

Company Report

Datum der Veröffentlichung: 07.02.2012

COMplus Technologies SE IT-Service

[> Click here for Disclaimer](#)

IT Know-how intelligent genutzt

Rating (12M):

Spekulativ Kaufen seit: **07.02.2012**

Letzte Ratingänderung: Ersteinschätzung

Kursziel: 4,45€

seit: **07.02.2012**

Kurs (06.02.2012, 09:15 ETR): **1,80€**

Hoch/Tief 52W: € 9,69 / 1,45

Nächstes Research: unbestimmt



Quelle: www.cortalconsors.de

Analyst: Karsten Siebert, CEFA
- Finanzanalyst -

Telefon: (+49) (0) 621 / 43061-30

Email: karsten.siebert@midas-research.de

Zahlen je Aktie COMplus Teilkonzern in €

	2011e	2012e	2013e
EPS	0,42	0,53	0,75
KGV	4,3	3,4	2,4
CashFlow	0,56	0,57	0,97
KCV	3,2	3,2	1,9
Dividende	0,00	0,00	0,00
Rendite	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert	3,18	3,71	4,47
Cash	0,71	0,58	0,13

Geschäftsjahr per 31.12. nach HGB

Basis Informationen

Anzahl Aktien in Mio.:	3,0
Börsenwert in Mio. €:	5,4
Streubesitz:	ca. 77 %
Reuters Symbol:	PCAG.DE
XETRA Symbol:	PCA.ETR
WKN:	A1C3DF
ISIN:	DE000A1C3DF8
Hauptindex:	OpenMarket
Tagesumsatz Ø 30 Tage:	€ 40.837
Tagesumsatz Ø 250 Tage:	€ 184.918
Info:	www.complus-ag.net

Die *COMplus Technologies SE* ist die börsennotierte Dachgesellschaft der COMplus Gruppe mit der COMplus AG und weiteren Service-Gesellschaften (GmbHs). Es ist geplant, erstmals für Teilbereiche der Gruppe für das laufende Geschäftsjahr einen Konzernabschluss aufzustellen, so dass die Strukturen klarer und kapitalmarktauglicher werden. In diesem Zusammenhang sind noch verschiedene Aktiven wie z.B. Lizenzen zwischen den Gesellschaften neu zu ordnen, so dass die GmbHs im Wesentlichen nur noch den Personalstand halten und für die Muttergesellschaft als Dienstleister tätig sind.

Im Ergebnis wird eine schlagkräftige Einheit für das IT- und Breitband-Telekommunikationsgeschäft in der *Region Brandenburg* und darüber hinaus geschaffen. Besonders im IT-Geschäft konnte das Unternehmen, das bereits seit mehr als 20 Jahren als *IT-Systemhaus* tätig ist und profitabel arbeitet, weitere Fortschritte erzielen. So wurden aktuell neue Großkunden gewonnen, die für weiteres Umsatz- und Ertragswachstum sorgen dürften

Durch den Schritt an den Kapitalmarkt vor gut einem Jahr hat man den notwendigen Rahmen für neue, wachstumsstarke Unternehmensbereiche geschaffen. Mit der *Breitband-*

Company Report

Internetanbindung von bisher schlecht versorgten Regionen hat sich die COMplus auf eine lukrative Nische im Kommunikationsmarkt spezialisiert. Das Kundenwachstum blieb bedingt durch langwierige Ausschreibungen und noch begrenzte Vertriebsmöglichkeiten zwar anfänglich hinter den kommunizierten Erwartungen des Unternehmens zurück, nichts desto trotz baut sich COMplus hier stetige Einnahmeströme für die nächsten Jahre auf.

Das Unternehmen hat darüber hinaus weitere interessante Produkte *in petto*. Dazu zählt u.a. eine eigens entwickelte Software-Applikation für Energieversorger, die eine preisgünstige Alternative zum Wettbewerb im Bereich Informationsmanagement darstellt. Die COMplus Technologies SE kann somit auf ein solides Basisgeschäft als IT-Systemhaus blicken und erschließt sich mit eigenen Entwicklungen lukrative Nischenmärkte.

Auf Basis der prognostizierten zukünftigen Erträge aus dem IT- und Breitbandgeschäft sowie dem Energieportal haben wir ein *DCF-Modell* entwickelt, das dem operativen Geschäft von COMplus einen Wert von EUR 13,4 Mio. attestiert. Gegenwärtig liegt die Marktkapitalisierung der COMplus Technologies SE sogar unter dem bilanziell ausgewiesenen Eigenkapital der COMplus AG zum 30.04.2011. Auch dies deutet auf einen Unterbewertung hin, wobei natürlich die momentan noch eingeschränkte Transparenz aufgrund des Fehlens eines Konzernabschlusses zu berücksichtigen ist. Mittels unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Kurs der Aktie von EUR 4,45 ermittelt. Damit weist die Aktie ein Potenzial gegenüber dem heutigen Kurs von 147 % auf. Wir sehen die geplante Geschäftsentwicklung bei der COMplus Technologies SE positiv und stufen die allerdings marktenge Aktie als *Spekulativen Kauf* ein.

Unternehmens- und Aktionärsstruktur

Die in *Brandenburg an der Havel* ansässige *COMplus-Gruppe* präsentiert sich heute im **Kern als Dienstleister in den Bereichen Informationstechnologie und Internetversorgung**. Das Unternehmen ist im Bundesland *Brandenburg* sowie angrenzenden ostdeutschen Regionen stark verwurzelt und bietet unter anderem Lösungen mit hohem lokalen Bezug an, wobei die gute Kenntnis bestehender öffentlicher Förderungsmöglichkeiten eine nicht unwesentliche Rolle spielt.

Anders als noch in unserem *Company Profile* vom 20.11.2010 dargestellt, hat der **Ausbau zu einer Beteiligungsholding an Bedeutung verloren** bzw. wurde nicht in der diskutierten Weise umgesetzt. Wir sehen dies nicht negativ, passt doch die Beibehaltung der ursprünglichen Struktur u.E. deutlich besser zum operativen Kerngeschäft.

Allerdings hat die von uns erwartete Reduzierung der verschiedenen COMplus-Gesellschaften verbunden mit einer **Straffung des wechselseitigen Leistungsgeflechts** ebenfalls **nur eingeschränkt** stattgefunden. Zwar sind alle COMplus-Gesellschaften sogenannte *Verbundene Unternehmen*, da sie unter einheitlicher Leitung von CEO *Uwe Maiberg* stehen; wirtschaftlich agieren sie jedoch wie fremde Dritte. Damit wird auch der erstmals für 2012 geplante Konzernabschluss nur einen Teil der COMplus-Gruppe abbilden. Wir honorieren die Fortschritte, hätten uns gleichzeitig aber mehr gewünscht.

Der *COMplus Konzern* wird sich auf die COMplus Technologies SE als der börsennotierten Obergesellschaft und die COMplus AG als die zentrale operative Gesellschaft beschränken. Die COMplus Technologies SE verfügt selbst über kein eigenes Geschäft, sondern verwaltet als einziges *Asset* ihre 100%-Beteiligung an der COMplus AG. Um erstmals für das **Geschäftsjahr 2012 einen Konzernabschluss** aufstellen zu können, hat die COMplus AG ein *Rumpfgeschäftsjahr*

Company Report

vom 01.05 bis 31.12.2011 eingelegt, um so wie bei allen anderen COMplus-Gesellschaften das Geschäftsjahr dem Kalenderjahr anzupassen. Bisherige Geschäftsabschlüsse wurden zum 30.04. erstellt. Der Abschluss der AG für das Rumpfgeschäftsjahr liegt noch nicht vor, so dass sich unsere nachfolgende Analyse auf die Jahresabschlüsse der COMplus AG zum 30. April 2011 und der COMplus Technologies SE zum 31. Dezember 2010 stützen – nebst ergänzenden Erläuterungen des Vorstand.

Die mehrheitlich Herrn *Maiberg* gehörenden **weiteren COMplus-Gesellschaften**, und hier insbesondere die *COMplus Automation GmbH* (Anteil Uwe Maiberg: 100%) sowie die *COMplus Service GmbH* (Anteil Uwe Maiberg: 71 %) sollten unserer ursprünglichen Information zufolge ebenfalls in den Konzern einbezogen werden. Schließlich bestehen nicht unerhebliche operative Leistungsbeziehungen. Allerdings hält die COMplus AG keinerlei Anteile an den anderen COMplus Gesellschaften und hat auch noch nie Anteile an diesen gehalten.

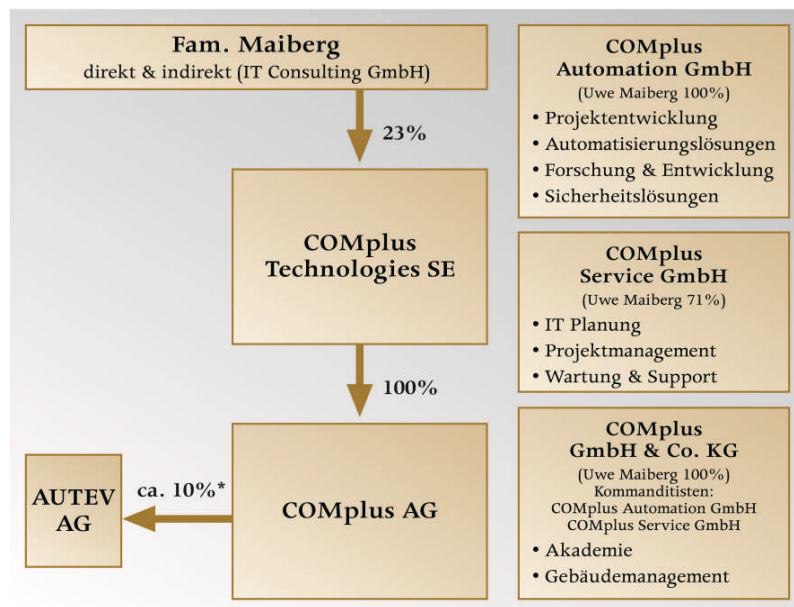
Tatsächlich besteht also keine Notwendigkeit zur Einbeziehung dieser Gesellschaften in den Konzernabschluss. Und man wird seitens der COMplus Technologies SE auch darauf verzichten, u.a. weil in der Vergangenheit Fördermittel bezogen wurden, die eine Eigenständigkeit der Gesellschaften bedingen. So hält etwa die *MBB Mittelständische Beteiligungsgesellschaft Brandenburg* einen Anteil von 26 % an der COMplus Service GmbH.

