

Report

Aktien | Österreich | Technologie
24. August 2010

Quanmax AG



Empfehlung: Kaufen

Risiko: Hoch

Akt. Wert: EUR 2,79

Fairer Wert: EUR 3,70

Sektor: Technologie

Reuters Code: GERI.DE

Bloomberg Code: GROA GR

Internetseite:

www.quanmax.at

Fiskaljahrende: Dezember

Handelszahlen:

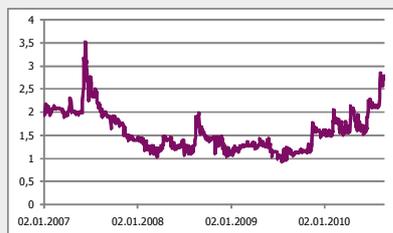
Hoch –Tief 52w (EUR): 3,10 – 1,08

Marktkap (in EUR Mio): 61,9

Ausst. Aktien (in Mio): 22,2

Free Float: 33%

Kursverlauf:



Finanzkalender:

18. Nov 2010: Ergebnisse Q3 2010

Datum und Zeitpunkt der Kurse:

23. August 2010, 17:30 MEZ

Dipl. Volkswirt Raimund Saier, CEFA

VEM Aktienbank

r.saier@vem-aktienbank.de

T +49 (0) 89 30 903 - 4881

Bitte achten Sie auf den Disclaimer und andere Informationen auf Seite 23

Dank Wandel zum Aufschwung

Die österreichische Quanmax AG befindet sich im Wandel. Bis Ende 2009 erwirtschaftete das Unternehmen noch 90% ihres Umsatzes mit dem Verkauf von Technologieprodukten wie Notebooks und Zubehör an Privatkunden. Heute erzielt die Quanmax AG schon 30% des Umsatzes mit Produkten aus dem Bereich B2B/Appliances. Die Konsequenzen sind stark steigende Umsätze und ein Anstieg der Bruttomargen. Wir glauben an einen erfolgreichen Geschäftsgang in den nächsten Jahren. Unser fairer Aktienpreis liegt bei EUR 3,70. Wir raten die Aktie zu kaufen.

Hauptpunkte

- Die Nachfrage nach Computern und Zubehör im Privatkundenbereich ist gesättigt und es herrscht ein erheblicher Margendruck. Somit konzentriert sich die Quanmax AG heute und in Zukunft auf die Entwicklung und den Verkauf von Produkten für den B2B Markt. Wir gehen davon aus, dass dieses Segment bis 2012 ein Anteil von 65% am Gesamtumsatz haben wird.
- Der Trend hin zum Cloud Computing wird einer der Wachstumstreiber der Quanmax AG sein. Hier entwickelt man zusammen mit der Universität Linz und dem Technologiepark Hagenberg neue Produkte, die ab 2011 auf den Markt kommen werden.
- Mit 80% des Umsatzes war 2009 der Hauptabsatzmarkt noch Österreich. Mittlerweile erwirtschaftet das Unternehmen aber schon fast die Hälfte des Umsatzes in Deutschland, Schweiz und Osteuropa. Dieser Anteil dürfte sich in den nächsten Jahren sogar noch erhöhen.
- Die hohe Barmittelausstattung ermöglicht es dem Unternehmen, die bereits begonnene Akquisitionstrategie erfolgreich fortzusetzen.

Finanzen

Das Unternehmen hat im ersten Halbjahr einen Umsatz von EUR 32,7 Mio. erzielt (+17%). Wir gehen davon aus, dass die Quanmax AG in 2010 einen Gesamtumsatz von EUR 68,9 Mio. (+15%) erreichen wird. Der operative Gewinn dürfte EUR 3,97 Mio. betragen, was einer EBIT Marge von 5,82% entspricht. Für 2012 kalkulieren wir mit einer operativen Gewinnmarge von 8,1%; dies aufgrund eines immer attraktiveren, höher margigen Produktmixes. Für 2010 rechnen wir mit Nettobarmitteln von EUR 19,95 Mio. falls es zu keinen Neuakquisitionen kommt.

Bewertung

Unser Kursziel entspricht EUR 3,70, was einem Unternehmenswert von EUR 81,6 Mio. entspricht.

Zur Berechnung des Unternehmenswertes verwendeten wir ein DCF Modell und kombinierten dies mit einer Peer Gruppen Analyse.

(in EUR Mio.)	2008	2009	2010E	2011E
Umsatz	28,27	59,87	68,95	82,75
EBITDA Marge	neg.	4,2%	7,8%	8,7%
EBIT Marge	neg.	3,0%	5,8%	6,2%
Nettogewinn	(8,0)	3,2	3,6	5,0
Gewinn Pro Aktie	(0,40)	0,16	0,16	0,23
Kurs/Umsatz			0,90	0,75
Kurs/Gewinn			17,1	12,3

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	2
Executive Summary	3
Kurz- und mittelfristige Katalysatoren	4
Bewertung	5
DCF Bewertung	5
Peer Gruppen Vergleich	6
Profil: Bewegte Geschichte – Rosige Zukunft	8
Das aktuelle Geschäftsmodell	9
Die Hauptgeschäftsbereiche	10
Management	11
Aktionärsstruktur	12
Die Wachstumstreiber	13
Fokus auf B2B	13
Cloud Computing als Wachstumstreiber	14
Zunehmende Internationalisierung	14
Zukauf von attraktiven Unternehmen	15
Neue Produkte im B2C Segment und verbesserte Vertriebswege	16
Finanzen	17
Trendwende in 2009 geschafft	17
Quanmax AG auch im ersten Halbjahr 2010 erfolgreich	17
Bis 2012 höhere Margen und starkes Umsatzwachstum erwartet	17
Anhang - Finanzberichte	19
Gewinn- und Verlustrechnung	19
Bilanz	20
Kapitalflussrechnung	21
Kennzahlen	22
Legal Disclaimer	23

Executive Summary

- Die Quanmax AG mit Sitz in Linz/Österreich hat eine bewegte Geschichte hinter sich und wurde 2008 erfolgreich restrukturiert. Das Unternehmen befindet sich im Wandel zu einem Technologieunternehmen. Zwar werden aktuell immer noch 70% des Umsatzes mit dem Verkauf von Computern und deren Zubehör erzielt, aber die Umsätze aus lukrativen und hoch technologisierten B2B Bereichen gewinnen vermehrt an Bedeutung. Heute werden damit schon 30% des Gesamtumsatzes erwirtschaftet. Wir rechnen bis 2012 mit einem 65%igen Umsatzanteil aus dem B2B Bereich.
- Regional fokussiert sich das Unternehmen aktuell auf Österreich, Deutschland, die Schweiz und Osteuropa. Mit einem Anteil von 53% am Gesamtumsatz ist Österreich noch der größte Markt. Allerdings sollten sich die Anteile in den nächsten Jahren zu Lasten von Österreich verschieben und Deutschland sowie der Rest Europa dürften an Bedeutung gewinnen.
- Im B2C Bereich gehört die Quanmax AG zu den drei größten Computerunternehmen Österreichs. Vertrieben werden die Produkte hauptsächlich über Einzelhändler wie Aldi.
- Der Markt im B2C Bereich ist hart umkämpft und die Margen sind gering. Im B2B Bereich und hier besonders im Segment Appliances (Mischung aus Soft und Hardware) herrscht noch hohes Wachstumspotenzial mit überproportional hohen Margen.
- Wir rechnen damit, dass mittelfristig der Trend zum Cloud Computing einen bedeutenden Umsatz- wie auch Gewinnbeitrag für die Quanmax AG leisten wird. Hier plant das Unternehmen in enger Zusammenarbeit mit Microsoft, Universitäten und Softwareparks Sicherheitsanwendungen und diverse andere attraktive Produkte anzubieten.
- Weitere Katalysatoren für einen zukünftig positiven Geschäftsgang der Quanmax AG dürften eine zunehmend erfolgreiche und zukunftsweisende Produktentwicklung, verbesserte und innovative Vertriebswege (z.B. über das Internet), eine fortschreitende Internationalisierung sowie eine deutliche Margenerhöhung aufgrund eines besseren Produktmixes sein.
- Nach jahrelangen Verlusten war das Unternehmen 2009 wieder in der Lage, einen Gewinn zu erwirtschaften und auch das erste Halbjahr 2010 war überaus erfolgreich. Das Unternehmen konnte den Umsatz gegenüber H1 2009 um 17% auf EUR 32,7 Mio. steigern. Die Nettomarge betrug 5,2%.
- Für 2010 rechnen wir mit einer Umsatzsteigerung von 15,0% auf EUR 68,9 Mio. Der Nettogewinn sollte EUR 3,6 Mio. betragen. Die Bruttomarge sollte auf 25% (2009: 18,4%) ansteigen. Für 2011 erwarten wir einen Umsatz von EUR 82,7 EUR (+ 20%) und einen Reingewinn von EUR 5,2 Mio..
- Unser fairer Unternehmenswert der Quanmax AG liegt bei EUR 81,6 Mio., was einem Wert pro Aktie von EUR 3,7 entspricht. Der aktuelle Aktienpreis von EUR 2,7 ist somit unter unserem Kursziel und wir erwarten mittelfristig eine Anpassung des Aktienkurses an den Zielkurs. Für die Kalkulation des fairen Wertes haben wir ein DCF Modell herangezogen und dies mit einer Peer Gruppen Analyse kombiniert. Das DCF Modell haben wir zu 70%, die Peer Gruppe zu 30% gewichtet.

