS ist auf die Desktop-bezogene Migration ausgerichtet. Bei Themen, die das kleine Team (drei Mitarbeiter) nicht alleine bewältigen kann, wird auf das Netzwerk der übrigen MAX21 Beteiligungen zugegriffen. DLPS hat sich den Status eines StarOffice Migration Partners erworben und ist Mitglied in der ODF Alliance (OpenDocument Format Alliance). Mit der Sun Microsystems GmbH ist DLPS durch eine enge Zusammenarbeit verbunden. Treiber des Marktes für die Desktop-Migration ist das Bestreben, Lizenzkosten einzusparen, da bezogen auf den tatsächlich genutzten Umfang an Funktionalitäten StarOffice und OpenOffice der lizenzpflichtigen Software nicht nachstehen. Während Linux und Open Source Software sich im Bereich des Betriebs der Server bereits einen nennenswerten Marktanteil sichern konnten, hinkt die Entwicklung im Bereich Desktop-Lösungen noch hinterher.

## **Zusammenschluss könnte weitere Synergien bringen**

Bereits gegenwärtig arbeiten die Unternehmen eng zusammen und können so dem Kunden auch umfassende Dienstleistungen (Beratung, Durchführung der Migration und anschließende Schulung der Mitarbeiter) anbieten. Einige der Wettbewerber (z.B. SerNet) treten gegenwärtig bereits als Unternehmen auf, bei dem der Kunde alles rund um Open Source aus einer Hand erhalten kann. Bezogen auf den Marktauftritt und den Vertrieb der eigenen Dienstleistungen könnte ein Zusammenschluss der drei, im Bereich Dienstleistungen tätigen, MAX21-Beteiligungen in unseren Augen weitere Synergien bringen.

### **Übrige Beteiligungen**

Die übrigen sechs Beteiligungen belaufen sich jeweils auf eine Beteiligungsquote von 10%. Die Investments, die diesen Unternehmen zugeflossen sind, dürften sich in Summe auf € 0,1 Mio. bis € 0,2 Mio. belaufen haben. Das Spektrum deckt durch diese Beteiligungen thematisch ähnliche Bereiche (Open-Source-Systemhaus, IT-Sicherheit, Consulting, Schulungen, Zertifizierungen) ab, wie die 49%igen Beteiligungen. Von einer detaillierten Einzelbetrachtung dieser Beteiligungen haben wir daher abgesehen.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# MAX21 AG

11. Juli 2008

## Ertrags- und Vermögenslage

### Bilanzstruktur (MAX21 AG)

MAX21 ist eine fokussierte Beteiligungsgesellschaft, die nahezu vollständig eigenkapitalfinanziert ist (Eigenkapitalquote über 97%). Größte Position der Aktivseite waren zum 31.12. (Halbjahresbericht) die Finanzanlagen mit über € 3 Mio. MAX21 wies mit knapp € 1,6 Mio. (Bilanzsumme rd. € 5 Mio.) einen soliden Bestand an liquiden Mitteln aus. Allerdings hatten im ersten Halbjahr die meisten Beteiligungen ihren Break-Even noch nicht erreicht. Durch das expansive Wachstum einiger Beteiligungen (und die Inanspruchnahme zugesagter Kreditlinien) dürfte sich der Kassenbestand reduziert haben.

**Nahezu vollständig  
Eigenkapitalfinanziert**

Anders als die meisten Beteiligungsgesellschaften hat MAX21 eine spezielle Form der Beteiligungsfinanzierung gewählt, die den Unternehmen eine bessere Kontrolle der jungen Beteiligungsunternehmen ermöglicht. Die Beteiligung (in der Vergangenheit zumeist ein 49%iger Anteil) wird zum Nominalwert erworben, zudem wird eine Kreditlinie gewährt. Der Kredit wird nicht sofort komplett ausgezahlt, sondern um weitere Expansionsschritte zu finanzieren. Zwar hat die Beteiligung ein Recht auf diesen Kredit, jedoch kann durch diese Konstruktion eine gewisse Kontrolle über die Beteiligung ausgeübt und verhindert werden, dass Mittel zweckfremd verwendet werden. Sofern die Beteiligungen die Gewinnzone erreichen, kann MAX21 zudem mit der Darlehensrückzahlung rechnen.

**Vorsichtige Form der  
Beteiligungsfinan-  
zierung ermöglicht  
gute Beteiligungs-  
kontrolle**

### Gewinn- und Verlustrechnung (MAX21 AG)

Die Umsätze der MAX21 speisten sich bisher in erster Linie aus der Umlage von Mieten und vergleichbaren Kosten an die jeweiligen Beteiligungen und aus entgeltlich für die Beteiligungen erbrachten Beratungsleistungen. Wesentlich zum Ergebnis beitragen können auch Exits bei eingegangenen Beteiligungen. Genaue Exit-Zeitpunkte und die Höhe der erzielbaren Gewinne sind aber schwer zu prognostizieren.

**Umsatzerlöse aus  
Beratung der Beteili-  
gungen, Exits und  
Kostenumlagen –  
Prognose schwierig**

Im ersten Halbjahr des gebrochenen Geschäftsjahres 2007/08 lag der erzielte Umsatz bei € 0,317 Mio. (Vorjahreszeitraum: € 0,225 Mio.). Wesentlichste Kostenblöcke sind die Personalkosten der Holding (Hj.1 07/08: € -0,286 Mio.) und die sonstigen Kosten (Hj.1 07/08: € -0,185 Mio.). Auf Grund der für Beteiligungsgesellschaften, die auf Exits abzielen, typischerweise volatilen Ergebnisentwicklung besitzen die klassischen Ergebniskennzahlen nur geringe Aussagekraft. Ergebnisprognosen einer nicht konsolidierenden Beteiligungsgesellschaft gestalten sich schwierig, weil die Gelegenheit zu Exits immer auch vom Kapitalmarktumfeld abhängig ist.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

## Bewertung der MAX21 AG

### Sum-of-the-parts- Bewertung; Abschlag wegen Intransparenz

#### Bewertungsmethodik

Bei der Bewertung haben wir auf Grund des Geschäftsmodells der MAX21 den Sum-of-the-Parts-Ansatz gewählt. Hierzu haben wir eine umfangreiche Szenario-FCF-Einzelbewertung und einen Transaktionsmultiple-Vergleich für die in unseren Augen wichtigste Beteiligung pawisda durchgeführt. Die anderen 49%igen Beteiligungen haben wir anhand einer FCF-Analyse bewertet, wobei wir die drei Dienstleister der MAX21 zu einer Einheit zusammengefasst haben. Eine Bereinigung um eventuelle Innenumsätze haben wir nicht vorgenommen. Die 10%igen Beteiligungen haben wir mit der von uns geschätzten Höhe der den Unternehmen durch MAX21 zugeflossenen Investitionen bewertet. Auf Grund der noch bestehenden Verflechtungen bei den 49%igen Beteiligungen (Ausnahme seat-1), möglicher Innengeschäfte der Beteiligungen (Zusammenarbeit bei Projekten) und weil es sich um nicht-börsennotierte Gesellschaften handelt haben wir einen Bewertungsabschlag von 25% unterstellt. Wenn MAX21 die geplanten Schritte (Erhöhung der Beteiligungsquoten auf über 50% und personelle Trennung zwischen Beteiligungsmitinhabern und Vorständen bei Neuinvestments) umsetzt, wird sich dieser Abschlag verringern.