Um dennoch eine **Vereinfachung der Gruppenstruktur** zu erreichen, ist man einen anderen Weg gegangen und wird nach Angaben des Managements bestehende wechselseitige Forderungen und Verbindlichkeiten spätestens mit der Aufstellung der Jahresabschlüsse 2011 weitestgehend eliminiert haben. Hierbei handelt es sich u.a. um Entwicklungsrechte an Produkten, die von der COMplus AG erstellt bzw. vertrieben werden, sowie auch um Aktien an der AUTEV AG. Im Gegenzug für die Übertragung dieser Aktiven auf die COMplus AG sollen dann Darlehensforderungen, die seitens der COMplus AG ggü. verschiedenen anderen COMplus-Gesellschaften bestehen, getilgt werden.

Festhalten will man an dem Konzept, bei der COMplus AG selbst keine eigenen Mitarbeiter zu beschäftigen, sondern entsprechende Kapazitäten im Bereich Breitband-Infrastruktur von der COMplus Automation GmbH und im Bereich Informationstechnologie von der COMplus Service GmbH einzukaufen. Letztere Gesellschaften werden in Zukunft dann primär als **Personaldienstleister** fungieren, ein Geschäft, das sie mit ihren gut 40 Mitarbeitern allerdings auch schon bisher betrieben haben.

Im Ergebnis finden wir so eine Gruppenstruktur vor, bei der *Uwe Maiberg* als *Geschäftsführender Direktor* der COMplus Technologies SE einerseits mit seiner Familie - die IT-Consulting GmbH (vgl. Schaubild) gehört seinem Sohn *Stefan Maiberg* – 23 % der COMplus SE-Anteile kontrolliert und andererseits Mehrheitsgesellschafter und Geschäftsführer der drei Service-GmbHs ist, die primär Dienstleistungen für die COMplus AG erbringen. Hieraus können möglicherweise Interessenskonflikte resultieren; andererseits kommt so die COMplus AG zumindest indirekt in den Genuss von Fördermitteln, die ihr unter Umständen direkt nicht zugeflossen wären, und es werden bestimmte Risiken etwa durch eigenes Personal ausgeklammert.

Company Report



*ca. 17% insgesamt

MIDAS Research Januar 2012 - Quelle: COMplus Technologies SE

Das ursprüngliche Konzept einer Beteiligungsholding für die COMplus Technologies SE, wie wir es noch in unserem *Company Profile* Ende 2010 dargelegt haben, ist bisher nicht wie diskutiert umgesetzt worden. Die rund 20 %-ige **Beteiligung an der AUTEV AG**, die einmal direkt bei der COMplus Technologies SE angegliedert werden sollte, wurde bei der COMplus AG belassen und ist zwischenzeitlich von dieser nahezu komplett veräußert worden. Zum Bilanzstichtag (30.04.2011) der COMplus AG waren noch 1.723 Aktien der AUTEV in den Büchern.

Mittlerweile soll die COMplus AG ihren Anteil laut Managementaussagen wieder ausgebaut haben und nach Übertragung verschiedener *Assets* von den COMplus-GmbHs wie beschrieben ca. 10 % direkt halten. Insgesamt stehen somit nach eigenen Angaben derzeit ca. 17 % der AUTEV-Aktien direkt sowie indirekt unter Kontrolle der *Familie Maiberg*.

Der Anteil an der *Venatus Interactive plc.* in Höhe von 200.000 Aktien, den die COMplus AG per 30.04.2011 ausweist, ist weiter in Unternehmensbesitz, soll aber zur Disposition stehen. Eine direkte Angliederung an die COMplus SE ist somit nicht mehr geplant. An Kapitalerhöhungen der *Venatus Interactive* hatte sich die COMplus nicht beteiligt, so dass der Anteil durch Verwässerungseffekte von seinerzeit ca. 13,3 % auf 6,1 % zurückgegangen ist. Die COMplus GmbHs halten angabegemäß keine Anteile an der *Venatus Interactive plc.*

Umsatz- und Ergebnisentwicklung

Die *COMplus Technologies SE* hat erstmals für das *Rumpfgeschäftsjahr 09.06. bis 31.12.2010* einen Jahresabschluss vorgelegt. Die Zahlen sind jedoch nicht sehr aussagekräftig, da es sich hier nicht um einen konsolidierten Konzernabschluss handelt und der Umsatz von EUR 30.000 allein aus den **Zahlungen** der COMplus AG für **Verwaltungsaufgaben**, die die COMplus Technologies SE für die Tochtergesellschaft erbringt, resultiert. Auf Seiten der SE entstand im Rumpfgeschäftsjahr ein Jahresfehlbetrag von EUR 163.229, der im Wesentlichen durch Rechts- und Beratungskosten im Zuge des Börsenganges sowie Abschluss- und Prüfkosten verursacht wurde.

Company Report

Die *COMplus AG* selbst hat im Geschäftsjahr 2010/11 (per 30.04.) einen **hohen Umsatz von EUR 7,80 (Vorjahr: 3,46) Mio.** erzielen. Dabei entfielen jedoch EUR 4,09 Mio. auf die Weiterveräußerung einer Lizenz (an *Energia Solar*), nachdem man das Projekt aus Kapazitätsgründen nicht mehr umsetzen konnte. Den wesentlichen Umsatz hat man weiterhin mit dem **IT-Systemhausgeschäft** erwirtschaftet, das die solide **Konstante im Geschäftsmodell** der COMplus darstellt. Der Umsatz stieg hier um rund 5 % auf EUR 3,64 (3,46) Mio. Erste Breitbandbetriebserlöse beliefen sich auf EUR 64.240. Hierbei handelt es sich um die Entgelte, die die angeschlossenen Nutzer als monatliche Zahlung an COMplus entrichten.

Mit dem **Verkauf von Finanzanlagen**, also im wesentlichen der Beteiligung an der *AUTEV AG*, wurden EUR 7,13 (0,08) Mio. Erlöst und nach Abzug der Buchwerte in Höhe von EUR 1,78 (0,02) Mio. ein Ertrag von EUR 5,34 (0,07) realisiert. Die sonstigen betrieblichen Erträge erreichten somit EUR 6,04 (0,16) Mio. Als Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit konnte die COMplus AG beachtliche EUR 6,42 (0,87) Mio. ausweisen, was nach Abzug der Steuern zu einem **Jahresüberschuss von EUR 6,07 (0,60) Mio.** geführt hat.

Die so im Zuge der **Innenfinanzierung** gewonnene hohe Liquidität hat die COMplus AG systematisch in die Entwicklung der neuen Geschäftsfelder investiert (insbesondere Richtfunklizenzen und Telekommunikationsausrüstung) sowie den anderen Gruppengesellschaften zu deren Wachstum zur Verfügung gestellt. Gleichzeitig wurde auf diese Weise das **ausgewiesene Eigenkapital** mit EUR 5,76 Mio. **quasi verzehnfacht** und begründet die nunmehr sehr solide Eigenmittelausstattung.

Zwar verfügt die COMplus AG auch weiterhin über verschiedene Aktienpakete; einen ähnlich hohen sonstigen betrieblichen Ertrag erwarten wir aber in näherer Zukunft nicht mehr. Vielmehr dürften nun die Erträge aus den operativen Geschäftsfeldern im Fokus stehen, die vom Management derzeit mit Nachdruck ausgebaut werden. Insofern ist absolut betrachtet sowohl für das *Rumpfgeschäftsjahr* 01.05. - 31.12.2011 als auch das laufende Geschäftsjahr ein deutlich niedrigerer Jahresüberschuss zu erwarten, der aber für das **Kerngeschäft** - also unter Ausklammerung von Beteiligungsverkäufen - eine **sehr erfreuliche Entwicklung** aufweisen sollte.

Geschäftsfelder der COMplus Gruppe

Langjährig etabliertes IT-Systemhausgeschäft in Brandenburg

Operativ ist die COMplus Technologies SE über ihre 100 %-ige Tochtergesellschaft COMplus AG zum einen als **IT-Systemhaus mit etabliertem Stammgeschäft** tätig. Dazu zählen die IT-Infrastrukturplanung und -installation sowohl für kommunale Kunden wie u.a. Krankenhäuser als auch Firmenkunden ebenso wie der laufende Support bei Hardware- und Softwareproblemen. Während früher Hardwarehandelsumsätze noch mit zum Unternehmenserfolg beitrugen, hat man dieses Geschäft mittlerweile auf ein notwendiges Maß reduziert und verdient sein Geld primär mit Dienstleistungen. Hier konnten zuletzt weitere wichtige Kunden gewonnen werden wie *Bosch Solar Energy* in Brandenburg einschließlich deren *Servicestützpunkt in Magdeburg*. Mit der *Bahn Gleisbaumechanik* wurde ein Wartungsvertrag geschlossen. So dürfte das Systemhausgeschäft auch weiterhin einen **Grundumsatz von EUR 3 bis 4 Mio. p.a. bei angemessener Profitabilität erwirtschaften**. Traditionell arbeitet COMplus systemseitig mit *Hewlett Packard (HP)* zusammen; mittlerweile hat man aber auch Kontakte zu *NET-UP* geknüpft und ein Partnervertrag ist in Vorbereitung.

Company Report

Deutlichere Wachstumsimpulse erwartet man sich bei COMplus jedoch in zwei anderen, zukunftssträchtigen Geschäftsfeldern. Die kontinuierliche Forschungs- und Entwicklungsarbeit der letzten Jahre hat bei dem Unternehmen zu **Produkten bzw. Lösungen** geführt, die sich inzwischen in der Vermarktungsphase befinden und in den nächsten Jahren einen nachhaltigen Wachstumsschub gewährleisten sollten. Dazu zählen im Wesentlichen die **Breitband-Internetanbindung** von Endkunden, die mittels *Hybridlösungen* angeschlossen werden, und eine **Datenbankapplikation zum Informationsmanagement** für Energieversorgungsunternehmen.