- SWOT Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Das Unternehmen wurde erfolgreich strategisch umgebaut, das alte Management wurde ersetzt und der Fokus richtet sich nun auf ertragsreichere Segmente im B2B Bereich. • Mit den B2C Produkten ist das Unternehmen aktuell in Österreich hervorragend positioniert. • Die Quanmax AG verfügt über ein starkes Entwicklungsteam und wird dies ausbauen. Dieses sollte zukünftig dafür sorgen sollte, dass vor allem im B2B Bereich innovative Produkte auf den Markt kommen. 	<ul style="list-style-type: none"> • Aktuell wird der größte Umsatz mit dem Verkauf von Computern generiert. Dieses Segment ist charakterisiert durch einen intensiven Wettbewerb und geringe Margen. • Der Umsatz der Quanmax AG ist von wenigen Großkunden abhängig. • Neuentwicklungen könnten nicht auf Kundeninteresse stoßen.
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Cloud Computing ist eine der großen Wachstumstreiber. Die Quanmax AG wird in Zukunft Lösungen für dieses Segment anbieten. • Expansionspläne ins Ausland sollten zusätzliches Wachstum ermöglichen. • Neue Vertriebswege und eine Intensivierung des Verkaufs über das Internet sollten den Umsatz stärken. 	<ul style="list-style-type: none"> • Die Expansionspläne im nicht deutsch sprachigen Ausland befinden sich immer noch in einem frühen Stadium. • International existiert ein großer und intensiver Wettbewerb. • Die Technologiebranche ist sehr schnelllebig und zwingt zu fortdauernden Neuentwicklungen.

Kurz- und mittelfristige Katalysatoren

- Am 18. November 2010 veröffentlicht das Unternehmen die Ergebnisse zum 3. Quartal 2010.
- Das Unternehmen wird vermehrt auf Kapitalmarktkonferenzen vertreten sein und die Investorengespräche intensivieren. Dies dürfte das Interesse an einer Investition wecken.
- Wir erwarten einen positiven Newsflow im Bezug auf Produktentwicklung und Neukundengewinnung im B2B Bereich.

Bewertung

Wir errechnen einen fairen Unternehmenswert von der Quanmax AG mittels eines Discounted Cash Flow (DCF) Modells und kombinieren dies mit einer Peer Gruppen Analyse.

Es ist uns durchaus bewusst, dass die DCF Methodik einige Risiken beinhaltet, wird der Unternehmenswert doch zu erheblichen Teil vom Terminal Value generiert. Nichtsdestotrotz erachten wir die DCF Methodik als aussagekräftig. Zur Untermauerung der Analyse haben wir zusätzlich eine Sensitivitätsanalyse durchgeführt.

In der Peer Gruppen Analyse haben wir die Quanmax AG mit Unternehmen verglichen, welche ein ähnliches Geschäftsmodell. Zwar sind die Umsätze der Peer Unternehmen weitaus größer als die der Quanmax AG. Nichtsdestotrotz halten wir eine Vergleichbarkeit für legitim.

Bei der Kalkulation der Endbewertung haben wir die Peer Gruppen Bewertung zu 30% und die DCF Bewertung zu 70% gewichtet.

Die Kombination beider Modell ergab für die Quanmax AG ergab einen fairen Unternehmenswert von EUR 81,6 Mio., was einem Preis pro Aktie von EUR 3,7 entspricht. Der aktuelle Aktienpreis steht bei EUR 2,7. Somit erscheint uns die Aktie unterbewertet und wir empfehlen zum Kauf.

DCF Bewertung

Wir verwendeten den Free Cash Flow zum Equity (FCFE), um den DCF Wert des Eigenkapitals der Quanmax AG zu berechnen. Als langfristige Wachstumsrate nahmen wir einen Wert von 2,5% an. Wir verwendeten Kapitalkosten von 12,04%. Unter Verwendung eines DCF Modells ergibt sich für die Quanmax AG ein fairer Unternehmenswert von EUR 92,27 Mio.. Dies entspricht einem Wert pro Aktie von EUR 4,15.

DCF Model

(in EUR Mio)	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Nettoeinkommen	3,62	5,02	8,09	7,99	7,70	7,32	7,83	7,20	
(+) Abschreibungen und Amortisation	1,41	2,14	2,68	3,20	3,42	3,66	3,92	4,11	
(-) Cash flow aus working capital	(4,18)	1,09	1,72	1,07	1,14	1,22	1,31	1,37	
(-) Investitionsaufwand	(6,41)	(5,35)	(4,02)	(3,20)	(3,42)	(3,66)	(3,92)	(4,11)	
(-) Schuldenveränderung	4,57	-	-	-	-	-	-	-	
FCFE	(0,98)	2,91	8,47	9,06	8,84	8,54	9,14	8,57	
FCFE adjustiert	(0,98)	2,91	8,47	9,06	8,84	8,54	9,14	8,57	
PV der FCFE	(0,95)	2,49	6,48	6,19	5,39	4,65	4,44	3,71	
Summe der PV der FCFE - 1. Phase	8,03								
Summe der PV der FCFE - 2. Phase	24,37								
Langfristige Wachstumsrate	2,5%								
Terminal Value	92,08								
PV des Terminal Values	39,92								
PV des FCFE	72,32								
(+) Liquide Mittel	19,95								
	92,27								

Zusammenfassung der DCF (FCFE) Bewertung	Wert	% von Total
PV - 1. Phase	8,03	8,7%
PV - 2. Phase	24,37	26,4%
PV des Terminal Value	39,92	43,3%
Cash	19,95	21,6%
Unternehmenswert	92,27	100,0%

Kapitalkosten	
Kapitalkosten	12,04%
Beta	1,30
Risikoprämie	7,0%
Risikoloser Zinssatz	3,0%

Source: VEM Aktienbank AG

Sensitivitätsanalyse

Unternehmenswert in EUR Mio.						Wert pro Aktie in EUR							
Wachstumsrate	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	Wachstumsrate	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
WACC							WACC						
9,0%	112,768	116,893	121,608	127,048	133,394	140,895	9,0%	5,08	5,27	5,48	5,72	6,01	6,35
9,5%	106,874	110,410	114,417	118,996	124,280	130,444	9,5%	4,81	4,97	5,15	5,36	5,60	5,88
10,0%	101,638	104,691	108,125	112,018	116,466	121,599	10,0%	4,58	4,72	4,87	5,05	5,25	5,48
10,5%	96,955	99,609	102,575	105,911	109,693	114,015	10,5%	4,37	4,49	4,62	4,77	4,94	5,14
11,0%	92,742	95,063	97,642	100,524	103,766	107,441	11,0%	4,18	4,28	4,40	4,53	4,67	4,84
11,5%	88,933	90,973	93,229	95,735	98,535	101,686	11,5%	4,01	4,10	4,20	4,31	4,44	4,58
12,0%	85,472	87,275	89,258	91,450	93,886	96,608	12,0%	3,85	3,93	4,02	4,12	4,23	4,35
12,5%	82,313	83,914	85,666	87,594	89,725	92,092	12,5%	3,71	3,78	3,86	3,95	4,04	4,15
13,0%	79,420	80,846	82,402	84,106	85,980	88,051	13,0%	3,58	3,64	3,71	3,79	3,87	3,97
13,5%	76,760	78,036	79,422	80,935	82,591	84,414	13,5%	3,46	3,52	3,58	3,65	3,72	3,80
14,0%	74,306	75,451	76,692	78,040	79,511	81,122	14,0%	3,35	3,40	3,45	3,52	3,58	3,65
14,5%	72,036	73,067	74,180	75,387	76,698	78,129	14,5%	3,24	3,29	3,34	3,40	3,45	3,52

Peer Gruppen Vergleich

In die Peer Gruppe haben wir sechs Unternehmen mit einbezogen; vier Computer Hardware Unternehmen und zwei aus dem Bereich Sicherheitssoftware. Die Kombination aus beiden Bereichen macht für uns Sinn, weil die Quanmax AG Produkte in beiden Bereiche anbietet, aber immer noch mehr Umsatz im B2C als im B2B Bereich erzielt wird.