Da sich die Beteiligungen in erster Linie über die Kreditlinien der MAX21 sowie über die Investitionen der MAX21 finanziert haben, haben wir die Nettoliquidität auf Ebene der MAX21 AG berücksichtigt.

### Zwei Vorstände sind Anteilseigner bei der MAX21 AG und den Beteiligungen

Bevor wir auf die Beteiligungen eingehen, wird in der nachfolgenden Übersicht die Eigentümerstruktur bei den wesentlichen Beteiligungen aufgezeigt. Neben der MAX21, jeweils die meisten Anteile, aber noch keine absolute Mehrheit hält, sind mit Ausnahme der seat-1 systems GmbH immer auch die Limit45 GmbH (Oliver Michel) und die Medo Deutschland GmbH (Metin Dogan) an den Unternehmen beteiligt. In sechs der sieben größeren Beteiligungen ist der MAX21-Vorstand Oliver Michel Geschäftsführer. Die Gesellschaften Limit45 GmbH und Medo Deutschland GmbH sind mit 15,83% bzw. 15,26% an der MAX21 beteiligt, was potenzielle Interessenskonflikte zwischen Beteiligungen und MAX21 abmildert.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!



# MAX21 AG

11. Juli 2008

**Tabelle 09: Eigentümerstruktur der Hauptbeteiligungen**

	MAX21	Limit 45 GmbH	Medo Deutschland GmbH	arcalT Limited	Sonstige	Grundkapital	Geschäftsführer	Beschlussfähigkeit/ Beschlussfassung
DLPS Desktop Linux Projects and Services GmbH	48,86%	25,57%	25,57%	0,00%	0,00%	€ 35.000	O.Michel	51% des Stammkapitals/ 2/3tel Mehrheit
focus::voip GmbH	49,00%	19,89%	11,22%	19,89%	0,00%	€ 45.000	O.Michel	75% des Stammkapitals/ 2/4tel Mehrheit
Linup Front GmbH	49,00%	32,58%	11,35%	0,00%	7,08%	€ 260.000	O.Michel	2/3tel des Stammkapitals/ 3/4tel Mehrheit
LINworks GmbH	49,20%	22,40%	22,40%	0,00%	6,00%	€ 25.000	M.Dogan, O.Michel	75% des Stammkapitals/ einf.Mehrheit
LSE Leading Security Experts	48,86%	17,05%	17,05%	17,05%	0,00%	€ 44.000	S. Walther, O.Michel	75% des Stammkapitals/ 3/4tel Mehrheit
pawisda systems GmbH	48,57%	25,71%	25,71%	0,00%	0,00%	€ 70.000	M.Dogan, O.Michel	50% des Stammkapitals/ 3/4tel Mehrheit
seat-1 Software GmbH	49,03%	0,00%	0,00%	0,00%	Beide GF je 25,48%	€ 49.050	P.Braun, R.Engelhardt	75% des Stammkapitals/ einf.Mehrheit

Quelle: MAX21 Management und Beteiligungen AG

## pawisda systems GmbH

### Bilanzsituation der pawisda

2006 bestand ein nicht gedeckter Fehlbetrag im Eigenkapital von € 220.463,58, der sich weiter vergrößert haben dürfte. Das Working Capital Ende 2007 lag unseren Schätzungen zufolge bei rund € -0,136 Mio. (Vorjahr: € 0,165 Mio.). Die Nettoverschuldung schätzen wir auf rund € 0,405 Mio.

### Kostenpositionen

#### Personalkosten

Gegenwärtig (Stand März 2008) beschäftigt pawisda 21 Mitarbeiter. Bei einer schnellen Expansion wird zwar die Zahl der Vertriebsmitarbeiter linear zu den geführten Kundengesprächen zulegen, die Konsolidierer werden in ihrer Anzahl analog zu dem zu konsolidieren Briefaufkommen wachsen, während das Entwicklerteam in seiner Größe nahezu unverändert bleiben kann. Der Support entwickelt sich linear zur Anzahl der Bestandskunden. Die vom Unternehmen kalkulierte Personalentwicklung, die wir dem Median Case in der DCF-Bewertung zugrunde gelegt haben, gestaltet sich wie folgt:

**Personalkosten werden unterproportional zum Umsatz steigen**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

**Tabelle 10: Geplante Personalentwicklung nach Tätigkeitsfeldern (pawisda)**

Mitarbeiterkategorie	Ist (3/2008)	Soll (12/2008)
Entwickler	8	8
Supporter	4	5
Sales	3	3
Pre-Sales	3	4
(Brief)-Konsolidierer	3	7
Insgesamt	21	27

Quelle: pawisda systems GmbH

### Fixkostenblock

Durch den Verbund mit den anderen Gesellschaften der MAX21 ist es pawisda möglich klassische Fixkostenpositionen wie Mietausgaben in Teilen zu variabilisieren. Aus Gründen der Vereinfachung betrachten wir Miete (Kalkulation € 10.200 im 4. Quartal), Telefon/IT (Kalkulation € 8.000 pro Quartal) und Personalkosten inkl. Mobilitätszulagen (€ 0,313 Mio. im (4.) Quartal) als kurzfristige Fixkostenuntergrenze, so liegt die Fixkostenbelastung pro Jahr bei rund € 1,325 Mio. Sollten die ab dem 4. Quartal eingeplanten 29 Kunden (davon zwölf in der untersten Größenklasse (500 Briefe/Tag), jeweils sechs in den beiden mittleren Kategorien und fünf in der obersten Kategorie (40.000 Briefe/Tag)) erreicht werden, so wäre das Geschäftsmodell profitabel.

### Produktentwicklungskosten

Die Entwicklung des Hauptproduktes L-Vin fand zwischen Anfang 2003 und 2007 statt. Dieser Prozess ist abgeschlossen. Softwaretypisch wird es kleinere Weiterentwicklungen des Produktes geben, die von der Gesellschaft getragen werden. Darüber hinaus gibt es kundenspezifische Weiterentwicklungen für die ein gesondertes Team zuständig ist. Die Kosten entstehen in erster Linie durch die Personalseite.