Internetversorgung via Hybridbreitbandtechnik für den ländlichen Raum

Die *COMplus AG* hat eine mittlerweile umfassend erprobte Technik im Einsatz, die den schnellen, breitbandigen Internetzugang auch im ländlichen Raum ermöglicht und damit in der Lage ist, veraltete, langsame Techniken wie Modem- oder ISDN-Übertragung abzulösen. **Breitband-Signale werden vorwiegend mittels Funktechnik** von den Städten über Umsetzstationen in ländliche Regionen übertragen, die bislang als „weiße Flecken“ galten. Am Zielort werden die Signale dann entweder wieder verstärkt und über möglichst hohe Punkte an die Haushalte via Funk verteilt oder aber in *KVZ* (Kundenverteilzentren) eingespeist, von wo aus die Breitbandsignale mittel Kupfer oder teilweise auch Glasfaser an den Endkunden weitergeleitet werden. Diese Komponenten lassen sich je nach Projekterfordernis und der daraus resultierenden besten Lösung als Hybridvariante kombiniert. Mit der Richtfunklösung sind **Übertragungsraten von bis zu 50 Mbit/s technisch möglich**.

In mehreren Landkreisen laufen die Anlagen von COMplus, die in **Kooperation mit dem Technologielieferanten Motorola** erstellt wurden, bereits im Regelbetrieb. Mittlerweile sind **rund 1.250 Endkunden** angeschlossen. Als lizenziertes Internetprovider betreibt das Unternehmen seit 2008 auch ein eigenes Rechenzentrum. Die Installation und Wartung der Hardware wird von COMplus übernommen. **COMplus bietet somit für kleine Kommunen einen Komplettservice und macht diese so wirtschaftlich wettbewerbsfähiger.**

Attraktives Preismodell sorgt für langfristigen Ertrag – ein erster Überblick

In der Regel bietet *COMplus* drei **Basiskundentarife** an:

COMplus AG: Basiskundentarife

	Basic	Professional	Professional Plus
Tarif	Flatrate	Flatrate	Flatrate
Download	2 Mbit/s	6 Mbit/s	12 Mbit/s
Upload	256 Kbit/s	1000 Kbit/s	2000 Kbit/s
Monatl. Kosten	24,95 €	29,95 €	39,95 €
Einrichtung	99,95 €	99,95 €	99,00 €
Mindestvertragslaufzeit	24 Monate	24 Monate	24 Monate

MIDAS Research Januar 2012 - Quelle: COMplus Technologies SE

Für die Bereitstellung der Empfangsantenne – sollte der Endkundenanschluss via Richtfunk erfolgen - ist noch eine Kautions von EUR 49,00 zu hinterlegen. Über die 24-monatige **Vertragslaufzeit** kann mit konstanten Einnahmen gerechnet werden. Wir gehen zudem von einer hohen Zahlungswilligkeit der Kunden aus, da bei Nichtzahlung der Internetanschluss abgeschaltet wird und der Nutzer kaum eine Alternativen hat, wieder einen schnellen Internetanschluss ohne COMplus zu erhalten. Aus unserer Sicht dürfte auch die **Verlängerungsquote** der Verträge hoch sein. Für Konkurrenten lohnt es sich in der Regel nicht, in

Company Report

ein bereits erschlossenes Gebiet einzusteigen. Ebenso wenig sehen wir derzeit Techniken, die die Richtfunklösung - ggf. ergänzt durch Hybridvarianten - ersetzen würden. Die Anbindung über Satellit ist meist teurer und erfordert weitere Hardware. Der *LTE-Mobilfunk* wird vorwiegend dort ausgebaut, wo noch keine Alternative vorhanden ist. Die Anlagen von COMplus haben sich in der Regel nach der 24-monatigen Vertragsbindung der Endkunden unter Einrechnung der Fördermittel amortisiert, so dass COMplus auf Konkurrenzangebote mit extrem wettbewerbsfähigen Preisen reagieren kann, um Kunden zu halten. Große *LTE*-Anbieter wie die *Deutsche Telekom*, *Vodafone* oder die *O₂ (Telefonica)* lassen sich nicht wegen ein paar „kleiner Dörfer“ auf einen Preiskampf ein und verändern ihr bundesweit geltendes Preismodell. Einmal gewonnenen Kunden dürften somit sehr lange bei der COMplus bleiben. Auch technisch ist die Richtfunktechnik langfristig wettbewerbsfähig. Mit theoretischen Übertragungsraten von bis zu 50 Mbit/s bestehen zudem weitere **Ausbaureserven**.

Selbst bei konservativer Planung mit monatlichen Umsätzen von rund EUR 30 pro Kunde (brutto) ergeben sich in diesem Geschäftsfeld enorme **Wachstumsperspektiven**.

COMplus AG: Geplanter Zuwachs Internet-Kunden

	2010v	2011v	2012e	2013e
Kundenbestand (Planung zum 31.12.)	500	1.250	2.500	5.000
Ø Einnahmen pro Kunde und Monat	30 €	30 €	30 €	30 €
Gesamtgebühreneinnahme est.	180.000 €	315.000 €	675.000 €	1.350.000 €
Installation (Einrichtung je 99,95 €)	49.975 €	74.963 €	124.938 €	249.875 €
Gesamteinnahmen est.	229.975 €	389.963 €	799.938 €	1.599.875 €

MIDAS Research Januar 2012 - Quelle: COMplus Technologies SE; Eigene Berechnungen

Eine exemplarische Hochrechnung des möglichen Kundenwachstums zeigt bereits das Potenzial. Die Einnahmeströme dürften relativ sicher sein. Eine Abwanderung von Kunden haben wir in diesem Modell nicht berücksichtigt, da sich für den Kunden meist keine Alternativen bieten und Abwanderungen daher sehr gering sein sollten. Im Vergleich zu unserer Basisstudie vom November 2010 gehen wir jedoch von einem deutlich langsameren Kundenwachstum aus. Die Realität hat gezeigt, dass Planungsprozesse und Ausschreibungsverfahren meist länger als erwartet dauern. Zudem wurde das Förderprogramm der Bundesregierung, das eine wesentliche Voraussetzung für die Geschäftsprognose der COMplus AG in diesem Geschäftsfeld darstellt, zeitweise ausgesetzt, um die Regularien zu klären. Dennoch stellt das Geschäftsfeld eine lukrative Nische mit stetig wachsenden Einnahmen dar. Je mehr Infrastruktur durch die COMplus installiert ist, umso schneller dürfte das Kundenwachstum voranschreiten. Die COMplus betreibt mittlerweile ein kleines Callcenter, um potenzielle Kunden zu gewinnen. Viele Interessenten haben noch Altverträge insbesondere mit der *Deutschen Telekom* für analoge bzw. *ISDN*-Datenübertragung, die erst nach und nach auslaufen und dann sukzessive zu COMplus-Kunden überführt werden.

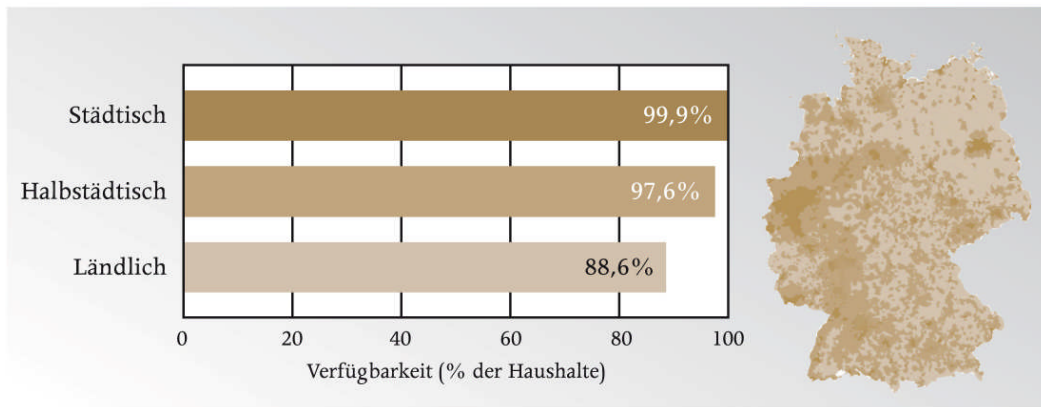
Marktpotenzial und Wettbewerb

Laut der **Breitbandstrategie der Bundesregierung** aus dem Jahr 2009 sollten bis Ende 2010 alle Haushalte in Deutschland mit einem Breitband-Internetanschluss von mindestens 1 Mbit/s versorgt sein. Dieses Ziel wurde zum angepeilten Datum nicht ganz erreicht. Der *Verband der Anbieter von Telekommunikations- und Mehrwertdiensten (VATM)* geht aber davon aus, dass die Anzahl der Breitbandanschlüsse bis zum Ende des Jahres 2011 um 4,2% auf 27,5 (Vorjahr: 26,4) Mio. gestiegen sind. Die Breitbandinitiative und insbesondere auch die Ausbaupflichtung der

Company Report

ländlichen Regionen mit LTE zeigen Wirkung. Die „weißen Flecken“ schließen sich langsam. So ist dem „Bericht zum Breitbandatlas Mitte 2011“ zu entnehmen, dass von Ende 2010 bis Mitte 2011 ca. 160.000 vorher unversorgte Haushalte mit Breitband von mindestens 1 MBit/s versorgt werden konnten. Die Breitbandverfügbarkeit steigt damit von 98,3 % auf 98,7 % der rund 39,9 Mio. Haushalte in Deutschland.