Als Bewertungskennzahlen verwendeten wir das Kurs/Gewinnverhältnis sowie den Enterprise Value im Verhältnis zum EBITDA. Auf Basis der Peer Gruppen Analyse ergab sich für die Quanmax AG ein fairer Unternehmenswert von EUR 59,3 Mio., dies entspricht einem Preis pro Aktie von EUR 2,67.

Operative Geschäftsentwicklung vergleichbarer Unternehmen

Unternehmen	Land	Umsatzwachstum			EPS Wachstum			EBIT Margen				EBITDA Margen			
		2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2008	2009	2010E	2011E	2008	2009	2010E	2011E
Medion	D	-12,2%	8,9%	6,5%	-43,9%	53,1%	26,5%	2,1%	1,3%	1,9%	2,5%	2,5%	1,7%	2,2%	2,2%
Dell	USA	-13,4%	11,7%	6,0%	-24,5%	16,2%	17,2%	5,9%	5,6%	5,6%	7,4%	7,1%	6,8%	7,0%	6,1%
Acer	TAW	1,3%	24,1%	16,1%	-3,3%	38,8%	24,6%	2,5%	2,6%	3,0%	3,4%	2,7%	3,0%	3,2%	3,2%
Ausstek	TAW	-19,2%	-5,8%	11,7%	-33,0%	66,4%	13,3%	2,2%	2,6%	4,0%	5,5%	3,2%	4,3%	5,7%	4,1%
Checkpoint Systems	USA	-16,3%	11,0%	6,7%	-34,2%	46,8%	22,1%	7,1%	5,8%	7,6%	12,4%	9,8%	9,6%	11,8%	8,4%
Secunet	D	24,3%	3,1%	9,1%	69,2%	-4,5%	33,3%	3,9%	5,9%	6,3%	8,8%	5,9%	7,7%	8,1%	8,1%

Source: Reuters, Consensus Schätzungen

Bewertungen vergleichbarer Unternehmen

	Land	2010E						2011E					
		P/Umsatz	P/Gewinn	P/EBITDA	EV/EBITDA	P/EBIT	EV/EBIT	P/Sales	P/E	P/EBITDA	EV/EBITDA	P/EBIT	EV/EBIT
Medion	D	0,3	20,6	13,4	6,5	15,7	7,6	0,28	16,3	10,8	5,2	12,3	5,9
Dell	USA	0,5	12,3	7,1	5,4	8,8	6,7	0,47	10,5	6,3	4,9	7,7	5,9
Acer	TAW	0,3	12,3	8,7	11,8	9,5	12,9	0,24	9,9	7,1	9,6	7,6	10,3
Ausstek	TAW	0,4	10,9	6,5	5,3	9,1	7,4	0,33	9,6	5,9	4,8	8,0	6,5
Checkpoint Systems	USA	0,8	16,1	7,1	6,8	11,1	10,7	0,78	13,1	6,3	6,1	9,3	9,0
Secunet	D	1,1	27,7	14,1	12,0	18,2	15,5	1,05	20,8	11,9	10,1	12,8	10,9
Durchschnitt		0,6	16,6	9,5	8,0	12,1	10,1	0,5	13,4	8,1	6,8	9,6	8,1
Median		0,4	14,2	7,9	6,7	10,3	9,1	0,4	11,8	6,7	5,7	8,6	7,7

Source: Reuters

Profil: Bewegte Geschichte – Rosige Zukunft

Die Quanmax AG mit Sitz in Linz/ Österreich und aktuell 153 Mitarbeitern hat eine bewegte Geschichte hinter sich. Das Unternehmen wurde 1990 unter dem Namen S plus S GmbH gegründet, mit dem Ziel Notebooks in Europa zu vermarkten. 2001 wurde die S plus S zur GERICOM AG umfirmiert und ging an die Börse. Nach anfänglichen Höheflügen bekam das Unternehmen zunehmend Probleme, dies vor allem wegen eines hohen Wettbewerbsdrucks kombiniert mit sinkenden Gewinnmargen und Unstimmigkeiten im Management.

Das Jahr 2008 brachte die Wende. Im Mai 2008 wurde die ebenfalls Linzer Firma chilliGreen GmbH eine 100%ige Tochter der Quanmax. Die Quanmax Inc. wurde Mehrheitsaktionär der GERICOM AG. Die GERICOM AG wurde in die Quanmax AG umbenannt, der Gründer H. Oberlehner zog sich aus dem Unternehmen zurück und das Management wurde neu besetzt.

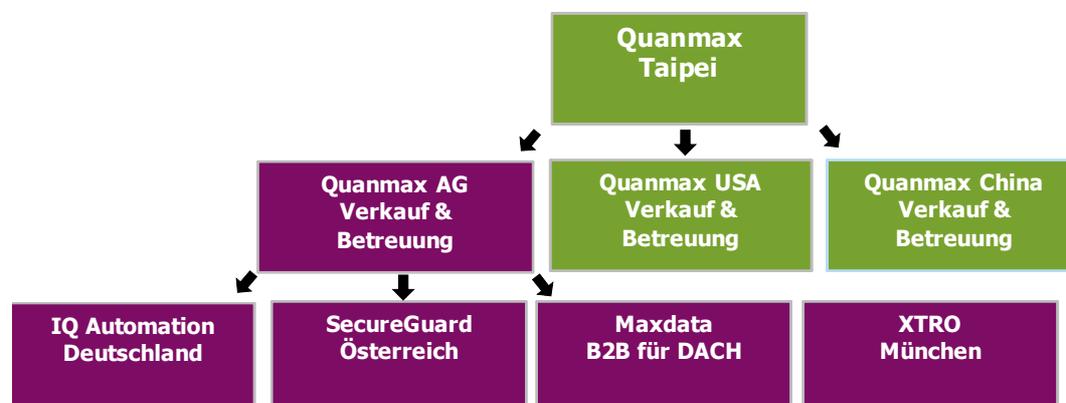
Heute vertreibt das Unternehmen Technologieprodukte unter Marken wie chilliGreen, MAXDATA, Proworx SecureGUARD und Q für den B2C und den B2B Bereich. Das Unternehmen befindet sich im Wandel und wird zum Technologieunternehmen umgebaut. Der B2B Bereich wird zunehmend an Bedeutung gewinnen.

Nach jahrelangen Verlusten war man im Geschäftsjahr 2009 endlich wieder erfolgreich. Die Quanmax AG verzeichnete einen Umsatz von EUR 59,9 Mio. und ein Konzernergebnis von EUR 3,25 Mio.. Und auch im ersten Halbjahr 2010 konnte man ein Umsatzwachstum von 17% auf EUR 32,7 Mio. verzeichnen.

Die Quanmax AG ist eine 67%ige Tochter der Taiwanesischen Quanmax Inc.. Diese ist wiederum zu 19% in den Händen der Quanta Computer Inc., dem größten Notebookproduzenten der Welt.

Zu den Tochterunternehmen der Quanmax AG gehören die in Eching bei München angesiedelte IQ Automation, das Sicherheitsunternehmen SecureGuard, welches in Linz/Österreich seinen Hauptsitz hat und die deutsche Maxdata mit Hauptsitz in Marl (seit Ende 2008). Im Juli 2010 kam das Münchner Unternehmen XTRO dazu.