### Anlaufkosten

Ab dem dritten Quartal sollten sich die durchschnittlichen Vorlaufkosten durch die Möglichkeit zum automatisierten Roll-out im KMU-Bereich reduzieren lassen. Wir sind in der Kalkulation im Best und Medium Case aus Gründen der Vorsicht von einer nur geringen Kostenreduktion ausgegangen (die genaue Quote ist abhängig von der Akzeptanz der Lösung).

### Kapitalkosten

Beim Ansatz der Kapitalkosten haben wir pawisda als Venture-Capital Investment eingestuft. Die Gesellschaft ist jung, weist noch Verluste aus und hat ein negatives Eigenkapital. Pawisda befindet sich aber mit hoher Wahrscheinlichkeit unmittelbar vor einer dynamischen Wachstumsphase, den Break-Even will das Unternehmen noch im Herbst dieses Jahres erreichen. Wir haben daher für alle Szenarien einen Diskontierungssatz von 25% gewählt.

**Automatisierter Roll-out von L-Vin entlastet Anlaufkosten ab Q3**

**pawisda noch vergleichbar mit einem Venture-Capital Investment, WACC bei 25%**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# MAX21 AG

11. Juli 2008

## DCF-Modell zur pawisda systems GmbH

pawisda benötigt für die Fortführung ihres Geschäftsbetriebs einen Mittelzufluss zwischen € 0,5 Mio. und € 0,6 Mio. Wir sind daher von einem Mittelzufluss in Höhe von € 0,55 Mio. ausgegangen. Die unter der Fortführungsprämisse ermittelten Eigenkapitalwerte gemäß der Free-Cash-Flow-Methode sind daher um diesen Zufluss bereinigt worden.

**Mittelzufluss von €0,5 Mio. bis €0,6 Mio. für Fortführung nötig**

Zur Free-Cash-Flow-Bewertung haben wir einen Szenarioansatz mit drei Alternativen gewählt. In den Bewertungstabellen aller drei Szenarien haben wir unter dem Punkt „Bereinigung um erforderlichen Mittelzufluss“ eine Fortführungsprämisse berücksichtigt. pawisda steht an einem Scheideweg. Externalitäten wie die schnelle Gewinnung von Großkunden und die damit verbundenen Reputationsgewinne könnten in erheblichem Umfang Folgeaufträge nach sich ziehen. Andererseits könnten die beschränkten finanziellen Ressourcen der Gesellschaft dazu führen, dass L-Vin trotz produktbezogener Vorteile den Durchbruch im Markt nicht schafft, Konkurrenzprodukte technologisch aufholen und den Markt schließlich erobern.

### Best Case

Das Best Case Szenario (Gewichtung: 15%) unterstellt, dass pawisda die kurzfristig einkalkulierten Kunden gewinnen kann. Darüber hinaus werden über die Channelpartner und das Portal (ab Q3 2008) noch in 2008 weitere Kunden gewonnen. Bis 2010 wächst der Umsatz sehr dynamisch auf knapp € 10 Mio., in den Jahren bis 2013 liegt das Jährliche Wachstum bei 20%, fällt mit zunehmender Marktsättigung in den Jahren 2014 bis 2017 auf 10% zurück. Für die Jahre nach 2017 haben wir eine ewige Wachstumsrate von 1% unterstellt.

**Dynamisches Wachstum im zweistelligen Bereich bis 2017...**

Bedingt durch das transaktionsbasierte Geschäftsmodell und der Fixkostenkostendegression sind wir von einem EBIT-Margenniveau von über 40% ausgegangen. Die 2010 erreichte EBIT-Marge von 45,5% dürfte in den Folgejahren jedoch leicht zurückfallen. Auch im deregulierten Telekommunikationsmarkt hat der zunehmende Wettbewerb in den 90er Jahren zu sinkenden Preisen und Margen geführt. Dies ist in dieser Schärfe im SAKO-Markt jedoch nicht zu erwarten.

**...bei EBIT-Margen über 40% ab 2010**

Das Best Case Szenario liefert einen fairen Wert des gesamten Eigenkapitals der pawisda von € 11,9 Mio. Der Unternehmenswert läge in diesem Szenario bei € 12,85 Mio.

### Medium Case

Das mittlere Szenario ist das aus unserer Sicht wahrscheinlichste (65% Eintrittswahrscheinlichkeit). Die Pläne der Geschäftsleitung bezogen auf das Kundenwachstum in 2008 können realisiert werden. Bei den Wachstumsraten der kommenden Jahre haben wir angesichts der begrenzten Mittelausstattung und Kapitalbindung nur leichte personelle Zuwächse kalkuliert. Insgesamt führt dies zu einer durch personelle Engpässe gebremsten Expansion. Der Vertrieb vollzieht sich im Wesentlichen mit der Unterstützung der bisherigen Channel-Partner.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

### Dynamisches Wachstum und hohe EBIT-Marge

Im mittleren Szenario wächst das Umsatzvolumen bis 2010 auf knapp € 7 Mio. an. Die EBIT-Marge erreicht dann mit 43,8% ihren Höhepunkt. In den Jahren nach 2010 sehen wir die EBIT-Marge bei knapp über 40%. Skaleneffekte kommen hier nicht ganz so stark wie im Best Case zum Tragen. Das Wachstum von 2011 bis 2013 ist mit 15% weniger dynamisch als im Best Case. Das Wachstum der Jahre 2014 bis 2017 liegt mit 5% auf dem für den Softwarebereich marktüblichen Wachstum.

**Tabelle 11: Medium Case Szenario (pawisda)**

Medium Case	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Umsatz	1,417	3,947	6,983	8,030	9,636	11,563	12,141	12,748	13,386	14,055
EBITDA	-0,589	1,231	3,278	3,666	4,380	5,256	5,601	5,881	6,175	6,483
EBITDA-Marge	-41,6%	31,2%	46,9%	45,7%	45,5%	45,5%	46,1%	46,1%	46,1%	46,1%
EBIT	-0,629	1,151	3,055	3,272	3,927	4,712	4,948	5,195	5,455	5,727
EBIT-Marge	-44,4%	29,2%	43,8%	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%	40,8%
Steuern	0,000	0,021	0,736	0,982	1,178	1,414	1,484	1,558	1,636	1,718
+ Abschreibungen	0,040	0,080	0,223	0,394	0,453	0,544	0,653	0,686	0,720	0,756
- Investitionen	0,080	0,223	0,394	0,453	0,544	0,653	0,686	0,720	0,756	0,794
- Veränderung Working Capital	0,030	0,190	0,228	0,079	0,120	0,145	0,043	0,046	0,048	0,050
Operativer Cash flow	-0,699	0,797	1,919	2,153	2,537	3,045	3,387	3,557	3,734	3,921
Diskontierungsfaktor	0,800	0,640	0,512	0,410	0,328	0,262	0,210	0,168	0,134	0,107
Wert operativer Cash Flow heute	-0,559	0,510	0,983	0,882	0,831	0,798	0,710	0,597	0,501	0,421
Kumulierter Wert der operativen CF	5,675									
Barwert des Restwertes	1,754									
Unternehmenswert	7,429									
- Nettoverschuldung	0,405									
- Bereinigung um erf. Mittelzufluss	0,550									
Wert des Eigenkapitals	6,474									
WACC	25,0%									
Langfristige Wachstumsrate	1,0%									