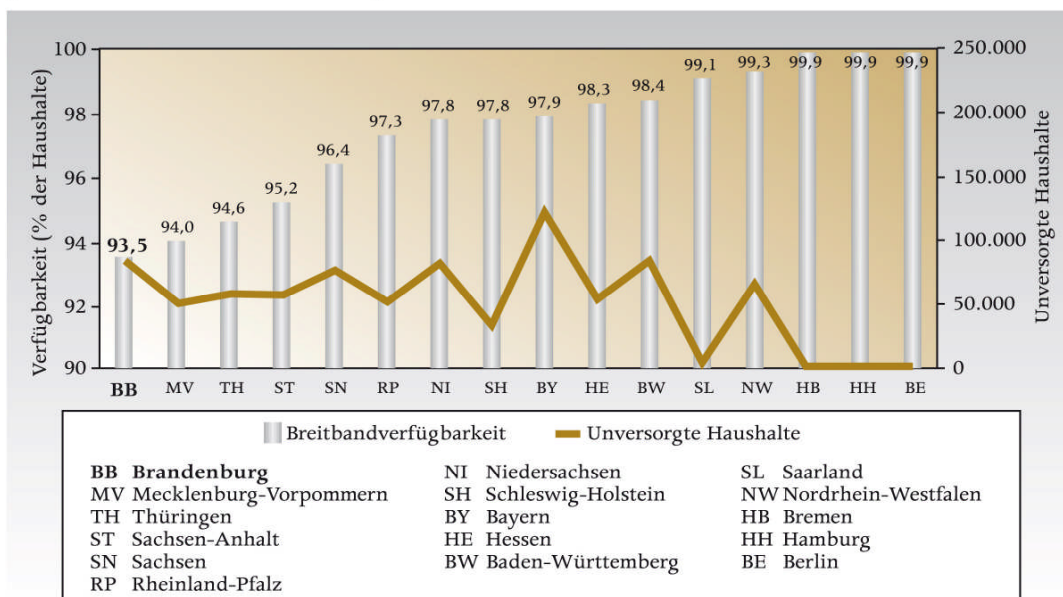
Breitbandverfügbarkeit ≥ 1 Mbit/s in Deutschland je Gemeindeprägung für alle Technologien



MIDAS Research GmbH Januar 2012 - Quelle: BMWi

Bei ca. 39,9 Mio. Haushalten in Deutschland sind somit 1,3 % weiterhin ohne mögliche Breitbandversorgung, was gut einer halben Million Haushalte entspricht. **Besonders in Brandenburg**, dem Wirkungskreis von COMplus, **hinkt der Ausbaustand noch deutlich hinterher** und stellt so ein attraktives **Marktpotenzial für das Unternehmen** dar.

Breitbandverfügbarkeit ≥ 1 Mbit/s in Deutschland je Bundesland für alle Technologien



MIDAS Research GmbH Januar 2012 - Quelle: BMWi

Company Report

Da das Datenvolumen kontinuierlich zunimmt, ist es fraglich, wie lange eine Versorgung mit 1 MBit/s als ausreichend betrachtet wird. Für schnellere Übertragungsraten, die auch mit der Technik von COMplus erreicht werden können, ergeben sich somit weitere Ausbaupotenziale.

Brandenburg

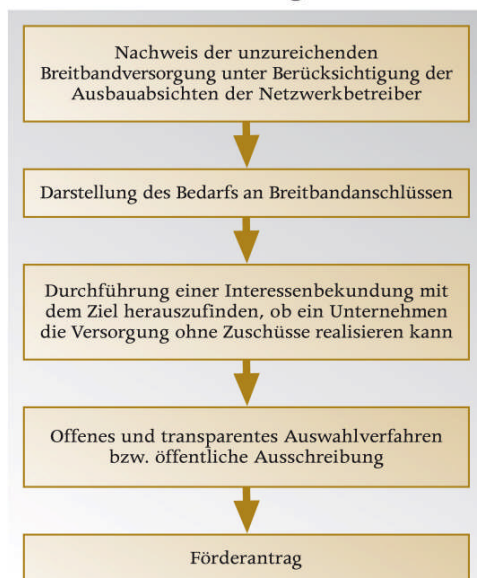
Breitbandtechnologien					
Alle		Leitungsgebunden		Drahtlos	
Bandbreite	Versorgung in %	Bandbreite	Versorgung in %	Bandbreite	Versorgung in %
≥1MBit/s	93,5	≥1MBit/s	84,9	≥1MBit/s	82,9
≥2MBit/s	86,5	≥2MBit/s	78,3	≥2MBit/s	54,1
≥6MBit/s	68,5	≥6MBit/s	63,4	≥6MBit/s	12,4
≥16MBit/s	34,4	≥16MBit/s	33,7	≥16MBit/s	0,6
≥50MBit/s	9,4	≥50MBit/s	9,4	≥50MBit/s	0,0

MIDAS Research GmbH Januar 2012 - Quelle: BMWi

Der Aufbau der Breitbandversorgung wird durch die Bundesregierung mit Fördermitteln begleitet. Während in der Startphase der Breitbandinitiative Fördermittel nur zögerlich abgerufen wurden, was wohl im Wesentlichen an der komplizierten Vergabe der Fördermittel lag, die in den einzelnen Bundesländern teilweise völlig unterschiedlich ist, greift das Förderprogramm erst seit Anfang 2010 richtig. 2008 wurden so gut wie keine Fördermittel abgerufen, 2009 lag die Quote bei ca. 20 %. Nicht abgerufene Fördermittel wurden auf das Folgejahr übertragen. 2011 leerten sich bereits erstmals die Töpfe. Die Höhe der Förderquote ist je nach Bundesland unterschiedlich. Der Bund stellt jedes Jahr EUR 10,7 Mio. zur Verfügung. Beim Breitbandausbau wird in der Regel die *Wirtschaftlichkeitslücke* der Netzbetreiber gefördert, die zwischen den Investitionen und Betriebsmitteln verglichen mit den rechnerischen Einnahmen über einen Zeitraum von 60 Monaten entsteht. Selbst für Ortschaften mittlerer Größe mit 2.500 bis 5.000 Einwohnern können somit schnell Fördermittel von EUR 200.000 notwendig werden.

Die Förderung erfolgt in Form eines Zuschusses und beträgt bis zu 90% der Wirtschaftlichkeitslücke (10% Eigenanteil der Gemeinden). Der gesamte Zuschuss von Bund, Land und Gemeinde ist auf 200.000 Euro (ab 2010: 500.000 Euro) pro Einzelvorhaben beschränkt.

Typischer Ablauf der Breitbandförderung



MIDAS Research GmbH Januar 2012 - Quelle: BMWi

Quelle: „Möglichkeiten der Breitbandförderung – Ein Leitfaden“ Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (Stand Juni 2010)

Das **Zeitfenster** für den Ausbau der Breitbandversorgung dürfte sich aus unserer Sicht aber bald schließen - nicht zuletzt auch durch die **Auflagen**, die die Gewinner der Versteigerung der Funk-Frequenzen zum Ausbau der **Vierten Mobilfunkgeneration Long Term Evolution (LTE)** erhalten haben. Die *Bundesnetzagentur* hatte nämlich entsprechend der Breitband-Strategie der Bundesregierung bei den Vergaberichtlinien seinerzeit eine klare Ausbaupflichtung für die *Deutsche Telekom, Telefónica Deutschland (O₂)* und *Vodafone* festgelegt. Der Ausbau hat in einem Stufenplan zu erfolgen, in dem breitbandlose, ländliche Gemeinden mit weniger als 5.000 Einwohnern oberste Priorität haben. Die zu versorgenden Dörfer und

Company Report

Gemeinden wurden dabei von den Bundesländern festgelegt. Erst wenn 90 % dieser Gemeinden pro Bundesland versorgt sind, können die Betreiber auch dichter besiedelte Gebiete erschließen. Dabei kommt der Ausbau des LTE-Netzes mit riesen Schritten voran. Nur eineinhalb Jahre nach der Auktion sind laut *Matthias Kurth*, Präsident der Bundesnetzagentur, bereits in sechs Bundesländern die Auflagen zum Netzausbau erfüllt (vgl. Artikel vom 09.12.2011 auf www.onlinekosten.de: LTE-Ausbau: Schnelles Wachstum der LTE-Netze). Dennoch dürften die *Deutsche Telekom* und ihre Mitstreiter ein Interesse daran haben, dass COMplus und andere Anbieter solche „weißen Flecke“ schnell auflösen. Denn die Erschließung ländlicher Gegenden bleibt für die großen Anbieter zeitaufwändig und wenig lukrativ, so dass der Ausbau für sie eher eine lästige Pflicht darstellt.

Neben den großen Telekommunikationsunternehmen, die praktisch gezwungen sind, den ländlichen Ausbau voran zu treiben, gibt es noch eine **Vielzahl von kleinen Mitbewerbern**, die annähernd denselben Service und Support leisten wie COMplus. Im Breitbandportal des *BMWi* sind insgesamt 229 Breitbandanbieter verzeichnet.

In **Brandenburg verfügt die COMplus aber über einen klaren Wettbewerbsvorteil**. Keiner der direkten Wettbewerber besitzt entsprechende Projekterfahrung, wie sie COMplus hat. Bereits in 2008 konnte das Unternehmen die Testphase seiner Anlagen abschließen. Die Referenzprojekte wurden ohne Fördergelder durchgeführt und laufen seither in vier Landkreisen mit über 200 Kunden im Regelbetrieb. Die COMplus kann durch die erwiesene Expertise bei der Projektierung, Implementierung und Betreuung der Referenzanlagen das hohe Qualitätsniveau dokumentieren, womit eindeutige **Wettbewerbsvorteile bei öffentlichen Ausschreibungen** verbunden sind.

MIDAS Research Marktmodell für die COMplus-Breitbandsparte

Eine idealtypische Darstellung des *Cash-flows* und der Kapitalbindung bei einem abstrakten Modell zur Breitbandversorgung einer Gemeinde zeigt die folgende Tabelle in Anlehnung an das Projekt „*Oderaue*“ der COMplus AG:

Modell Breitbandversorgung

(Projekt Oderaue mit 500 geplanten Breitbandkunden)

in T€	2012	2013	2014	2015	2016
Laufzeit Projekt					
Finanzierungsbedarf	-1000				
Zinsen 5%	-50	-21	-11	-4	0
Restfinanzierung		-410	-213	-86	72
Zuzahlung Kommune	500				
Investitionszulage Bund		100			
Anschlussgebühren	40				
Nutzungsgebühren	150	173	198	228	262
Betriebskosten	-50	-55	-61	-67	-73
Ergebnis	-410	-213	-86	72	261

MIDAS Research Januar 2012 - Quelle: COMplus Technologies SE

Sobald die Förderung geklärt und der Förderantrag bewilligt ist, kann COMplus mit dem Infrastrukturaufbau beginnen. Für die Versorgung einer mittleren Gemeinde mit ca. 2.500 Einwohnern sind dafür Investitionen von ca. EUR 1 Mio. notwendig, die zunächst über Kredite oder ggf. Eigenmittel von COMplus vorfinanziert werden müssen. Wir gehen gemäß Bedarfsanalyse von anfänglichen 500 Kunden aus, die Interesse an einem Internetanschluss bekundet haben. Als Einnahme kann neben den einmaligen Anschlusskosten (EUR 40.000) bei einer monatlichen Nutzungsgebühr von EUR 25,00 je Kunde bei 500 Teilnehmern mit EUR 150.000 im Jahr gerechnet werden. Dem stehen Betriebskosten von ca. EUR 50.000 gegenüber. Einige Monate nach Antragstellung erhält COMplus die Förderung für die zuvor ermittelte *Wirtschaftlichkeitslücke* (max. EUR 500.000 pro Einzelprojekt). Die Förderhöhe ist bereits vorab bekannt, so dass mit dem Geld auch verbindlich geplant werden kann und sich über diese Subvention die Kapitalbindung bereits deutlich reduziert. Im Folgejahr bzw. dem ersten Jahr

Company Report

nach Inbetriebnahme erhält COMplus zusätzlich noch eine **Investitionszulage** nach dem *Investitionszulagengesetz* auf das Anlagevermögen (in der Modellrechnung EUR 100.000). Fördergebiete sind die Länder *Berlin, Brandenburg, Mecklenburg-Vorpommern, Sachsen, Sachsen-Anhalt* und *Thüringen*. Die Investitionszulage beträgt im Falle von COMplus 10 % der Investitionssumme.