Die aktuelle Unternehmensstruktur der Quanmax AG

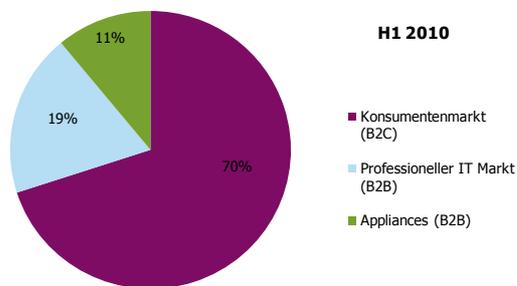


Source: Quanmax AG

Das aktuelle Geschäftsmodell

Das Geschäftsmodell der Quanmax AG beruht auf 3 Säulen: Den Konsumentenmarkt (B2C), den professionellen IT Markt (B2B) und Appliances Markt (ebenfalls B2B). Mit aktuell 70% am Gesamtumsatz ist der Konsumentenmarkt (B2C) zwar immer noch das größte Segment, allerdings nimmt der Anteil immer mehr ab. Ende 2009 betrug dieser noch 90%. Der B2B Bereich gewinnt an immer größerer Bedeutung. Dies wird vom Management bewusst so gesteuert

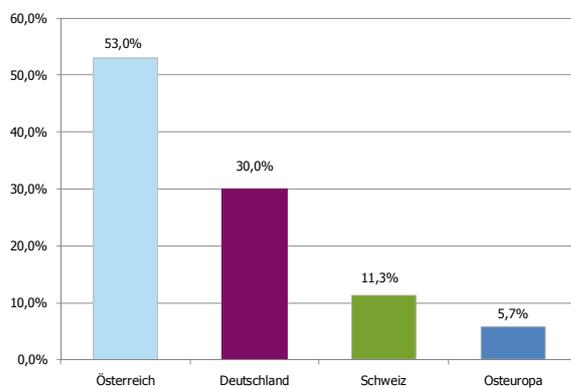
Anteile der Segmente am Gesamtumsatz



Source: Quanmax A

Aktuell werden 53% des Gesamtumsatzes der Quanmax AG im Heimmarkt Österreich erzielt. Ende 2009 waren dies noch 80%. Zweitwichtigster Markt ist Deutschland, gefolgt von der Schweiz. Das stärkste Umsatzwachstum verzeichnet man in Deutschland.

Regionale Verteilung des Umsatzes (H1 2010)



Source: Quanmax A

Die Hauptgeschäftsbereiche

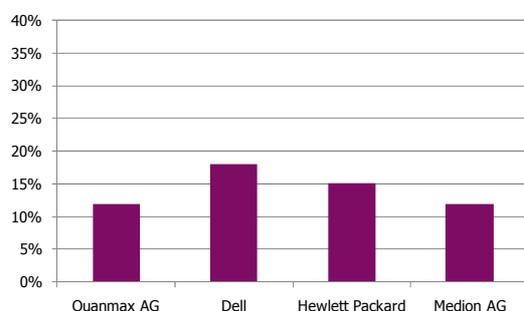
Konsumentenmarkt

Unter den Marken chiliGreen, GERICOM und Proworx vertreibt das Unternehmen hauptsächlich PCs, Notebooks und Zubehör an den Endverbraucher. Im Geschäftsjahr 2009 wurden 59% des Umsatzes mit Notebooks erzielt, 16% mit Desktops und 25% mit Zubehör. Der Anteil von Zubehör sollte sich in den nächsten Jahren erhöhen.

Langfristige Verträge mit Microsoft, Intel und anderen renommierten Unternehmen garantieren eine hohe Qualität der Produkte. Die Quanmax AG gehört zu einem der Marktführer in Österreich und rangiert mit ca. 10% Marktanteil an dritter Stelle.

Der Markt ist allerdings hart umkämpft und der Wettbewerb ist sehr kompetitiv. Dies hat zur Konsequenz, dass das Unternehmen aktuell nur eine geringe Bruttomarge von ca. 12% erzielt. Diese liegt im Vergleich zu Konkurrenzunternehmen aktuell am unteren Ende. Wir rechnen mittelfristig mit einer leichten Margenexpansion auf Grund eines besseren Produktmixes.

Bruttomarge 2009 im Konkurrenzvergleich



Source: Reuters

Der Großteil des Umsatzes wird dabei mit wenigen Hauptkunden erzielt. Diese sind Aldi (Einzelhandel Österreich und Osteuropa), Mobilcom (Telekommunikation „A1“), Media Saturn (Elektrohandel Österreich) und Libro (Einzelhandel Österreich). In Zukunft plant das Unternehmen sein Vertriebsnetz zu erweitern (siehe Kapitel Werttreiber)

Professioneller IT Markt (B2B)

Das aktuell zweitgrößte Segment der Quanmax AG ist der Bereich „Professioneller IT Markt“. Hier konzentriert man sich ausschließlich auf den B2B (Business to Business) Bereich. Im ersten Halbjahr 2010 wurden damit EUR 6,54 Mio. umgesetzt. Im Gesamtjahr 2009 waren es noch EUR 4,8 Mio., also eine satte Steigerung. Zielkunden sind kleine bis mittelgroße Unternehmen, die IT technisch unterversorgt sind und von großen IT Unternehmen (wie zum Beispiel IBM) nicht betreut werden.

Für die Betreuung der Bestands- wie auch Neukunden setzt die Quanmax AG das Unternehmen Maxdata mit Sitz in Marl/Deutschland ein. Maxdata hat Zugang zu circa 4500 Wiederverkäufern. 3000 davon sind in Deutschland, 1000 in Österreich und 500 in der Schweiz. Diese betreuen dann direkt die kleinen bis mittelgroßen Unternehmen.

Es werden hauptsächlich Server und Desktop PCs zur professionellen Anwendung vertrieben. Diese werden von der taiwanesischen Quanta produziert. PCs werden schon ab einer Losgröße von einem Stück angeboten. Die Bruttomarge beträgt hier aktuell circa 22%.

Wir glauben, dass in diesem Bereich in Zukunft hohe Wachstumsraten erzielt werden können (siehe Kapitel Werttreiber).

Appliances

Der dritte Bereich ist der mit Abstand kleinste aber auch der jüngste. Mit Appliances konnte das Unternehmen im ersten Halbjahr 2010 schon EUR 3,6 Mio. erzielen. Geschäftsjahr 2009 waren dies noch EUR 1,0 Mio.. Die Wachstumsmöglichkeiten sind also überproportional hoch. Mit der Tochter SecureGUARD mit Sitz in Linz/Österreich werden hochwertige integrierte Sicherheitslösungen für Unternehmen vertrieben. Das kürzlich erworbene Münchener Unternehmen XTRO wird ebenfalls Appliances entwickeln und vertreiben.

Die Quanmax AG bietet eine breite Palette an Sicherheitshardware an. Die Produkte sorgen dafür, dass Unternehmensdaten und Inhalte geschützt werden. Dabei kooperiert das Unternehmen mit unter anderem Microsoft. Auch hier rechnen wir zukünftig mit hohen Wachstumsraten (siehe Kapitel Werttreiber).

Management

Das Managementteam wurde im Jahre 2008 neu zusammengesetzt. Grund für die Umstrukturierung war vor allem die Erfolglosigkeit des alten Managements. Wir sind uns sicher, dass das neue Management in der Lage sein wird, die neuen Visionen umzusetzen. Erste Erfolge konnten, wie erwähnt, schon im letzten Geschäftsjahr und im ersten Halbjahr 2010 erzielt werden.

Eine wichtige Figur ist unserer Meinung nach Hannes Niederhauser, der als Aufsichtsratsvorsitzender der Quanmax AG fungiert. Er ist der Visionär der neuen Quanmax AG. Herr Niederhauser ist ein sehr erfahrener Mann im IT Bereich. Er hat 1998 die deutsche Kontron AG gegründet und diese äußerst erfolgreich etabliert. Er besitzt eine 18 jährige Erfahrung im IT Markt.

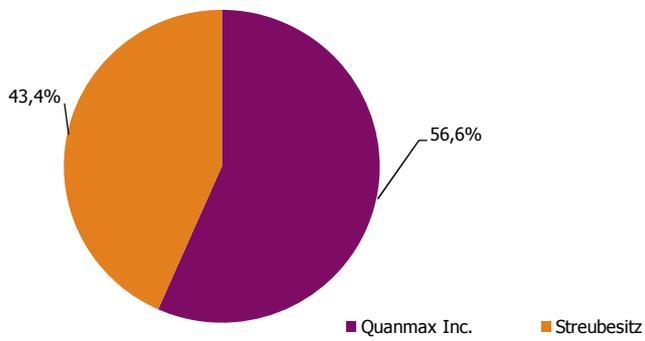
Ebenfalls im Aufsichtsrat sitzt Herr Professor Bruno Buchberger. Er ist Leiter des Technologieparks Hagenberg und garantiert somit den Zugriff auf ein Pool von Forschern und Entwicklern.