Quelle: BankM

### Worst Case

### Worst-Case: Verzögerungen bei der Kunden- gewinnung...

Im Worst-Case-Szenario kommt es bei der Kundengewinnung zu Verzögerungen, was die Erreichung des Break-Even auf Monatsbasis ebenfalls verzögert. Wettbewerbern gelingt es sich schnell weiterzuentwickeln, so dass die Alleinstellungsmerkmale der L-Vin Lösung an Gewicht verlieren. Die Alleinstellung über die Unabhängigkeit wird von den Kunden als solche nicht wertgeschätzt, produkt- oder dienstleistergebundene Lösungen erobern den Markt. Innerhalb der kommenden zwei Jahre sind die Marktanteile aufgeteilt, Wachstum findet dann nur noch mit dem Wachstum des Briefmarktes oder auf Kosten des Wettbewerbs statt. Die Gewichtung dieses Falles haben wir angesichts der Vielzahl von Wettbewerbern und der geringen Größe der pawisda im Vergleich zu etablierten Postdienstleistern wie z.B. Francotype-Postalia und Neopost mit 20% angesetzt.

### ...abgeflachendes Wachstum ab 2011

Wir sind davon ausgegangen, dass pawisda auch im Worst Case bis 2010 den gegenwärtigen Umsatz deutlich steigern kann. Das Wachstum in den Jahren 2008 bis 2010 liegt bei 83% pro Jahr. Das Wachstum auf rd. € 4,15 Mio. in 2010 reicht jedoch nicht aus, um Skaleneffekte in einem Maße wie in den vorangegangenen Szenarien zu nutzen. Dementsprechend erreicht die EBIT-Marge auf ihrem Höhepunkt zwar einen guten Wert von 28,9%, bleibt damit aber deutlich

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# MAX21 AG

11. Juli 2008

hinter den anderen Szenarien zurück. Langfristig sehen wir die EBIT-Marge in diesem Szenario bei rund 27%. Das Wachstum wird unserer Erwartung nach von 2011 bis 2013 bei 5% im Gleichlauf mit dem Softwaremarkt erfolgen. Für die Zeit nach 2014 sind wir von stagnierendem Umsatzwachstum (1% p.a.) ausgegangen.

Zur Ermittlung des fairen Wertes der pawidsa haben wir die dargestellten Szenarien mit den von uns angenommenen Eintrittswahrscheinlichkeiten gewichtet. Hierbei ergibt sich ein Wert von € 6,16 Mio. Die zur Unternehmensfortführung benötigten Mittel sind hierin mindernd berücksichtigt. In der nachfolgenden Tabelle sind die Werte in einzelnen den Umweltzuständen und deren Wahrscheinlichkeiten dargelegt.

**Szenariogewichteter  
Fair Value bei  
€6,2 Mio.**

**Tabelle 12: Gewichteter Fair Value der pawidsa**

Szenario	Wert des Eigen-kapitals (in € Mio.)	Wahrschein- lichkeit	Gewichteter Wert (in € Mio.)
Best Case	11,900	15,0%	1,785
Medium Case	6,474	65,0%	4,208
Worst Case	0,811	20,0%	0,162
		Fairer Wert:	6,155

Quelle: BankM

Die geplante Aufnahme von Kapital könnte, bei einem entsprechenden Angebot eines externen Investors unter Umständen zu einem Komplettverkauf führen. Diese Option haben wir in unseren Berechnungen nicht berücksichtigt

**Baldiger Komplett-  
verkauf möglich**

## LSE Leading Security Experts GmbH

LSE erzielte 2007 Umsätze von über einer € 1 Mio., die internen Planungen wurden dabei jedoch noch deutlich verfehlt. Der Start in das Jahr 2008 war jedoch sehr vielversprechend, im ersten Quartal lag der erzielte Umsatz bei rund € 0,5 Mio., bei leicht positivem Vorsteuerergebnis. Bedingt durch Saisoneffekte gehen wir für 2008 von Umsätzen über der € 2 Mio. Grenze aus (+102% ggü. 2007). Das Wachstum in den kommenden Jahren (bis 2012) sehen wir bei durchschnittlich 20%. Das nachhaltige Niveau der operativen Marge dürfte ab 2010 bei rund 12% liegen. Gewichtete Kapitalkosten von 18% implizieren einen fairen Wert der LSE von rund € 1,5 Mio.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Tabelle 13: Bewertung der LSE Leading Security Experts GmbH

	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Umsatz	2,200	2,640	3,168	3,802	4,562	4,836	5,126	5,331	5,544	5,766	5,996
EBITDA	0,275	0,343	0,444	0,532	0,639	0,677	0,718	0,746	0,776	0,807	0,840
EBITDA-Marge	12,5%	13,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
EBIT	0,231	0,290	0,380	0,456	0,547	0,580	0,615	0,640	0,665	0,692	0,720
EBIT-Marge	10,5%	11,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Steuern	0,069	0,087	0,114	0,137	0,164	0,174	0,185	0,192	0,200	0,208	0,216
+ Abschreibungen	0,044	0,053	0,063	0,076	0,091	0,097	0,103	0,107	0,111	0,115	0,120
- Investitionen	0,053	0,063	0,076	0,091	0,097	0,103	0,107	0,111	0,115	0,120	0,044
- Veränderung Working Capital	0,110	0,110	0,132	0,158	0,190	0,068	0,073	0,051	0,053	0,055	0,058
Operativer Cash flow	0,043	0,083	0,121	0,146	0,188	0,332	0,354	0,392	0,408	0,424	0,522
Diskontierungsfaktor	0,85	0,72	0,61	0,52	0,44	0,37	0,31	0,27	0,23	0,19	0,16
Wert operativer Cash Flow heute	0,036	0,059	0,074	0,075	0,082	0,123	0,111	0,104	0,092	0,081	0,085
Kumulierter Wert der operativen Cash Flows	0,923										
Barwert des Restwertes	0,587										
Unternehmenswert	1,510										

Quelle: BankM

**focus::voip GmbH****Dynamisches Umsatzwachstum erwartet**

Die focus::voip GmbH erwirtschaftete bei Umsätzen von € 0,112 Mio. in 2007 einen Verlust, der die Umsätze um etwa das Dreifache überstieg. Ursache hierfür war unter anderem der Aufbau von Vorräten. Die Planungen des Unternehmens sehen für 2008 eine Vervierfachung der Umsätze vor. Das Vorsteuerergebnis soll noch deutlich negativ ausfallen, wobei der Verlust geringer sein soll als 2007. In unserem Modell sind wir für 2008 von einer Umsatzverdreifachung ausgegangen. Wir denken, dass positive Cash-Flows frühestens 2009 erreicht werden können. Wir sehen jedoch auch die Gefahr, dass auf Grund der fragmentierten Wettbewerbssituation ein Break-Even nicht erreicht wird.