Für unsere **Modellrechnung** sind wir zusätzlich von einem **Kundenzuwachs von 15 % p.a.** über die ursprünglich kalkulierte Teilnehmerzahl von 500 Kunden hinaus ausgegangen, da sich mit dem sukzessiven Auslaufen von Altverträgen erfahrungsgemäß weitere Kunden an das COMplus-Netz anschließen lassen dürften. Die Betriebskosten nehmen wir leicht unterproportional steigend zu den Nutzungsgebühren an. Bereits nach dem vierten Jahr sollte der *Break-even* erreicht werden können und die Kosten für die Investitionen inkl. Zinsen zurückgezahlt worden sein.

Die erstellte Infrastruktur befindet sich dann im Besitz von COMplus und ist voll abgeschrieben. Die Abschreibungskosten haben wir in diesem Modell nicht berücksichtigt, da die schnelle Abschreibung über 5 Jahre eher zu stillen Reserven führen sollte. Die Abschreibung ist aber an die Lizenzlaufzeit von 5 Jahren geknüpft. Nach diesen 5 Jahren muss COMplus die *Richtfunklizenz* wieder bei der *Bundesnetzagentur* erneuern, was in Relation zur Erstellung der Infrastruktur aber nur geringe Kosten verursacht. Von daher ist aus unserer Sicht auch nicht damit zu rechnen, dass ein Wettbewerber diese Lizenzen erwirbt und eine neue Infrastruktur aufbaut. Aus Sicht von COMplus sind nur relativ geringe zusätzliche Kosten erforderlich, um die Infrastruktur auf dem neuesten technischen Bandbreitenstandard zu halten und weiterhin wettbewerbsfähige Preise zu bieten. **COMplus baut sich so mit diesem Geschäftsmodell einen Kundenstamm für die Zukunft auf, der über Jahre kontinuierliche Erträge liefern sollte.**

Einen guten Eindruck über das Wachstumspotenzial von COMplus im Breitbandgeschäft liefert die folgende **Projektübersicht**:

Projektübersicht Breitband COMplus

Ausbaugebiete	Status	potenzielle Haushalte	Bedarfsanmeldungen	angemeldete Haushalte	angeschl. Haushalte
Rhinow	Kundenanschluss läuft	1510		300	235
Amt Wusterwitz	Kundenanschluss läuft	820		245	119
Schenkenberg	Kundenanschluss läuft	250		130	72
Schoppsdorf	Kundenanschluss läuft	220		105	57
Sputendorf	Kundenanschluss läuft	120		65	36
Stücken	Kundenanschluss läuft	115		60	53
Möckern	Kundenanschluss läuft	230		120	79
Amt Nuthetal	Kundenanschluss läuft	345		150	89
Nennhausen	Kundenanschluss läuft	240		100	78
Märkisch Luch	Kundenanschluss läuft	310		50	39
Wiesenburg/Mark	Kundenanschluss läuft	270		110	44
Briest	Kundenanschluss läuft	270		80	28
Nuthe-Urstromtal	Kundenanschluss läuft	1.000		400	285
Scharmützelsee	Kundenanschluss läuft	400		100	38
Karstedtshof	Kundenanschluss ab Februar	40	20		
Christdorf	Kundenanschluss ab März	120	50		
Oberaue/Neulewin	Kundenanschluss ab Mai	2.500	700		
Märkische Schweiz	Projekt in Arbeit	1.420	300		
Altlandsberg	Projekt in Arbeit	760	200		
Bestensee	Projekt in Arbeit	3.000	900		
Märkische Heide	Projekt in Arbeit	2.660	400		
Milsower Land	Projekt in Arbeit	660	150		
Amt Ortrand	Projekt in Arbeit	3.650	1.100		
Hecklingen	Projekt in Arbeit	5.480	1.200		
Mittenwalde	Projekt in Arbeit	870	260		
Trebbin	Projekt in Arbeit	2.620	700		
Magdeburg (innerer Ring)		3.100	780		
Gesamt		32.980	6.760	2.015	1.252
Identifiziertes Kundenpotenzial					10.072

Company Report

Die COMplus AG verfügt aktuell über einen angeschlossenen Kundenstamm von rund 1.250 Breitbandkunden. Weitere rund 2.000 Haushalte hatten darüber hinaus bei der Planung der bereits umgesetzten Projekte ihren Bedarf angemeldet. Zudem wurden laut COMplus weitere Ausschreibungen von Projekten mit ca. 7.000 potenziellen Kunden (d.h. Haushalte, die bei der Marktanalyse ihr Interesse bekundet haben) gewonnen bzw. befinden sich in der Entscheidungsphase. Das Potenzial ist allerdings noch deutlich größer, denn die Regionen, in denen Ausschreibungen gewonnen wurden bzw. noch laufen, umfassen ca. 33.000 Haushalte. COMplus hat inzwischen begonnen, mit geeigneten Marketingmaßnahmen die *Marktpenetration* zu erhöhen.

Um den allein aus dem *gemeldeten Bedarf* erzielbaren Ertrag bzw. *Cash-flow* abzubilden, haben wir basierend auf der vom Management erhaltenen Projektübersicht ein geeignetes Marktmodell entwickelt. Dabei unterstellen wir ein internes Kundenwachstum in den bereits von COMplus versorgten Gemeinden (*Konversionsrate* von Bedarfs- zu Bestandskunden) von 15 % pro Jahr. Unter dieser Voraussetzung kann der *gemeldete Bedarf* dann bis 2016 – also innerhalb des fünfjährigen Richtfunklizenzzeitraums – vollständig in Kundenbestand überführt werden. Hiermit ist ein beachtliches **Investitionsvolumen** von brutto gut **EUR 16 Mio.** verbunden, das über Fördermittel und Investitionszulagen, aber natürlich auch die Umsatzerlöse mit den Kunden aufzubringen ist. Am Ende der Investitionsphase verfügt COMplus dann (modelltheoretisch) über eine vollständig bezahlte Breitbandinfrastruktur mit einem Kundenstamm von 11.000 Internetkunden, der letztlich ohne eigene Investitionsmittel aufgebaut wurde, aber natürlich weiterhin über Jahre laufende Erträge generiert. Konservativ betrachtet dürfte dieser **Kundenstamm** u.E. dann über einen kommerziellen **Ertragswert** mindestens in Höhe der angefallenen Investitionskosten verfügen.

MIDAS Research Prognosemodell für Breitbandsparte der COMplus AG

	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Kunden aus Projekten in 2011	1.250	1.438	1.653	1.901	2.186	2.514
Kunden aus Projekten in 2012		1.063	1.222	1.405	1.616	1.858
Kunden aus Projekten in 2013			2.125	2.444	2.810	3.232
Kunden aus Projekten in 2014				1.250	1.438	1.653
Kunden aus Projekten in 2015					950	1.093
Kunden aus Projekten in 2016						650
Kundenbestand Gesamt	1.250	2.500	5.000	7.000	9.000	11.000
Kapitalbedarf aus Neuprojekten 2012	-450.000 €	-2.125.000 €				
Kapitalbedarf aus Neuprojekten 2013			-4.250.000 €			
Kapitalbedarf aus Neuprojekten 2014				-2.500.000 €		
Kapitalbedarf aus Neuprojekten 2015					-1.900.000 €	
Kapitalbedarf aus Neuprojekten 2016						-1.300.000 €
Kapitalbedarf kumuliert	-450.000 €	-2.318.500 €	-5.021.925 €	-4.213.782 €	-3.454.925 €	-1.905.310 €
Kapitalkosten	-22.500 €	-115.925 €	-251.096 €	-210.689 €	-172.746 €	-95.265 €
Zuzahlung Kommune		1.062.500 €	2.125.000 €	1.250.000 €	950.000 €	650.000 €
Investitionszulage Bund (im Folgejahr)		45.000 €	212.500 €	425.000 €	250.000 €	190.000 €
Anschlussgebühren		100.000 €	200.000 €	160.000 €	160.000 €	160.000 €
Nutzungsgebühren	375.000 €	750.000 €	1.500.000 €	2.100.000 €	2.700.000 €	3.300.000 €
Betriebskosten	-96.000 €	-250.000 €	-478.261 €	-640.454 €	-787.639 €	-920.814 €
Gesamt-Cash-flow Geschäftsjahr	-193.500 €	-771.925 €	-1.713.782 €	-1.554.925 €	-605.310 €	1.188.610 €
Erhöhung kum. Kapitalbedarf	-193.500 €	-771.925 €	-1.713.782 €	-1.554.925 €	-605.310 €	-

MIDAS Research Januar 2012 - Quelle: eigene Berechnungen

Company Report

Nicht berücksichtigt haben wir in unserem Modell die Möglichkeit, über den im Rahmen der Projektausschreibung festgestellten *gemeldeten Bedarf* hinaus weitere Internetkunden zu gewinnen. Die unterstellte *Penetrationsrate* von lediglich einem Drittel lässt also u.E. ausreichend Spielraum als Risikopuffer für Änderungen im Kundenverhalten, Wettbewerb, o.ä.