Operativ sind es vor allem Michael Jeske als CEO und seit Mai 2010 Helmut Otto als CTO, die ein erfahrenes Managementteam bilden.

Aktionärsstruktur

Die Quanmax AG ist zu 56,6% in den Händen der taiwanesischen Quanmax Inc., ein gelistetes IT Unternehmen, welches zu 19% der taiwanesischen Quanta und zu 40% dem Quanmac Inc. Management gehört. Quanta wurde 1988 gegründet und ist der weltweit größte Notebook Computer ODM (Original Design Manufacturer). 43,4% der Quanmax AG befinden sich im Streubesitz.

Aktuelle Aktionärsstruktur



Source: Quanmax AG

Die Wachstumstreiber

Fokus auf B2B

Das Unternehmen hat erkannt, dass der Fokus auf das Konsumentengeschäft (B2C) mittel- bis langfristig nicht erfolgreich sein wird. In diesem Bereich ist der Wettbewerb zu hart, der Preisdruck zu groß und die Margen sind dementsprechend gering.

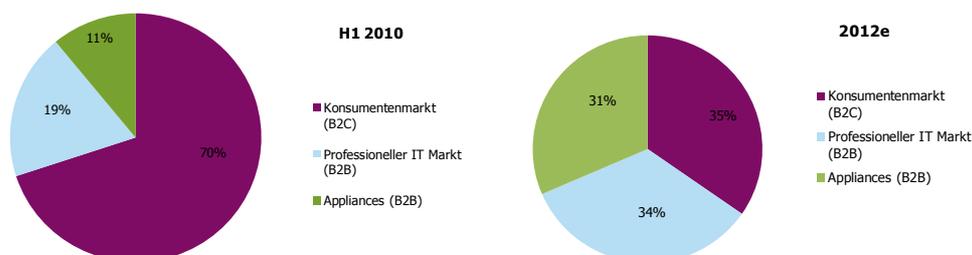
Überproportional hohes Wachstum wird aber im Bereich B2B (Business to Business) erzielt werden können. Die Gartner Gruppe erwartet, dass in 2010 Geschäftskunden weltweit USD 2,4 Billionen für Informationstechnik ausgeben werden; Tendenz steigend und zwar im unteren zweistelligen Bereich.

Im IT Sicherheitsmarkt rechnen die Analysten der Agentur Booz & Company allein bei deutschen Unternehmen bis zum Jahr 2012 mit einem Umsatz von EUR 54 Mrd., was einer jährlichen Wachstumsrate von 13,4% entspricht. Dies sind weit höhere Wachstumsraten als im B2C Bereich. Somit ist es nicht verwunderlich, dass die Quanmax AG plant, ihren B2B Bereich deutlich auszubauen und sich auf diesen lukrativen Markt zu konzentrieren. Das Unternehmen hat aktuell 45 Mitarbeiter im Bereich Produktentwicklung, 2009 waren dies noch 9. Wir glauben, dass in Zukunft viele interessante und vor allem ertragsreiche, neue Quanmax AG Produkte auf den Markt kommen.

Wir gehen davon aus, dass kurz- bis mittelfristig vermehrt kleine bis mittelgroße Unternehmen ihre IT Infrastruktur so umstellen, dass entweder eigene Server eingesetzt oder auf das Cloud Computing (siehe nächstes Kapitel) zurückgegriffen wird. Hierfür bietet die Quanmax AG interessante und vielversprechende Lösungen an (vor allem im Bereich Sicherheit) und hat durch die Kooperation mit der Maxdata genügend Kapazitäten, um neue Kunden zu gewinnen.

Wir glauben, dass bis 2012 der Anteil des B2B Segments an den Gesamtumsätzen der Quanmax AG von aktuell 30% auf 65% ansteigen wird. Dies dürfte zudem zur Folge haben, dass die Quanmax AG in den nächsten Jahren ihre Gewinnmargen deutlich steigern wird.

Aktuelle und zukünftige Umsatzverteilung nach Segmenten in %



Source: Quanmax AG, VEM Aktienbank AG

Cloud Computing als Wachstumstreiber

Wir glauben, dass Cloud Computing einer der zukünftigen Wachstumstreiber für die Quanmax AG sein wird. Unter Cloud Computing versteht man die „On-Demand“-Infrastruktur (Rechner, Speicher, Netze) und „On-Demand“-Software (Betriebssysteme, Anwendungen, Middleware, Management- und Entwicklungs-Tools), welche jeweils dynamisch an die Erfordernisse von Geschäftsprozessen angepasst werden und von Unternehmen bei Bedarf verwendet werden. Folgende Themenbereiche werden dabei berücksichtigt:

Software as a Service:	Bereitstellung von Software über das Internet
Infrastructure as a Service:	Bereitstellung von Infrastruktur über das Internet (z.B. Archivierung und Backup)
Plattform as a Service:	Bereitstellung einer kompletten IT Plattform

Die Vorteile von Cloud Computing liegen auf der Hand. Der Service ist günstig, kann schnell, leicht angewendet und integriert werden. Der Kunde bezahlt nur bei Benutzung des jeweiligen Services plus der Service ist enorm skalierbar.

Unabhängige Berater wie Forrester Research oder die Gartner Gruppe gehen davon aus, dass die Nachfrage nach Cloud Computing in den nächsten Jahren um jährlich mehr als 50% wachsen wird.

Die Quanmax AG hat das enorme Potenzial des Cloud Computings erkannt und investiert kräftig in die Entwicklung von Appliances und Produkten für dieses Segment. Software via der "Cloud" erfordert ein hohes Maß an Sicherheit. Die Quanmax AG bietet Sicherheitssoftware für kleine bis mittelgroße Unternehmen zusammen mit dem Partner Microsoft an. Zudem arbeitet die Quanmax AG an ultramobilen Netbooks und Nettops, da aufgrund des Trends zum Clouding "schwere" Computer nicht mehr benötigt werden. Zu guter Letzt wird die Quanmax AG Appliances anbieten, die das Nutzen von Clouding erleichtern.

Im März 2010 hat die Quanmax AG eine Zusammenarbeit mit dem bekannten Softwarepark in Hagenberg/Österreich bekanntgegeben. Der Softwarepark ist eine der erfolgreichsten und renommiertesten Technologieparks Österreichs. Hier wird man an Appliances für Cloud Computing arbeiten. Wir finden diesen Ansatz der Kooperation ideal, zukunftsweisend und erfolgsversprechend. Denn Hagenberg gilt als eines der führenden Zentren für Cloud Computing. Zudem hat Quanmax AG die Möglichkeit viele MBA und Doktoranten aus der nahegelegenen Uni einzustellen, welche zu äußerst günstigen Konditionen angestellt werden können.

Zunehmende Internationalisierung

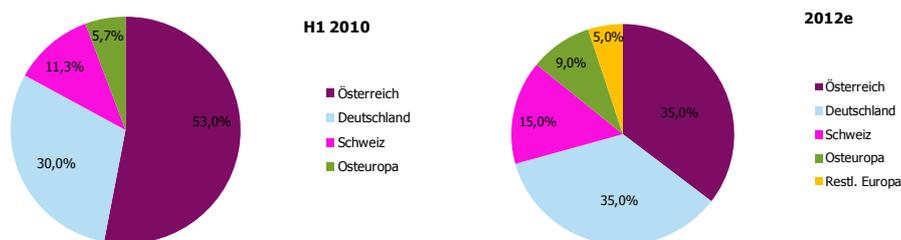
2009 hat das Unternehmen noch einen Großteil des Umsatzes in Österreich erwirtschaftet. 80% fielen auf den Heimmarkt. Dies hat sich im ersten Halbjahr 2010 schon deutlich geändert. Der Umsatzanteil aus der Region Österreich betrug nur noch 53%. Wir glauben, dass dies sich in den nächsten Jahren zu Gunsten Deutschlands, der Schweiz und Osteuropa nochmal verändern wird. Der österreichische Markt im Bereich B2C scheint mehr oder weniger gesättigt, der Preisdruck ist enorm und die Margen gering. In Osteuropa dagegen herrscht noch

Wachstumspotenzial. Hier rechnen wir mit überproportional hohen Zuwachsraten für die Quanmax AG. Das Unternehmen plant dort die Vertriebsanstrengungen zu intensivieren, dies auch via dem Internet mit Online Shops.