**Umsatzwachstum 2008e: +200%; 2009e: 80%**

Aufgrund der positiven Tendenz in den letzten 14 Monaten und des starken Jahresendeffektes trauen wir der focus::voip, die im ersten Kalenderquartal 2008 etwas über € 50.000 Umsatz erzielte, in 2008 einen Umsatz von € 0,32 Mio. zu. Es sollte dem Unternehmen gelingen mit der eigenen asteriskbasierten IP-Telefonie-Komplettlösungen am rasanten Marktwachstum zu partizipieren. Für 2009 haben wir ein Umsatzwachstum von 80% unterstellt (30% Wachstum in 2010). Schwer zu kalkulieren ist die Margensituation, weil die bisher ausgewiesenen Materialkosten durch Vorratsaufbau deutlich überzeichnet waren. Die nachhaltige Materialkostenquote soll nach Unternehmensangaben bei 20% bis 30% liegen.

**Unternehmenswert bei rund €0,152 Mio.**

In unserem Modell sind wir von einem eigenkapitalfinanzierten Unternehmen ausgegangen (da Fremdkapital nur von MAX21 gestellt wird und die Beteiligungshöhe der Gesamtinvestition entspricht). Die gewichteten Kapitalkosten haben wir auf 28% festgelegt. (Die hohen Kapitalkosten resultieren daher, dass wir ein Beta von 4 wählen mussten. Die Verluste überstiegen die Umsätze im vergangenen Jahr noch deutlich, was den spekulativen Charakter der Beteiligung unterstreicht.)

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# MAX21 AG

11. Juli 2008

**Tabelle 14: Bewertung der focus::voip GmbH**

	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Umsatz	0,320	0,576	0,749	0,824	0,873	0,925	0,981	1,020	1,061	1,104	1,148
EBITDA	0,058	0,115	0,157	0,189	0,201	0,213	0,226	0,235	0,244	0,254	0,264
EBITDA-Marge	18,0%	20,0%	21,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%
EBIT	0,038	0,081	0,112	0,140	0,148	0,157	0,167	0,173	0,180	0,188	0,195
EBIT-Marge	12,0%	14,0%	15,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Steuern	0,012	0,024	0,034	0,042	0,045	0,047	0,050	0,052	0,054	0,056	0,059
+ Abschreibungen	0,019	0,035	0,045	0,049	0,052	0,056	0,059	0,061	0,064	0,066	0,069
- Investitionen	0,035	0,045	0,049	0,052	0,056	0,059	0,061	0,064	0,066	0,069	0,140
- Veränderung Working Capital	0,016	0,064	0,043	0,019	0,012	0,013	0,014	0,010	0,010	0,011	0,011
Operativer Cash flow	-0,004	-0,018	0,031	0,076	0,088	0,094	0,101	0,109	0,114	0,118	0,054
Diskontierungsfaktor	0,78	0,61	0,48	0,37	0,29	0,23	0,18	0,14	0,11	0,08	0,07
Wert operativer Cash Flow heute	-0,004	-0,011	0,015	0,028	0,026	0,021	0,018	0,015	0,012	0,010	0,004
Kumulierter Wert der operativen Cash Flows	0,135										
Barwert des Restwertes	0,017										
Unternehmenswert	0,152										

Quelle: BankM

## seat-1 Software GmbH

Die Hochrechnung vom im ersten Quartal gezeigten Umsatz auf das Gesamtjahr legen einen Umsatz von über € 0,3 Mio. nahe. Bei seat-1 wurde jedoch zuletzt das Personal deutlich aufgestockt, so dass wir von einem Nachziehen der Umsätze ausgehen. Wir trauen dem Unternehmen in 2008 daher einen Umsatz von € 0,5 Mio. zu, das EBT sehen wir bei € 50.000. Im ersten Quartal hatte die EBT-Marge bei rund 11,5% gelegen, diesen Wert trauen wir dem Unternehmen auch mittelfristig zu. Kurzfristig sehen wir eine durch die Neueinstellungen geringfügige Beeinträchtigung der Marge.

Trotz eines gegenwärtig nicht günstigen Umfeldes für ERP-Lösungen trauen wir der seat-1 auf Grund der Positionierung (OS-Lösung mit Supportpartnern, Mittelstandsfokus) ein deutlich marktüberdurchschnittliches Wachstum (20% p.a. bis 2012) zu. Die gewichteten Kapitalkosten sehen wir bei 16%.

**Erstes Quartal gibt Indikation auf etwa €0,5 Mio. Umsatz in 2008 bei zweistelligen EBT-Margen**

**Marktüberdurchschnittliches Wachstum bis 2012; fairer Unternehmenswert bei knapp €0,4 Mio.**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Tabelle 15: Bewertung der seat-1 Software GmbH

	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Umsatz	0,500	0,600	0,720	0,864	1,037	1,099	1,165	1,212	1,260	1,310	1,363
EBITDA	0,065	0,084	0,108	0,130	0,156	0,165	0,175	0,182	0,189	0,197	0,204
EBITDA-Marge	13,0%	14,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
EBIT	0,053	0,066	0,086	0,104	0,124	0,132	0,140	0,145	0,151	0,157	0,164
EBIT-Marge	10,5%	11,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Steuern	0,016	0,020	0,026	0,031	0,037	0,040	0,042	0,044	0,045	0,047	0,049
+ Abschreibungen	0,013	0,018	0,022	0,026	0,031	0,033	0,035	0,036	0,038	0,039	0,041
- Investitionen	0,018	0,022	0,026	0,031	0,033	0,035	0,036	0,038	0,039	0,041	0,044
- Veränderung Working Capital	0,025	0,025	0,030	0,036	0,043	0,016	0,016	0,012	0,012	0,013	0,013
Operativer Cash flow	0,006	0,018	0,026	0,031	0,042	0,075	0,080	0,089	0,092	0,096	0,098
Diskontierungsfaktor	0,86	0,74	0,64	0,55	0,48	0,41	0,35	0,31	0,26	0,23	0,20
Wert operativer Cash Flow heute	0,005	0,013	0,017	0,017	0,020	0,031	0,028	0,027	0,024	0,022	0,019
Kumulierter Wert der operativen Cash Flows	0,224										
Barwert des Restwertes	0,148										
Unternehmenswert	0,372										