Kooperationen, Gewerbegebiete und das Ausland bieten weitere Perspektiven

Während sich die Fördertöpfe für die Internetversorgung von privaten Haushalten in einzelnen Regionen bereits leeren, sieht man bei COMplus noch sehr gute Möglichkeiten in der **Versorgung gewerblicher Kunden** mit Breitbandanschlüssen, da für den Anschluss von Gewerbegebieten separate Fördermittel bereitstehen. Die Vertriebsbemühungen wurden entsprechend ausgeweitet. Ferner hat COMplus einen **Kooperationsvertrag** mit der *HL komm Telekommunikations GmbH*, einer Tochter der *Stadtwerke Leipzig/Halle*, abgeschlossen. Dieser Telekommunikationsanbieter vermarktet Netzkapazitäten und liefert den sogenannten *Backbone* für den Raum Magdeburg bis Leipzig, macht selbst aber kein Endkundengeschäft. Diesen Part soll nun COMplus übernehmen, die Kunden anschließen und die Abrechnungen erstellen. Das Potenzial wird auf ca. 2.500 Kunden geschätzt, wobei diese Initiative ohne Fördermittel konzipiert ist.

Auch besteht die Möglichkeit auf Zukauf von Kundenbeständen. Entsprechende Opportunitäten werden vom Management geprüft.

Dank der Expertise von COMplus in Deutschland haben sich auch Türen im **Ausland** geöffnet. In **Griechenland** wurde das Projekt „*Malona*“ bereits zu 95 % abgeschlossen, das allerdings aufgrund der gegenwärtigen wirtschaftlichen und politischen Lage aktuell ruht. Der Anschluss von rund 700 Kunden mit *Triple-Play-Leitungen*, also TV-, Telefonie- und Breitbandversorgung, ist aber vorbereitet und könnte kurzfristig wieder aufgenommen werden. Bisher wurden in das Projekt *Malona* knapp EUR 400.000 investiert, die in Form von Hardware aber noch weitgehend vorhanden sind, so dass ein Verlust im schlimmsten Fall sehr überschaubar bleiben sollte.

COMplus sieht insgesamt weiterhin **gute Chancen auf dem griechischen Markt**. Es bestehen u.a. Kontakte zur Zentralregierung der griechischen Inseln, die sich auf *Rhodos* befindet. Hier hat sich die griechische Telefongesellschaft *OTE* weitgehend aus dem Markt zurückgezogen. COMplus schätzt das Kundenpotenzial alleine auf den Inseln auf ca. 25.000.

Ein kleines Projekt ist auch in der **Türkei** in Verhandlung. Das kurdische Grenzgebiet soll in enger Zusammenarbeit mit der *AUTEV*, die für die Beleuchtung sorgen soll, besser erschlossen werden. Da in dieser Region keine Telekommunikationsleitungen liegen, wird eine Lösung per Richtfunk und Breitband von COMplus in Erwägung gezogen. Die Beleuchtungsmasten der *AUTEV* sollen dabei gleichzeitig als Sendemasten für die Datenübertragung fungieren.

Zudem zeichnen sich - ebenfalls in Zusammenarbeit mit der *AUTEV* - **interessante Möglichkeiten in Tschechien** ab, und zwar hier in der **Sparte IT-Services**. Wie vor wenigen Wochen gemeldet hat die *AUTEV AG* Verträge mit dem tschechischen Unternehmen *Industrial Light & Control a.s.* geschlossen, die sowohl Planung und Lieferung einer kompletten Produktionsanlage für die verschiedenen *AUTEV* LED-Beleuchtungsprodukte als auch eines Forschungs- und Entwicklungslabors für Anwendungen im Bereich der Energieeffizienz nach Tschechien beinhalten. Hierbei soll die **COMplus AG als Subunternehmer** agieren und die gesamte Hard- und Software für alle Bereiche (Produktion, Forschung & Entwicklung und Verwaltung) liefern und implementieren. Allein dieser Auftrag sollte den von uns für die IT-Services-Sparte der COMplus AG erwarteten **Umsatzanstieg** von über einer Million Euro im Geschäftsjahr 2012 mehr als **komfortabel absichern**.

Company Report

Datenbankapplikation für Energieversorger

Energieversorger müssen im Rahmen der *Novellierung des Energiewirtschaftsgesetzes* ihren **Kunden zukünftig mehr Transparenz** bieten. Die Kunden müssen sich über ihren qualitativen und quantitativen Verbrauch standortbezogen informieren können. Damit soll eine **kontinuierliche Überprüfung von Energieverbrauch und -kosten** möglich sein. Denn nur wer seinen Energieverbrauch und seine Energiekosten kennt, kann Energieeffizienzpotenziale heben und sein Verbrauchsverhalten ändern. Infolge dessen werden Energieversorger ihren Kunden ein **Internetportal** zur Verfügung stellen müssen, das es den Kunden ermöglicht, sich jederzeit entsprechend zu informieren. **COMplus hat eine Datenbankapplikation entwickelt, die alle diese Erfordernisse erfüllt.**

Die **Lizenzgebühren** von **ca. EUR 20.000 bis EUR 25.000** liegen nach Unternehmensangabe deutlich unter denen der wenigen Wettbewerber, deren Lösungen EUR 45.000 bis EUR 60.000 kosten können. Weitere Einnahmen dürfte COMplus auch durch die **Implementierung** und erstmalige Anpassung der Software erzielen, was weitere EUR 10.000 bis EUR 15.000 je Kunde ausmachen könnte.

Die Datenbankapplikation soll sich an alle gängigen Datenbanksysteme der Energieversorger anpassen lassen. Bisher wurde die Applikation für die IT-Lösung *kVASy* der *SIV AG*, einem der führenden IT-Anbieter für die Energie- und Wasserwirtschaft, konfiguriert. Rund 300 Versorgungsunternehmen setzen die IT-Lösungen der *SIV AG* ein. Bei COMplus geht man daher von **50 bis 100 Installationen in den nächsten zwei Jahren** aus.

Bis zum heutigen Zeitpunkt konnten nach Managementaussagen **bereits rund 20 Lizenzen verkauft** werden. Die Entwicklungskosten wurden schon mit dem ersten Kunden abgeschrieben. Entsprechend dürfte die Marge recht hoch sein, da die Applikation bereits voll entwickelt ist und somit hohe Skalenerträge winken. Momentan baut das Unternehmen den **Vertrieb** für die Applikation auf. Geeignetes Personal zu finden stellt sich bei der allgemein guten Arbeitsmarktlage jedoch schwierig dar. Verzögerungen können daher nicht ausgeschlossen werden. Auch ist es möglich, dass die *SIV AG* eine eigene Lösung für diese Anwendung entwickelt und selbst vermarktet, was das Potenzial für einen Fremdanbieter sicherlich begrenzte.

Ergebnisprognose und Unternehmensbewertung

Die nachfolgende Gewinn- und Verlustrechnung spiegelt unsere Erwartungen für den Geschäftsverlauf bei COMplus in den Geschäftsfeldern IT-Services, Breitbandinternet und Applikation für Energieversorger wider und stellt zugleich die Grundlage unserer Bewertung mittels *Discounted Cash-flow*-Methode (DCF) dar. Dabei haben wir neben der Wiedergabe der Berichtszahlen für die COMplus AG für die Geschäftsjahre 2009/10 und 2010/11 (jeweils per 30.04.) auch eine Prognose für das *Rumpfgeschäftsjahr* 2011 (01.05.-31.12.) dieser Gesellschaft erstellt. Ab dem laufenden Geschäftsjahr 2012, das nun dem Kalenderjahr entspricht, wird COMplus einen *Konzernabschluss* erstellen, der dann die Obergesellschaft COMplus Technologies SE und die COMplus AG umfasst. Unsere Prognosen für die Jahre 2012 – 2014 beziehen sich auf diesen Konsolidierungskreis. Gleiches gilt auch für die ergänzenden Zahlen je Aktie auf der Titelseite der Studie (Cash-flow, Cash und Buchwert). Auf die Aufstellung einer integrierten Cash-flow-Prognoserechnung sowie Planbilanz haben wir allerdings verzichtet, so dass es sich lediglich um unsere bestmöglichen Schätzwerte handelt.

Company Report

Derzeit gehen wir aber nicht davon aus, dass sich die Zahlen für den COMplus-Konzern nennenswert von den Zahlen für die COMplus AG unterscheiden werden. Schließlich hat die SE keine eigenständigen Geschäftsaktivitäten; GuV-relevant dürften lediglich die Kosten im Zusammenhang mit der Börsennotiz sein. Da ferner das Eigenkapital der COMplus AG deutlich über dem Beteiligungsbuchwert steht, zu dem diese Gesellschaft bei der SE in den Büchern steht, sollte bei der Kapitalkonsolidierung ein signifikanter sogenannter *Badwill* entstehen. Im Ergebnis dürfte also das **Eigenkapital im Konzern** noch leicht über dem Eigenkapital der AG liegen. Gleiches gilt auch für den Kassenbestand.