Generell wird aber hauptsächlich der Fokus auf das B2B Geschäft dafür sorgen, dass es zu regionalen Verschiebungen kommt. Der Zielkundenstamm ist in Deutschland und anderen Regionen sehr hoch und dies sollte dafür sorgen, dass vor allem dort ein überproportional hohes Wachstum erzielt werden kann.

Konsequenterweise gehen wir davon aus, dass sich bis 2012 der Umsatzanteil Österreichs von aktuell 53% auf 35% reduziert. Der Umsatzanteil aus Deutschland sollte auf 35% gesteigert werden können. Die restlichen Veränderungsdaten können dem nachfolgenden Kuchendiagramm entnommen werden.

Aktuelle und zukünftige regionale Verteilung der Umsätze (H1 2010 versus 2012) in %



Source: Quanmax AG, VEM Aktienbank AG

Zukauf von attraktiven Unternehmen

Die Expansionsstrategie der Quanmax AG wird zudem durch eine wohl überlegte Akquisitionsstrategie vorangetrieben. Verstärken wird man sich wohl im Bereich B2B/Appliances, auch um so das Ziel einer Margenerhöhung schnellstmöglich zu erreichen.

Am 9. Juli 2010 erwarb die Quanmax AG das Münchner Unternehmen XTRO IT Solutions GmbH. Das Unternehmen ist ein IT Anbieter, das sich erfolgreich auf Sicherheitslösungen spezialisiert. Das Unternehmen verfügt über eine mehr als 10 jährige Erfahrung und hat ein attraktives Kundenportfolio.

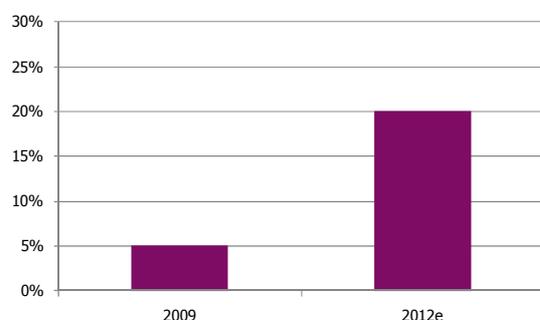
XTRO IT hat mit allen Markt- sowie Technologieführern Partnerschaften geschlossen und ist somit in der Lage eine optimale Produktpalette anzubieten. Zudem verfügt das Unternehmen über eine Expertise im Bereich Cloud Computing. Für 2011 erwartet die XTRO einen Umsatz von EUR 5 Mio. und einen Nettogewinn von EUR 0,5 Mio.

Erworben wurde das Unternehmen gegen die Ausgabe von 2 Mio. Quanmax AG Aktien. Damit das XTRO Management dem Unternehmen loyal bleibt, sind 800 000 Aktien bis Januar 2012 gelockt. Aufgrund der hohen Profitabilität des Unternehmens, die Nettogewinnmarge beträgt 10%, sollte es zu keiner Verwässerung kommen.

Neue Produkte im B2C Segment und verbesserte Vertriebswege

Bis heute werden im B2C Segment die Produkte hauptsächlich auf klassischem Weg verkauft. Über das Internet wurde im Geschäftsjahr 2009 nur ca. 5% des Gesamtumsatzes vertrieben. Dies sollte sich in den nächsten Jahren ändern. Die Quanmax AG unternimmt erhebliche Anstrengungen, um den Online Umsatz zu forcieren. Dies sollte zur Folge haben, dass die Online Umsätze in den nächsten Jahren einen erheblichen Anteil am gesamten B2C Umsatz der Quanmax AG ausmachen dürften. Wir gehen davon aus, dass bis 2012 der Anteil der Online Umsätze auf 20% ansteigen dürfte und somit zu einer verbesserten Margensituation führen.

Entwicklung der B2C Online Umsätze relativ zum Gesamtumsatz in %



Source: Quanmax AG; VEM Aktienbank

Für einen zusätzlichen Wachstumsschub sollten Neuentwicklungen der Quanmax AG führen. Konstante Veränderungen im Technologiebereich zwingen ohnehin dazu, schnell neue und innovative Produkte auf den Markt zu bringen. So hat das Unternehmen 2009 einen stromsparenden Nano PC mit 0,7 Liter vorgestellt. Weitere Produkte dürften folgen. 2010 rechnen wir mit dem Vertrieb eines innovativen und neuen Media Box Servers. Das Unternehmen hat zusätzlich Zugriff auf eine Hardware Design Center in Taiwan, wo erfahrene und kostengünstige Hardware Ingenieure an der Entwicklung neuer Produkte arbeiten.

Zudem glauben wir, dass die Herstellungskosten für Hardware noch erheblich reduziert werden können. Die Quanmax AG hat mit der taiwanesischen Quinta dafür einen perfekten Partner.

Finanzen

Trendwende in 2009 geschafft

2009 war für die Quanmax AG ein erfolgreiches Jahr und wir glauben, dass damit die operative Trendwende eingeläutet wurde. Aufgrund einer erheblichen Restrukturierung und Neupositionierung durch die Zusammenführung des operativen chilliGREEN- und Gericomgeschäftes ist es dem Unternehmen gelungen, einen Umsatz von EUR 60 Mio. zu erzielen (+112% im Vergleich zum Vorjahr). Noch viel erstaunlicher und beeindruckender war die Tatsache, dass die Quanmax AG mit EUR 3,25 Mio. nach jahrelangen Verlusten wieder einen Gewinn erzielen konnte. Erreicht wurde dies durch die konsequente Umsetzung von Kostensenkungsmaßnahmen und den erfolgreichen Ausstieg aus dem verlustreichen TV Geschäft.

Quanmax AG auch im ersten Halbjahr 2010 erfolgreich

Das erste Halbjahr 2010 hat positiv überrascht und zwar hauptsächlich auf der Umsatzseite. Das Unternehmen erzielte ein Umsatzwachstum von 17% und erwirtschaftete EUR 32,7 Mio.. Dafür verantwortlich waren die B2B Segmente. Der Plan, sich auf die B2B Bereiche zu konzentrieren und da stark zu wachsen, scheint also aufzugehen. Der operative Erfolg der 2009 eingesetzt hat setzt sich fort. Die Bruttomarge konnte auf 25,6% erhöht werden. Ende 2009 betrug diese noch 18,4%. Auch hier wird ersichtlich, dass sich der Trend zu Produkten mit höheren Margen fortsetzt.

Beim Reingewinn verzeichnete man allerdings einen Margenrückgang: Im ersten Halbjahr 2010 betrug die Nettomarge 5,2%. In 2009 lag diese bei 5,4%. Allerdings hat die Quanmax AG stark in neue Mitarbeiter vor allem im Bereich „Research & Development“ investiert. Dies ging logischerweise erst einmal auf Kosten der Gewinnentwicklung. Denn die Fokussierung auf den B2B Bereich erfordern eine hohe Innovationskraft und die Entwicklung neuer Produkte und Appliances. Dies ist nur mit dem Einsatz von erfahrenen und kreativen Technologieexperten möglich.

Der Cashbestand betrug am 30.6.2010 EUR 18,0 Mio., Ende 2009 waren es noch EUR 15,8 Mio.; ebenfalls sehr zufriedenstellend.

Bis 2012 höhere Margen und starkes Umsatzwachstum erwartet

Für das Geschäftsjahr 2010 rechnen wir mit einem Gesamtumsatz von EUR 68,95 Mio., was einem Wachstum von 14,8 % entspricht. Zwar gehen wir davon aus, dass der Bereich B2C sich aufgrund der hohen Wettbewerbsintensität und dem Fokus auf das B2B Geschäft negativ entwickelt (EUR 41,6 Mio. (-23%)), dies wird aber durch die positive Entwicklung der beiden anderen Bereiche mehr als überkompensiert. Für den IT Markt (B2B) erwarten wir einen Umsatz von EUR 19,2 Mio. (+300%) und für den Appliances Markt (B2B) einen Umsatz von EUR 8,0 Mio. (+700%). Für 2011 gehen wir von einem Gesamtumsatz von EUR 82,7 Mio. aus (+20,0%), neue Produkte im B2B Segment dürften für ein überproportionales Umsatzwachstum sorgen. Für 2012 rechnen wir mit

einem Umsatz von EUR 99,5 Mio. (+20,3%). Auch in diesem Jahr sollten die Bereiche IT Markt (B2B) und Appliances (B2B) einen überproportional starken Wachstumsbeitrag leisten.