Quelle: BankM

### Linup Front GmbH, LINworks GmbH und DLPS Desktop Linux Projects and Services GmbH

#### Dienstleister profitieren vom OS-Marktwachstum

Die drei Beteiligungen die als Dienstleister am Markt aktiv sind, haben zusammengerechnet in 2007 bereits Umsätze von über € 1,0 Mio. erzielt (bei nahezu ausgeglichenem EBT). Das erste Quartal, das Umsätze von knapp € 0,5 Mio. gezeigt hat, spricht für deutliches Wachstum, so dass wir für das Gesamtjahr von Umsätzen über € 2 Mio. ausgehen. Auch für die Folgejahre gehen wir von deutlich marktüberdurchschnittlichem jährlichem Wachstum (verglichen mit dem Marktsegment IT-Services) aus. Mit Wachstumsraten von über 100% in diesem Jahr und 30%igen bzw. 20%igen Wachstumsraten bis 2011 trauen wir den Unternehmen eine auch gegenüber dem OS-Gesamtmarkt (durchschnittliches Wachstum von 26% p.a. bis 2011 laut IDC) starke Dynamik zu.

#### Break-Even wird 2008 nachhaltig erreicht

Wir gehen davon aus, dass die Dienstleister als Gesamtheit 2008 den Break Even nachhaltig erreichen (bereits 2007 waren zwei der drei Unternehmen profitabel). Die EBIT-Marge sehen wir in diesem Jahr bei 3%, einen Ausbau auf ein nachhaltiges Niveau von 10% bis 2011 halten wir für realistisch. Der faire Wert der drei Unternehmen (gewichtete Kapitalkosten von 15% unterstellt) liegt bei € 2,03 Mio.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!



# MAX21 AG

11. Juli 2008

**Tabelle 16: Bewertung von Linup front, DPLS und LINworks**

	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Umsatz	2,152	2,798	3,637	4,364	4,801	5,281	5,598	5,933	6,289	6,667	7,067
EBITDA	0,075	0,154	0,309	0,458	0,504	0,554	0,588	0,623	0,660	0,700	0,742
EBITDA-Marge	3,5%	5,5%	8,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
EBIT	0,065	0,140	0,291	0,436	0,480	0,528	0,560	0,593	0,629	0,667	0,707
EBIT-Marge	3,0%	5,0%	8,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Steuern	0,019	0,042	0,087	0,131	0,144	0,158	0,168	0,178	0,189	0,200	0,212
+ Abschreibungen	0,011	0,014	0,018	0,022	0,024	0,026	0,028	0,030	0,031	0,033	0,035
- Investitionen	0,014	0,018	0,022	0,024	0,026	0,028	0,030	0,031	0,033	0,035	0,044
- Veränderung Working Capital	0,043	0,032	0,042	0,036	0,022	0,024	0,016	0,017	0,018	0,019	0,020
Operativer Cash flow	-0,001	0,061	0,158	0,267	0,312	0,344	0,374	0,397	0,421	0,446	0,466
Diskontierungsfaktor	0,87	0,76	0,66	0,57	0,50	0,43	0,38	0,33	0,28	0,25	0,21
Wert operativer Cash Flow heute	-0,001	0,046	0,104	0,153	0,155	0,149	0,141	0,130	0,120	0,110	0,100
Kumulierter Wert der operativen Cash Flows	1,206										
Barwert des Restwertes	0,823										
Unternehmenswert	2,029										

Quelle: BankM

## Die übrigen 10%igen Beteiligungen

Die 10%igen Beteiligungen haben wir mit den von uns geschätzten Investitionskosten bewertet, hierzu haben wir das Wertpapierprospekt als Grundlage genutzt. Der Wert der Beteiligungen (vor Abschlag) beläuft sich auf rund € 65.000.

## Alternative Bewertungsmethoden/Multiplikatorenvergleich

Von einer Bewertung über Multiplikatoren haben wir abgesehen. Die Bandbreite gezahlter Multiplikatoren ist sehr hoch. Weil in einigen Fällen Technologie oder ein Markteintritt eingekauft werden sollte und die Target-Unternehmen gemessen am Umsatz noch sehr klein waren, erreichen die Transaktionskennzahlen in diesen Fällen sehr hohe Werte. Auch sind manchen Unternehmen im Vorfeld erhebliche VC-Mittel zur Technologieentwicklung zugeflossen, die sich vor der Übernahme jedoch noch kaum im Umsatz niedergeschlagen haben. Gerade der mögliche Wert einer Technologie/Softwarelösung ist aus externer Sicht schwer vergleichbar. Im Falle der pawisda gäbe es im Zeitraum von April 2005 bis November 2006 drei von der Branchen-Positionierung her vergleichbare Transaktionen: Die Übernahme der BTA Digital Works AG durch Neopost S.A., sowie die Übernahmen von internet access GmbH (Berlin) und freesort GmbH (Düsseldorf) durch die Francotyp-Postalia Holding AG. Inklusive der erfolgsabhängigen Kaufpreiszahlungen lagen die Umsatz-Multiples hier zwischen zwei und fünf.

**Multiplikatorenbewertung hier wegen hoher Streuung und technologiebedingten Übernahmeprämien eher ungeeignet, ...**

Einige Deals, in denen junge OS-Unternehmen durch etablierte Unternehmen erworben wurden, sorgten in den letzten Jahren auch wegen der hohen Kaufpreise (auf Basis klassischer Bewertungskennzahlen) für Aufsehen. Die nachfolgende Tabelle liefert eine Übersicht über einige der großen Transaktionen.

**... OS-Deal der letzten Jahre teilweise mit enormen Prämien.**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

**Tabelle 17: Größere Akquisitionen im OS-Umfeld**

Target (OS)	Bereich	Käufer	Kaufpreis	Bekanntgabe der Transaktion
Suse	Linux	Novell	US-\$ 210 Mio.	November 03
Xen Source	Virtualisierung	Citrix	US-\$ 500 Mio. (Cash und Optionen)	August 07
Zimbra	Email Server Software	Yahoo	US-\$ 350 Mio. (reiner Cash-Deal)	September 07
Trolltech	Softwarebibliothek	Nokia	NOK 842 Mio. (rund € 105 Mio.)	Januar 08
mySQL	Datenbank	Sun Microsystems	US-\$ 1 Mrd.	Januar 08

Quelle: jeweilige Unternehmensangaben, heise-online

**Trade Sales haben großes Potenzial als Exit-Kanal**

Die Tabelle zeigt die Chancen, welche sich für Venture Capitalists bieten, die auf OS-Unternehmen setzen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass es sich bei der Auswahl um die erfolgreichsten Deals handelte, die Käufer (große Technologiekonzerne) am Erwerb von Technologie bzw. einem Markteintritt interessiert waren und im Vorfeld der Transaktion den jungen Unternehmen durch einen Pool von VC-Investoren teilweise erhebliche Mittel zuflossen. Ein Trade Sale (an einen Nicht-Finanzinvestor) bietet unter diesen Umständen als Exit-Kanal mehr Potenzial als etwa ein IPO.