Gewinn- und Verlustrechnung COMplus*

	COMplus AG 2009/2010 (30.04.) in Euro	COMplus AG 2010/2011 (30.04.) in Euro		COMplus AG 2011e (01.05.-31.12.) in Euro	COMplus Tech.SE 2012e in Euro	COMplus Tech.SE 2013e in Euro		COMplus Tech.SE 2014e in Euro	
Umsatzerlöse									
- IT-Umsatz	3.463.570	3.638.136	5,0%	3.153.051	4.200.000	4.620.000	10,0%	5.082.000	10,0%
- Breitband	0	64.240		47.109	850.000	1.700.000	100,0%	2.260.000	32,9%
- Energieportal Applikation	0	0		400.000	900.000	1.650.000	83,3%	2.400.000	45,5%
- Saldo sonstige Erlöse abzügl. Skonti	-2.747	12.088		0	0	0		0	
- Lizenzverkauf (einmalig)	0	4.090.000		0	0	0		0	
Gesamtumsatz	3.460.822	7.804.464	125,5%	3.600.161	5.950.000	7.970.000	33,9%	9.742.000	22,2%
Gesamtleistung	3.604.449	7.665.927	112,7%	3.600.161	5.950.000	7.970.000	33,9%	9.742.000	22,2%
Sonstige betriebliche Erträge									
- Sonstige ordentliche Erträge + Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen	2.511	0		0	0	0		0	
- Erlöse Verkauf Finanzanlagen	85.000	7.126.903	n.s.	0	0	0		0	
- Abgang Finanzanlagen z.T. stfrei, RBW	-17.000	-1.780.909	n.s.	0	0	0		0	
Sonstige betr. Erträge im Rahmen der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit									
- Sonstige betriebliche Erträge	610	53.213	n.s.	39.023	0	0		0	
- Sonstige Erträge Breitband (Fördergelder der Gemeinden/Bund)	0	429.528	n.a.	314.987	1.062.500	2.125.000		1.250.000	
- Investitionszulage	0	190.906	n.a.	139.704	45.000	212.500		425.000	
- Erträge aus Herabsetzung EWB zu Ford.	90.639	21.810	-75,9%	15.994	0	0		0	
- Versicherungsschädigungen	0	1.681	n.a.	1.233	0	0		0	
Materialaufwand									
- Aufwand für Roh- Hilfs- und Betriebsstoffe und für bezogene Waren	-671.731	-4.645.871	591,6%	-473.639	-750.000	-825.000	10,0%	-907.500	10,0%
<i>Materialaufwandsquote zu IT-Umsatz</i>	<i>19,4%</i>	<i>127,7%</i>		<i>15,0%</i>	<i>17,9%</i>	<i>17,9%</i>		<i>17,9%</i>	
- Aufwand für bezogene Leistungen (vorwiegend Services der GmbHs)	-1.496.186	-1.172.255	-21,7%	-859.654	-1.800.000	-2.200.000	22,2%	-2.615.000	18,9%
<i>Aufwandsquote bezogene Leistungen</i>	<i>-41,5%</i>	<i>-15,3%</i>		<i>-23,9%</i>	<i>-30,3%</i>	<i>-27,6%</i>		<i>-26,8%</i>	
Personalaufwand									
- Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände des Anlagevermögens und Sachanlagen	-211.394	-533.701	152,5%	-391.381	-409.600	-961.600	134,8%	-1.290.400	34,2%
- Sonstige betriebliche Aufwendungen	-178.744	-537.831	200,9%	-394.409	-414.382	-482.944	16,5%	-555.649	15,1%
- Kosten Warenabgabe; Fremdarbeiten (Vertrieb)	-145.344	-291.416	100,5%	-213.705	-400.000	-440.000	10,0%	-484.000	10,0%
- Verluste aus Wertminderungen oder aus dem Abgang von Gegenständen aus dem Umlaufvermögen	-104.972	-205.482	95,7%	-150.687	-135.618	-122.056	-10,0%	-109.851	
- sonstige Aufwendungen im Rahmen der gew. Geschäftstätigkeit (auch Betriebskosten + Herstellungskosten Breitband)	-10.690	-47.300	342,5%	-34.687	-1.015.000	-2.008.261		-1.540.454	
Betriebsergebnis (EBIT)	881.560	6.264.057	610,6%	1.585.060	2.062.900	3.190.639	54,7%	3.829.446	20,0%
<i>EBIT-Marge</i>	<i>24,5%</i>	<i>81,7%</i>		<i>44,0%</i>	<i>34,7%</i>	<i>40,0%</i>		<i>39,3%</i>	
Zinsergebnis	-6.545	159.878	n.a.	117.244	44.075	-253.096		-225.689	-10,8%
Ergebnis d. gewöhnl. Geschäftstätigkeit	875.015	6.423.935	634,2%	1.702.304	2.106.975	2.937.543	39,4%	3.603.757	22,7%
außerordentliches Ergebnis	-47.808	0		0	0	0		0	
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-223.862	-354.210	58,2%	-311.903	-515.494	-681.261	32,2%	-794.689	16,6%
Sonstige Steuern	-1.195	-1.648	n.a.	0	0	0		0	
Steuerquote	25,7%	5,5%		18,3%	24,5%	23,2%		22,1%	
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	602.150	6.068.077	907,7%	1.390.401	1.591.481	2.256.282	41,8%	2.809.068	24,5%
Einstellung in Gewinnrücklage	34.315	303.404	784,2%	75.000	100.000	150.000		125.000	
Vortrag auf neue Rechnung	-567.835	-5.764.673	915,2%	-1.315.401	-1.491.481	-2.106.282		-2.684.068	
Bilanzgewinn	0	0		0	0	0		0	
Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag nach Minderheitsanteilen	602.150	6.068.077	907,7%	1.390.401	1.591.481	2.256.282	41,8%	2.809.068	24,5%
Anzahl der Aktien	3.000.000	3.000.000	0,0%	3.000.000	3.000.000	3.000.000		3.000.000	
Gewinn pro Aktie (nicht bereinigt)	0,20 €	2,02 €	907,7%	0,46 €	0,53 €	0,75 €		0,94	
Dividende	-	-		-	-	-		-	

*COMplus AG bis 2011; COMplus Technologies SE Teilkonzern ab 2012

MIDAS Research Januar 2012 - Quelle: COMplus Technologies SE; eigene Prognosen

Aktuelle Jahresabschlüsse der weiteren COMplus-Gesellschaften liegen uns nicht vor. Welche Effekte sich aus der diskutierten Rückführung der wechselseitigen Forderungen und Verbindlichkeiten genau auf den zukünftigen Konzernabschluss ergeben werden, möchten wir deshalb hier nicht prognostizieren. Wesentlich ist hingegen unsere **Einschätzung**, dass die

Company Report

Forderungen der COMplus AG an die anderen COMplus-Gesellschaften sowie die AUTEV AG insgesamt werthaltig sind und wir insoweit keine speziellen Risiken erkennen können. Im ungünstigen Fall haben die beiden Dienstleister COMplus Service GmbH und COMplus Automation GmbH immer noch die Möglichkeit, bestehende Verbindlichkeiten über das Erbringen von – dann kostenloser – Personaldienstleistung zurückzuführen.

Die **Prognoserechnung für das Rumpfgeschäftsjahr 2011 der COMplus AG** haben wir aufgestellt unter Berücksichtigung der aktuellen Kundenzahl im Breitbandgeschäft sowie der Angabe des Managements zu den verkauften Lizenzen des Energieportals. Bei den Umsätzen im IT-Services Geschäft unterstellen wir einen zeitanteilig gewichteten deutlichen Zuwachs um 30 % aufgrund der gewonnen Neukunden, insbesondere *Bosch Solar*. Bei den Aufwandskomponenten haben wir hingegen nur eine zeitlich gewichtete Zunahme um jeweils 10 % angenommen; es sollten sich u.E. bei COMplus inzwischen gewisse Skalenerträge aufgrund der erreichten Umsatzgröße einstellen, nicht zuletzt auch wegen der Lizenzeinnahmen aus dem Energieportal, denen kaum variable Kosten gegenüberstehen.

Die **verbesserte Margensituation** behalten wir in den Folgejahren bei, reduzieren aber das Basiswachstum in der Sparte IT-Services von 15 % in 2012 dann auf 10 % für die weiteren Jahre. Hinsichtlich der Ergebnissituation aus dem Ausbau der Breitbandaktivitäten greifen wir auf die Resultate unseres separaten Marktmodells für diese Sparte zurück und integrieren diese. Die **Steuerquote** dürfte schließlich auch auf Sicht der nächsten Jahre unter 25 % bleiben begünstigt durch die zahlreichen **Fördermöglichkeiten**, die COMplus nutzen kann.

Die COMplus-Gruppe verfügt über weitere aussichtsreiche und innovative Projekte, die aber nicht in unsere Planung sowie Bewertung eingeflossen sind, da hier die Markteinführung erst am Anfang steht bzw. noch Entwicklungsarbeiten zu leisten sind.

U.a. wird bei COMplus eine **medizin-technische Applikation** entwickelt, bei der es sich um eine *telemetrische* Anwendung handelt. Das Auftragsvolumen liegt laut Unternehmensangaben bei rund EUR 1,5 Mio.

Als weiteres innovatives Produkt, das aktuell zunehmend Brisanz erfährt, hat die COMplus einen sogenannten **Bombenkoffer „USim Control“** konzipiert. Der mit Druck-, Bewegungs- und Schallsensoren ausgestattete Koffer übermittelt relevante Daten an eine speziell entwickelte Analyse- und Auswertungssoftware. Im Rahmen von simulierten Sicherheitschecks an Flughäfen lässt sich der sensible Umgang mit verdächtigem Gepäck praktisch unter Realbedingungen testen. Ausbilder von Sicherheitskräften, der Polizei oder Feuerwehr etc. können so einen von Terroristen eingesetzten Sprengstoffkoffer simulieren. Ein erstes Exemplar wurde bereits an ein *Landeskriminalamt* (LKA) verkauft und sollte als erstklassige Referenz gelten.

DCF-Modell

Um einen Wertansatz für die COMplus Technologies SE zu ermitteln, haben wir das Unternehmen mittels eines dreistufigen DCF-Modells nach der *Entity*-Methode bewertet. In der **1. Phase (2012 bis 2014 / 2016)** greifen wir dabei auf unsere detaillierten Schätzungen zurück, und zwar bis einschließlich 2014 auf unsere Erwartungen für das Gesamtgeschäft einschließlich der Sparten IT-Services und Energieportal und für die Jahre 2015 - 2016 noch auf die Plandaten unseres Marktmodells für die Breitbandsparte. In der **2. Phase (2017 bis 2019 für das Breitband- bzw. 2015 bis 2019 für das übrige Geschäft)** gehen wir dann von vereinfachten Annahmen aus und reduzieren die Planungsgenauigkeit auf aus unserer Sicht realisierbare Wachstumsraten und Margen. Unsere Erwartung an das Umsatzwachstum geht dabei modelltypisch im Zeitverlauf

Company Report

sukzessive zurück; unverändert unterstellen wir aber, dass das Breitbandgeschäft eine solide Säule für COMplus bleiben wird, auch wenn sich das Zeitfenster schließt, „weiße Flecken“ zu versorgen und das Kundenwachstum daher an Dynamik verlieren sollte. In der **3. Phase** haben wir allerdings deshalb konservativ wegen des zu erwartenden Auslaufens der Internetförderprogramme ein Wachstum von nur noch 1 % für die *unendliche Periode* unterstellt.