Umsatzentwicklung nach Geschäftszweig

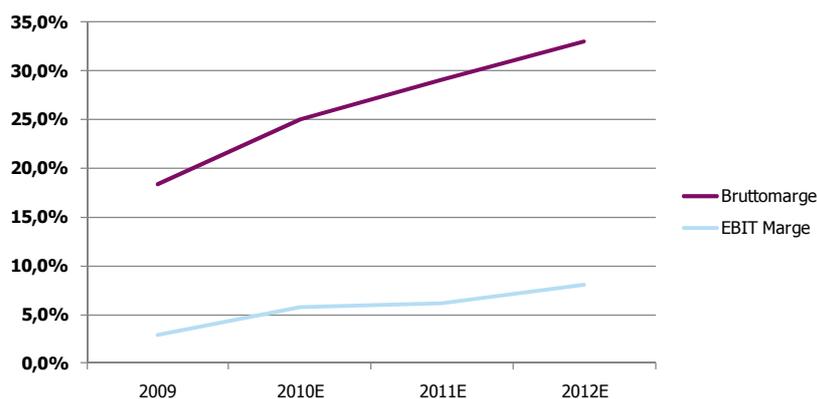
in EUR Mio.	2008	2009	2010E	2011E	2012E
B2C	28,3	54,0	41,6	38,3	34,4
<i>Wachstum</i>		<i>91,0%</i>	<i>-23,0%</i>	<i>-8,0%</i>	<i>-10,0%</i>
IT Markt (B2B)	0,0	4,8	19,2	25,9	33,7
<i>Wachstum</i>			<i>300,0%</i>	<i>35,0%</i>	<i>30,0%</i>
Appliances (B2B)	0,0	1,0	8,0	18,4	31,3
<i>Wachstum</i>			<i>700,0%</i>	<i>130,0%</i>	<i>70,0%</i>
Sonstiges	4,8	0,2	0,2	0,2	0,2
<i>Wachstum</i>		<i>-96%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>

Source: Quanmax AG, VEM Aktienbank

Die Gewinnsituation dürfte sich in den nächsten Jahren ebenfalls deutlich verbessern. Für 2010 rechnen wir mit einem operativen Gewinn von EUR 3,97 Mio., was einer EBIT Marge von 5,82% entspricht. Die Bruttomarge sollte sich von 18,4% in 2009 auf 25% in 2010 verbessern. Der Reingewinn dürfte EUR 3,62 Mio. betragen.

Bis 2012 rechnen wir mit einer zusätzlichen Margenexpansion. Die Bruttomarge sollte 2012 33% betragen. Wir rechnen mit einer EBIT Marge von 8,1%.

Margenentwicklung in %



Source: Quanmax AG, VEM Aktienbank

Die Cashsituation des Unternehmens ist sehr zufriedenstellend. Wir erwarten für Ende 2010 Nettobarmittel von EUR 19,95 Mio.; dies unter der Voraussetzung, dass keine Akquisition bis dahin getätigt wird.

Anhang - Finanzberichte

Gewinn- und Verlustrechnung

(in EUR Mio.)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatzerlöse	28,270	59,866	68,952	82,746	99,576
Wachstum in %		111,8%	15,2%	20,0%	20,3%
Sonstiges	4,814	0,172	0,000	0,000	0,000
Total	33,084	60,038	68,952	82,746	99,576
Wachstum in %		81,5%	14,8%	20,0%	20,3%
Materialaufwand in % des Umsatzes	-27,520 83,2%	-49,019 81,6%	-51,714 75,0%	-58,749 71,0%	-66,716 67,0%
Rohergebnis	5,564	11,019	17,238	23,996	32,860
Bruttomarge	19,7%	18,4%	25,0%	29,0%	33,0%
Personalaufwand in % des Umsatzes	-1,620 5,7%	-3,962 6,6%	-6,339 9,2%	-10,143 12,3%	-14,200 14,3%
sonstige Aufwendungen in % des Umsatzes	-11,642 41,2%	-4,517 7,5%	-5,516 8,0%	-6,620 8,0%	-7,966 8,0%
EBITDA	-7,698	2,540	5,383	7,234	10,694
EBITDA Marge		4,2%	7,8%	8,7%	10,7%
Abschreibungen	0,333	0,771	1,411	2,139	2,678
EBIT	-8,031	1,769	3,972	5,095	8,016
EBIT Marge		3,0%	5,8%	6,2%	8,1%
Finanzergebnis	-0,087	-0,416	-0,348	-0,074	0,075
Ergebnis vor Ertragsteuern	-8,118	1,353	3,624	5,021	8,091
		2,3%	5,3%	6,1%	8,1%
Steuern vom Ertrag	0,110	1,888	0,000	0,000	0,000
Ergebnis aus fortzuführenden Geschäftsbereichen	-8,008	3,241	3,624	5,021	8,091
Nettomarge		5,4%	5,3%	6,1%	8,1%
Gewinn pro Aktie	-0,400	0,162	0,163	0,226	0,364
Anzahl der Aktien in Mio.	20,000	20,000	22,200	22,200	22,200

Source: Quanmax AG, VEM Aktienbank AG

Bilanz

(in EUR Mio)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
AKTIVA					
Sachanlagen	2,1790	2,2130	2,1808	6,8009	9,4575
Immaterielle Vermögenswerte	1,9640	10,1000	21,1777	19,7658	18,4481
Finanzanlagen	4,0000	-	-	-	-
Sonstiges		1,6820	1,6820	1,6820	1,6820
Anlagevermögen	8,1430	13,9950	25,0405	28,2487	29,5876
Vorräte	2,5580	5,4450	5,6673	6,4383	7,3114
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,6700	3,0910	7,5564	6,8010	5,4562
Sonstige Forderungsgegenstände	3,3360	0,8240	0,8240	0,8240	0,8240
Liquide Mittel	10,5070	15,7750	19,9541	22,8597	31,3308
Umlaufvermögen	20,0710	25,1350	34,0018	36,9230	44,9223
TOTAL	28,2140	39,1300	59,0423	65,1716	74,5100
PASSIVA					
Eigenkapital	6,8920	18,1470	32,9849	38,0061	46,0973
Gezeichnetes Kapital	10,9000	13,7350	22,2000	22,2000	22,2000
Kapitalrücklage	33,0760	5,3310	8,0800	8,0800	8,0800
Minderheitenanteile		-	-	-	-
Ergebnisvortrag	- 37,0840	- 0,9190	2,7049	7,7261	15,8173
Rückstellungen					
Sonstige Rückstellungen	7,4880	2,1890	2,4079	2,6487	2,9136
Verbindlichkeiten					
Langfr. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	2,8110	6,5240	11,0908	11,0908	11,0908
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	4,4130	6,0870	6,3757	7,2431	8,2253
		-	-	-	-
Sonstige kurzfr. Verbindlichkeiten	6,6100	6,1830	6,1830	6,1830	6,1830
TOTAL	28,2140	39,1300	59,0423	65,1716	74,5100

Source: Quanmax AG AG, VEM Aktienbank AG

Kapitalflussrechnung

(in EUR Mio.)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Konzernergebnis			3,6239	5,0212	8,0913
Abschreibungen auf immaterielles Vermögen und Sachanlagen			1,4110	2,1388	2,6779
Veränderung der Rückstellungen			0,2189	0,2408	0,2649
Veränderung der Forderungen und anderer Aktiva			-4,6877	-0,0156	0,4717
Veränderung der Verbindlichkeiten und anderer Passiva			0,2887	0,8674	0,9822
Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit	-4,0930	1,1040	0,8548	8,2525	12,4879
Auszahlungen für Investitionen in immaterielles Vermögen und Sachanlagen			-6,4055	-5,3470	-4,0168
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	1,1320	0,2420	-6,4055	-5,3470	-4,0168
Einzahlungen von Gesellschaftern (Kapitalerhöhung)		0,0000	5,1630	0,0000	0,0000
Ausschüttungen an Gesellschafter (Dividenden)		0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Veränderung der Bankverbindlichkeiten		3,5240	4,5668	0,0000	0,0000
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	0,0000	6,7330	9,7298	0,0000	0,0000
Zahlungswirksame Veränderungen der liquiden Mittel	-2,9610	8,0790	4,1791	2,9055	8,4711
Liquide Mittel am Anfang der Periode	10,6570	7,6960	15,7750	19,9541	22,8597
Liquide Mittel am Ende der Periode	7,6960	15,7750	19,9541	22,8597	31,3308