**Xen Source: Beispiel für einen erfolgreichen Exit von VC-Investoren bei OS-Beteiligungen**

Illustrieren wollen wir die Rechtfertigung der Kaufpreismultiples am Beispiel der Xen Source Übernahme durch Citrix. Der gezahlte Kaufpreis in Höhe USD 500 Mio. lässt sich mit klassischen Bewertungskennzahlen kaum fassen. Xen Source beschäftigte vor der Übernahme 80 Mitarbeiter, hatte 650 Kunden und die jährlichen Umsätze werden auf einen Wert zwischen USD 1 Mio. und USD 5 Mio. geschätzt. Allerdings sind Xen durch VC-Investoren (Kleiner Perkins, Seven Rosen, Accel) in drei Finanzierungsrunden rund USD 40 Mio. zugeflossen, die in die Weiterentwicklung der Virtualisierungstechnologie geflossen sind und zur Citrix Kerntätigkeit (Application Delivery) eine gute Ergänzung bilden. Zudem bringt Xen ein wichtiges Asset mit: Die enge Kooperation mit Microsoft (angeblich hat Xen sogar Zugriff auf den Quellcode der MS-Virtualisierungslösung Viridian). Citrix erwartet daher bereits im ersten Jahr nach der Übernahme einen Umsatzbeitrag durch Xen von USD 50 Mio.

**Bewertungsfazit**

**Fairer Wert bei €2,40 pro Aktie. Unternehmen kann und will Bewertungsabschlag reduzieren**

Auf Basis einer fundamental ausgerichteten FCF-Bewertung der einzelnen Beteiligungen und einer anschließenden Sum-of-the-parts-Bewertung ergibt sich ein fairer Wert für MAX21 von € 4,78 Mio., dies entspricht einem Kursziel von € 2,40 pro Aktie. Negativ auf den Kurswert wirkt sich hierbei noch der Bewertungsabschlag (25%) für nicht börsennotierte Beteiligungen aus. Die personellen Verflechtungen bei den Beteiligungen bilden ebenfalls einen Malus-Faktor. Hier will das Unternehmen mittelfristig handeln Die Anteile der MAX21 sollen auf über 50% erhöht und die direkte Beteiligung der betroffenen Vorstände an den Beteiligungsunternehmen reduziert werden. Der Abschlag würde sich bei Durchführung der geplanten Maßnahmen reduzieren.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# MAX21 AG

11. Juli 2008

**Tabelle 18: Bewertungsübersicht (sum-of-the-parts)**

Gesellschaft	Bewertungs- ergebnis	Beteiligungs- quote	Wert des Max21-Anteils
pawisda systems GmbH	6,155	48,57%	2,989
LSE Leading Security Experts	1,510	48,86%	0,738
focus::voip GmbH	0,152	49,00%	0,074
seat-1 Software GmbH	0,372	49,03%	0,183
DLPS Desktop Linux Projects and Services GmbH, Linup Front GmbH und LINworks GmbH	2,029	ca. 49%	0,994
10%ige Beteiligungen		jeweils 10%	0,065
Wertsomme der nicht notierten Beteiligungen			5,04
Wert nach Bewertungsabschlag (25%)			3,78
Nettoliiquidität der MAX21 AG (geschätzt)			1,00
Wert des Eigenkapital der MAX21			4,78

Quelle: BankM

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

## SWOT-Analyse

### Stärken

- Klarer Fokus auf das zukunftssträchtige Open Source Thema.
- Fokussierung und Expertise im Bereich Open Source helfen bei der Weiterentwicklung der Beteiligungen.
- Eines der größten Open-Source Systemhäuser in Europa
- Erfahrenes und im Open Source Umfeld gut vernetztes Managementteam.
- Frühphasen-Beteiligungen erhalten ein ideales Umfeld zur weiteren Entwicklung.

### Schwächen

- Eine Konsolidierung der Beteiligungen findet nicht statt. Die gezeigten Umsätze der AG (Entgelt für die Beratung der Beteiligungen, Umlagen für Miete, etc.) kommen Innenumsätzen gleich. Der Unternehmenserfolg ist für Außenstehende daher schwer nachvollziehbar.
- Enge personelle und räumliche Verbindung zwischen MAX21 und den Beteiligungen könnten einen späteren Exit erschweren.
- Fehlender Track Record bezogen auf größere Exits.
- Kurze Kapitalmarkthistorie und geringes Handelsvolumen.

### Chancen

- Einige der Beteiligungen der MAX21 stehen unmittelbar vor Erreichen des Break-Even.
- Die Geschäftsmodelle einiger Beteiligungen (z.B. pawisda) bergen das Potenzial erheblicher Skaleneffekte.
- Über externe Coinvestoren könnten Reputation (im Finanzmarkt) gestärkt und vorhandenes Fach-Know-how breiter genutzt werden.
- Open-Source-Markt nimmt Fahrt auf. Multinationale Konzerne und die öffentliche Hand gelten hierbei als treibende Kräfte.
- Vertriebssynergien zwischen den Beteiligungen könnten weiter ausgebaut werden.
- Durch Fokussierung und Reputation könnte sich MAX21 zu einer ersten Anlaufstelle für Gründer im Open-Source-Umfeld entwickeln.
- Durch die geplante Konsolidierungen einiger Beteiligungen könnte der Transparenzabschlag am Kapitalmarkt reduziert werden.
- Bei einigen Verkäufen von OS-Unternehmen wurden in der jüngsten Vergangenheit enorme Prämien für die eingekaufte Technologie gezahlt.

### Risiken

- Interessenskonflikte durch finanzielle und persönliche Verflechtung möglich.
- Frühphaseninvestments bergen grundsätzlich ein hohes Risiko.
- Bei einem Exit-bezogenen Investmentansatz wäre MAX21 stark vom Kapitalmarktumfeld abhängig.
- Sollte ein Beteiligungsunternehmen in eine sehr dynamische Wachstumsphase eintreten, könnte die Mittelausstattung der MAX21 einen Engpass darstellen.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# MAX21 AG

11. Juli 2008

## Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

### A. Allgemeine Risikohinweise

Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann bei dieser Anlageform nicht ausgeschlossen werden. Potenzielle Anleger sollten sich darüber bewusst sein, dass die Kurse von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und Einnahmen aus Wertpapierinvestments teils erheblichen Schwankungen unterliegen können. In Bezug auf die zukünftige Wertentwicklung der genannten Wertpapiere und die erzielbare Anlagerendite können daher keine Zusicherungen oder Gewährleistungen gegeben werden.

### B. Angaben gemäß § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung (FinAnV):

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Willich.**

**Verfasser der vorliegenden Finanzanalyse: Daniel Großjohann, Analyst.**

Die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt am Main.

Emittent des analysierten Finanzinstruments ist die MAX21 Management und Beteiligungen AG.

Hinweis gem. § 4 Abs. 4 Nr. 4 FinAnV über vorausgegangene Veröffentlichungen über den Emittenten in den letzten zwölf Monaten:

Bislang erfolgten keine Veröffentlichungen über den Emittenten.

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z. B. Reuters, VWD, Bloomberg, dpa-AFX u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit Personen des Managements des Emittenten geführt. Die Analyse wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung zum Zweck eines Tatsachenabgleichs zugänglich gemacht. Aus diesem Tatsachenabgleich resultierten inhaltliche Änderungen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und – methoden:

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf das ermittelte Bewertungsergebnis und einen Zeithorizont des ermittelten Fairen Werts von bis zu 12 Monaten.

**KAUFEN:** Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mindestens +15 % über dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

**NEUTRAL:** Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt zwischen –15% und +15 % des Kursniveaus zur Zeit des Datums der Studie.

**VERKAUFEN:** Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mehr als –15 % unter dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value- und Sum-of-the-Parts-Ansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder eine Kombination verschiedener Methoden. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Bewertungsergebnisse und faire Werte entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

### 3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

**11.07.2008**

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

Schlusskurse vom 09.07.2008

5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Die Analyse und die darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen geben nur die an dem auf der ersten Seite der Analyse genannten Datum vertretene Sichtweise wieder. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse oder der darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen unangekündigt vorzunehmen. Die Entscheidung, ob und wann eine Aktualisierung stattfindet, liegt alleine im Ermessen der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG.

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

1. Der Geschäftserfolg von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen des Emittenten im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung dieses Dokuments getroffen.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG (und verbundene Unternehmen), die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen oder mit Ihnen verbundene Unternehmen

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung (über 5%) an dem Emittenten. Vorstände, leitende Angestellte, Mitarbeiter oder Kunden der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG sind aber möglicherweise Eigentümer von Wertpapieren oder Anlagen, die in dem Dokument genannt sind (oder in Beziehung zu solchen stehen), könnten Positionen eingehen und könnten Käufe und/oder Verkäufe tätigen als Auftraggeber oder Vermittler in denen im Dokument genannten Wertpapieren oder Anlagen,
- waren (innerhalb der vergangenen 12 Monate) nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,
- waren weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

2. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG betreut den Emittenten nach Handelsaufnahme als Designated Sponsor durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt für die Finanzinstrumente, die Gegenstand dieses Dokuments sind und hält bzw. wird Wertpapiere, die Gegenstand dieses Dokuments sind, im Handelsbestand halten.

3. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden bzw. angemessen zu behandeln. Insbesondere wurden institutsinterne Informationsschranken geschaffen, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenskonflikte für die Bank begründen könnten. Die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG führt zudem ein Insiderverzeichnis gemäß § 15b WpHG für Personen, die für sie tätig sind und bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben. Diese Verzeichnisse werden auf Anfrage der BaFin übermittelt. Insidergeschäfte gemäß § 14 WpHG sind grundsätzlich nicht erlaubt. Mitarbeiter mit besonderer Funktion und Zugang zu Insiderinformationen haben grundsätzlich alle Geschäfte in Wertpapieren der internen Compliance-Stelle offenzulegen. Ferner wird eine laufende Überwachung der Einhaltung weiterer gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG durchgeführt und sich in diesem Zusammenhang eine Beschränkung von Mitarbeitergeschäften in Wertpapieren vorbehalten.

4. Die Vergütung der Analysten dieses Dokuments ist nicht von Investmentbanking-Geschäften der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG oder mit ihr verbundenen Unternehmen abhängig. Die Analysten haben zu keinem Zeitpunkt Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, erhalten oder erworben. Die auf der Titelseite dieses Dokuments aufgeführten Analysten erklären, dass die dargestellten Meinungen und Aussagen ihre eigene persönliche Einschätzung bezüglich der analysierten Finanzinstrumente des Emittenten widerspiegeln und ihre Vergütung weder direkt noch indirekt von ihren Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten des Emittenten abhängen.

5. Aktuelle Angaben gemäß § 5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV sind im Internet unter [http://www.bankm.de/webdyn/138\\_cs\\_Gesetzliche+Angaben.html](http://www.bankm.de/webdyn/138_cs_Gesetzliche+Angaben.html) erhältlich.

### C. Haftungsausschluss (Disclaimer):

Dieses Dokument wurde von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrung mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des "financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)" in der jeweils gültigen Fassung fallen; oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden.

In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und diese zu beachten.

Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potenzielle Anleger sollten sich in Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

Dieses von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung gibt die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG keine Garantie und Zusicherung für die Vollständigkeit und Richtigkeit des erstellten Dokuments ab und übernimmt auch keine Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist ausgeschlossen, sofern seitens der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt.

Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG bzw. der Verfasser und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG berichtigt werden, ohne dass die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte, es sei denn, dass die irrtumsbedingten Fehler auf grob fahrlässiges Verhalten der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zurückzuführen sind. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG übernimmt keine Haftung für Vermögensschäden, soweit diese nicht auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruhen. Mit der Annahme dieses Dokuments erklärt sich der Leser bzw. Nutzer dieses Dokuments mit den dargestellten Risikohinweisen, rechtliche Angaben und dem Haftungsausschluss (Disclaimer) einverstanden und an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein sowie die in dieser Analyse enthaltenen Informationen ausschließlich Berechtigten zugänglich zu machen. Der Nutzer dieses Dokuments ist gegenüber der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zu Schadensersatz für sämtliche Schäden, Forderungen, Verluste und Nachteile aufgrund von oder in Verbindung mit der unautorisierten Nutzung dieses Dokuments verpflichtet.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

# MAX21 AG

11. Juli 2008

Die Erstellung dieses Dokuments unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für alle Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland).

Sollte eine Bestimmung dieses Disclaimers unwirksam sein oder werden, bleiben die übrigen Bestimmungen dieses Disclaimers hiervon unberührt.

**This document is not intended for use by persons resident in any jurisdiction that regulates access to such documents by applicable laws. Investment decisions must not be based on any statement in this report. Persons in possession of this document should inform themselves about possible legal restrictions and observe them accordingly. In case of uncertainty persons should not access and consider this document. This document is not intended for use by persons that are classified as US-persons under the United States Securities Act.**

© 2008 BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt.

biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Hausbroicher-Straße 222, D-47877 Willich. Alle Rechte vorbehalten.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!