Source: Quanmax AG, VEM Aktienbank AG

Kennzahlen

	2010E	2011E
Wachstum		
Umsatz	15,2%	20,0%
EBITDA	111,9%	34,4%
EBIT	124,5%	28,3%
EBT	167,8%	38,6%
Nettoeinkommen	11,8%	38,6%
Margen		
Bruttomarge	25,0%	29,0%
EBITDA Marge	7,8%	8,7%
EBIT Marge	5,8%	6,2%
EBT Marge	5,3%	6,1%
Nettomarge	5,3%	6,1%
Bilanzkennzahlen		
ROE	11,0%	13,2%
ROIC	7,2%	8,9%
ROCE	10,2%	12,0%
Verschuldungsgrad	41,2%	34,4%
Eigenkapitalquote	58,8%	65,6%
Kapitalumschlag	85,6%	78,8%
Pro Aktie		
EPS	0,16	0,23
<i>EPS Wachstum</i>	0,7%	38,6%
Kennzahlen		
P/Umsatz	0,9	0,7
P/Gewinn	17,1	12,3

Source: VEM Aktienbank AG

Legal Disclaimer

Die vorliegende Finanzanalyse ist nur zu Informationszwecken erstellt worden. Sie wurde auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen erstellt, die die VEM Aktienbank AG („VEM“) für zuverlässig hält. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der Informationen übernommen werden. Weder VEM noch ihre Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieser Analyse oder ihres Inhalts oder auf andere Weise in Zusammenhang mit dieser entstehen.

Diese Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch bildet diese Analyse oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß gebilligten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Analyse. Investoren sollten sich bei ihrer Anlageentscheidung durch einen Anlageberater beraten lassen. Die vorliegende Analyse kann insoweit keine Beratungsfunktion übernehmen.

Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen, Einschätzungen und Prognosen sind allein diejenigen des Verfassers. Sie sind datumsbezogen, nicht notwendigerweise auch Meinung der VEM und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. VEM übernimmt keine Garantie dafür, dass die in dieser Analyse dargestellten Planzahlen erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen diese Analyse beruht, können einen materiellen Einfluss auf die aufgeführten Planzahlen haben. Diese Analyse darf, sofern sie in Großbritannien vertrieben wird, nur solchen natürlichen oder juristischen Personen zugänglich gemacht werden, die unter Article 19 (5) oder Article 49 (2) (a) bis (d) des Financial Services and Market Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 fallen und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden. Weder diese Analyse noch eine Kopie hiervon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, nach Kanada oder nach Japan oder in ihre jeweiligen Territorien oder Besitzungen geschickt, gebracht oder verteilt werden noch darf es an eine US-Person im Sinne der Bestimmungen des US Securities Act 1933 oder an Personen mit Wohnsitz in Kanada oder Japan verteilt werden. Diese Finanzanalyse stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zum Kauf irgendeines Wertpapiers in den Vereinigten Staaten dar. Die Wertpapiere, die Gegenstand dieser Analyse sind, sind nicht gem. dem US Securities Act zugelassen und dürfen weder in den Vereinigten Staaten noch US-Personen angeboten, verkauft oder übertragen werden, die nicht nach US-amerikanischen Wertpapierrecht zugelassen oder von der Zulassung nicht wirksam befreit sind. Die Verteilung dieser Analyse in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen.

Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung dieses Dokuments und seines Inhalts im Ganzen oder Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der Geschäftsleitung der VEM Aktienbank AG gestattet.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptiert der Empfänger die vorgenannten Beschränkungen und jeglichen Haftungsausschluss.

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen zwölf Monaten:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Empfehlung</u>	<u>Anlageurteil</u>	<u>Kursziel</u>
24.08.2010	EUR 2,79	Kaufen	EUR 3,70

Offenlegung möglicher Interessenkonflikte nach § 34b des Gesetzes über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz - WpHG) in Verbindung mit der Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - FinAnV) zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Finanzanalyse:

Gemäß § 34b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Mögliche Interessenkonflikte können bei Mitarbeitern der VEM, die die Analyse erstellt haben/ bei VEM als für die Erstellung verantwortlichen Unternehmen oder mit ihr verbundener Unternehmen/ bei sonstigen für VEM oder die VEM-Gruppe tätigen und an der Erstellung der Analyse mitwirkenden Personen oder Unternehmen hinsichtlich folgender, in dieser Analyse genannten Gesellschaft existieren.

<u>Gesellschaft</u>	<u>Disclosure</u>
Quanmax AG	3 - 5 - 9 - 11- 12

1. Es besteht eine wesentliche Beteiligungen (= Beteiligung > 5 % des Grundkapitals) zwischen den o.g. Personen und/oder Unternehmen und dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.
2. Die Vergütung der o.g. Personen und/oder Unternehmen ist von Investmentbanking-Geschäften des eigenen oder mit diesem verbundener Unternehmen abhängig.
3. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen halten regelmäßig Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittent Gegenstand der Finanzanalyse sind, in ihrem Handelsbestand.
4. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen halten an den Finanzinstrumenten, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse sind, eine Netto-Verkaufsposition (Shortposition) in Höhe von mindestens einem Prozent des Grundkapitals des Emittenten.

5. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen betreuen Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittent Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen (Market Making/Designated Sponsoring).
6. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen treten für den Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, als Makler (Corporate Broker) auf.
7. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand der Finanzanalyse sind.
8. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen fungierten im Rahmen der Börseneinführung des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, als Emissionsbank oder Selling Agent.
9. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gegenüber dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder erhielten in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen.
10. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen erwarten in den nächsten drei Monaten von dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, Vergütungen für Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften oder streben solche an.
11. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen haben mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.
12. Diese Finanzanalyse ist vor der Veröffentlichung dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, zugänglich gemacht und danach geändert worden.
13. Die o.g. Personen und/oder Mitglieder der Geschäftsleitung o.g. Unternehmen nehmen Vorstands- oder Aufsichtsratsmandate bei Emittenten, deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, wahr.
14. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen haben sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf den Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.

**VEM hat interne organisatorische Vorkehrungen getroffen, z.B. durch Errichtung von "Chinese Walls" und das Führen einer Watch- und einer Restrictedlist, um Interessenskonflikten vorzubeugen. Sofern ein Interessenkonflikt vorhanden ist, wird dieser offen gelegt.
Ersteller der vorliegenden Analyse:**

Raimund Saier, Diplom Volkswirt, CEFA, M.A.

Für die Erstellung und Verbreitung verantwortliches Unternehmen:

VEM Aktienbank AG, Prannerstr. 8, 80333 München („VEM“)

VEM ist als Kreditinstitut bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ("BaFin"), Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt am Main, Deutschland, registriert und unterliegt der Aufsicht der BaFin.

Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse wurden öffentlich zugängliche Informationen über den Emittenten (Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse Gespräche mit dem Management des betreffenden Unternehmens geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

Zusammenfassung der bei den Bewertungen angewandten Analysemethoden:

Die Bewertungen, die den Anlageempfehlungen für von VEM analysierte Aktien zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleiche, die NAV-Analyse und - wo möglich - ein Sum-of-the-parts-Modell.

VEM verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings (in der Regel jeweils bezogen auf einen Zeithorizont von 6 Monaten) sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN: Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.

HALTEN: Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> -10 \%$ und $< +10 \%$.

VERKAUFEN: Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Weitere Informationen zu den im Rahmen der vorliegenden Analyse angewandten Bewertungsmethoden finden sich im Abschnitt „Bewertung“.

Vierteljahresübersicht

VEM wertet einmal im Quartal die Verteilung ihrer Empfehlungen aus. In der Auswertung des zurückliegenden Quartals sind die Anteile der auf "Kaufen", "Halten" oder "Verkaufen" gerichteten Empfehlungen den Anteilen der von diesen Kategorien jeweils betroffenen Emittenten gegenübergestellt, für die VEM in den vorangegangenen zwölf Monaten wesentliche Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht hat. Die Auswertung ist im Internet unter www.vem-aktienbank.de einsehbar.

Zusätzliche wichtige Informationen:

Datum der ersten Veröffentlichung dieser Analyse:

Datum und Uhrzeit des angegebenen Finanzinstruments (siehe erste Seite): 24.08.2010

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. VEM behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.