Anders als in der Gewinn- und Verlustrechnung definieren wir beim DCF-Modell den **Umsatz einschließlich Fördergelder und Investitionszulage**. Dies hat zwar keinen Einfluss auf das EBIT, das in beiden Rechnungen natürlich identisch ist, verbessert aber die **Transparenz** hinsichtlich der tatsächlichen Zahlungsströme. Umsatzentwicklung und Investitionen in das Anlagevermögen zeigen so auch im Modell den Verlauf, den sie in der Praxis haben sollten. Nach Abarbeitung des bestehenden Projektvolumens, so wie wir es in unserem Modell für die Breitbandsparte von COMplus dargestellt haben, dürften wieder verstärkt Investitionen z.B. für die Erneuerung der Richtfunklizenzen und eine damit verbundene Erhöhung der Übertragungsbandbreite erforderlich werden. Im DCF-Modell unterstellen wir, dass dafür eine Gegenfinanzierung z.B. über eine Einmalgebühr von den Kunden für die Bandbreitenerweiterung zur Verfügung steht, so dass der Free Cash-flow nicht belastet wird.

Anders als in der Plan-GuV legen wir in unserem DCF-Modell schließlich eine **Regelbesteuerung** in Höhe von 35 % zugrunde, auch wenn aktuell bestimmte Fördermodelle bei COMplus zu einer geringeren Steuerlast führen.

Da es sich bei der COMplus Technologies SE um ein relativ kleines Unternehmen handelt, haben wir als **Beta**, das die *Volatilität* eines Investments in Bezug auf einen Vergleichswert - in diesem Fall den DAX als *Benchmark* - misst, einen eher hohen Wert von 1,6 angenommen. Die aktuelle Volatilität spiegelt dies zwar nicht wider, im Zeitverlauf sollten sich solche Relationen aber wieder einstellen. Ein **hohes Beta als Risikomaß für eine Anlage in COMplus-Aktien** scheint uns auch deswegen gerechtfertigt, weil bisher nur Einzelabschlüsse mit relativ weit zurückliegenden Bilanzstichtagen verfügbar sind und nicht unterjährig berichtet wurde. Der Abschluss für das Rumpfgeschäftsjahr 2011 der COMplus AG soll allerdings zeitnah erfolgen.

Wie dargestellt, dürfte der Geschäftsplan zum Ausbau des Breitbandgeschäfts weitestgehend ohne Fremdmittel auskommen, so dass wir bei der **Bestimmung der gewichteten Kapitalkosten** einen langfristigen Fremdkapitalanteil von nur 10 % angesetzt haben. Alternativ ließe sich ein DCF-Modell aufstellen, bei dem die **staatlichen Fördermittel** als quasi kostenloses Fremdkapital die langfristigen, gewichteten Kapitalkosten markant reduzierten, gleichzeitig aber kein Fremdkapital vom Wert des operativen Geschäfts abgezogen werden müsste, da die Fördermittel nicht rückzahlbar sind. Diese Überlegung unterstellt allerdings, dass mit dem Erhalt von Fördermitteln keinerlei Risiko verbunden ist. Zwar ist nicht anzunehmen, dass einmal gewährte Fördermittel versagt werden; aber der gesamte Mechanismus kann sich ändern (vgl. die aktuelle Diskussion über die Solarförderung) und damit die Projektpipeline von COMplus gefährden, weshalb wir an den hohen, ursprünglichen Kapitalkosten festhalten. Schließlich sind wir der Auffassung, dass die mit dem Fördermechanismus verbundene positive Hebelwirkung sich bereits im prognostizierten EBIT widerspiegelt und das Bewertungsergebnis nicht doppelt begünstigen dürfen.

Am 1. Februar 2011 hat die COMplus Technologies SE eine **Wandelanleihe** im Nominalbetrag von EUR 300.000 und einer Laufzeit von längsten 3 Jahren begeben. Der Wandlungspreis beträgt EUR 2,00 pro Aktie und hat einen anteiligen Betrag am Grundkapital von EUR 150.000. Diese Wandelanleihe dürfte neben geringfügigen Bankverbindlichkeiten den wesentlichen

Company Report

Fremdkapitalposten per Jahresende 2011 ausgemacht haben und wurde entsprechend in unserem DCF-Modell als Abzugsposten berücksichtigt.

Entity-DCF-Modell: COMplus Technologies SE										
in Mio. Euro	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz	7,06	10,31	11,42	12,65	14,05	16,16	18,58	20,44	22,48	23,61
Umsatzwachstum	74%	46%	11%	11%	11%	15%	15%	10%	10%	5%
EBIT	2,06	3,19	3,83	4,28	3,23	3,72	4,09	4,50	4,74	4,72
EBIT-Marge	29,2%	31,0%	33,5%	33,8%	23,0%	23,0%	22,0%	22,0%	21,1%	20,0%
- Ertragssteuern	-0,72	-1,12	-1,34	-1,50	-1,13	-1,30	-1,43	-1,58	-1,66	-1,65
+ Abschreibungen	0,41	0,96	1,29	1,54	2,15	1,67	1,58	1,65	1,86	1,86
+/- Veränderung langfristige Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Operativer Brutto Cash Flow	1,75	3,04	3,78	4,32	4,25	4,09	4,24	4,58	4,94	4,93
-/+ Investitionen i. d. Nettoumlaufvermögen	-0,28	-0,13	-0,16	-0,25	-0,16	-0,23	-0,18	-0,14	-0,15	-0,08
-/+ Investitionen i. d. Anlagevermögen	-2,13	-4,25	-2,50	-1,90	-1,30	-0,81	-1,86	-2,04	-2,25	-2,36
Free Cash Flow	-0,66	-1,34	1,12	2,17	2,79	3,05	2,20	2,39	2,54	2,49
Barwerte	-0,58	-1,04	0,76	1,30	1,46	1,41	0,89	0,85	0,79	0,68
Summe Barwerte	6,52									
Terminalwert	5,06 in % vom Gesamtwert: 43,7%									
Wert des operativen Geschäfts in Mio. EUR	11,58			Anzahl der Aktien in Mio. Stück: 3,00						
+ überschüssige liquide Mittel in Mio. EUR	2,14									
- Fremdkapital in Mio. EUR	-0,37									
Marktwert Eigenkapital in Mio. EUR	13,35 (Fair Value)			DCF-Zielkurs in EUR: 4,45 €						

Modell-Parameter

Langfristige Bilanzstruktur:									
Eigenkapital	90%	Risikofreie Rendite	3,50%	Risikoprämie Eigenkapital	6,00%	Zins Eigenkapital	13,10%		
Fremdkapital	10%	Wachstumsrate FCF	1,00%	Risikoprämie Fremdkapital	3,50%	Zins Fremdkapital	4,90%		
Erstellungsdatum: 10.01.2012		Beta	1,60						
		Steuerquote	30,00%						
		WACC	13,83%						

MIDAS Research Januar 2012 - Quelle: COMplus Technologies SE; eigene Berechnungen

Auch für die Ermittlung der **liquiden Mittel** per Ultimo 2011 haben wir eine modellhaft vereinfachte Kapitalkonsolidierung für die COMplus AG und die COMplus Technologies SE vorgenommen sowie die Liquiditätsentwicklung im Rumpfgeschäftsjahr abgeschätzt. Aus den letzten verfügbaren Jahresabschlüssen können wir für die COMplus AG flüssige Mittel und Wertpapiere in Höhe von EUR 1.197 Tsd. sowie Barmittel bei der SE in Höhe von EUR 320 Tsd. entnehmen. Hinzu kommen die Mittel aus der Wandelanleihe; auch operativ sollte u.E. angesichts der guten Ergebnisse aus dem IT-Service Geschäft sowie dem Verkauf von Lizenzen des Energieportals trotz der weiter anziehenden Investitionen in den Breitbandnetzausbau eine zusätzliche Liquiditätsschöpfung möglich gewesen sein. In der Summe können wir somit bei unserem DCF-Modell liquide Mittel von EUR 1,2 Mio. zu dem Wert des operativen Geschäfts hinzu addieren. Es resultiert insgesamt ein **Marktwert des Eigenkapitals von EUR 13,35 Mio.** bzw. eine **Fairer Wert je Aktie von EUR 4,45.**

Für die Beurteilung dieses Ergebnisses ist anzumerken, dass anders als sonst häufig bei der Verwendung von DCF-Modellen festzustellen in diesem Fall nur 43,7 % des Gesamtwerts (des operativen Geschäfts) aus dem sogenannten Terminalwert resultiert. Mit dem Terminalwert soll die Zukunft des Unternehmens über den Detailplanungszeitraum hinaus abgebildet werden.

Company Report

Hierbei haben wir konservativ nur ein *Ewiges Wachstum* von 1 % unterstellt – ist doch mit einem Auslaufen der Förderprogramme und einem Schließen auch der letzten Breitbandversorgungslücken zu rechnen. Wie wir wissen, ist das COMplus Management bestrebt, das Breitbandgeschäftsmodell auf **andere EU-Staaten** wie *Tschechien* und *Griechenland* zu übertragen und auch dort in den Genuss von Fördermitteln zu kommen - schließlich ist die Breitbandförderung eine Initiative der EU. Zu gegebener Zeit besteht also u.E. durchaus **Perspektive auf Anhebung der Modellannahmen** in unserem DCF-Modell.

COMplus Aktie attraktiv bewertet

Welchen Ansatz man auch wählt, das **Fazit** ist eindeutig: Die Aktie der COMplus Technologies SE ist aktuell günstig, ja sogar sehr günstig bewertet. Dies ergibt sich nicht nur aus unserem DCF-Modell sondern auch nach den **klassischen Kriterien** wie Kurs-Gewinn- bzw. Kurs-Cash-flow-Verhältnis. Zugegeben – der Telekommunikationssektor und auch das IT Dienstleistungsgeschäft haben viel von ihrem Glanz als einstige Wachstumsbranchen eingebüßt. Doch während die **Telekommunikationsbranche** laut *FactSet Research Systems Inc.* aktuell mit der 13,3-fachen Gewinnerwartung für 2011 und der 10,7-fachen Gewinnerwartung für 2012 notiert, lauten die entsprechenden Relationen für die COMplus Technologies SE 4,3 (2011e) bzw. 3,4 (2012e) und damit gerade einmal **ein Drittel der Sektorbewertung**.

Anleger haben im Umkehrschluss also dreimal so hohe Renditeerwartungen an eine Anlage in COMplus-Aktien und es stellt sich die Frage, ob COMplus ein tatsächlich dreimal so risikoreiches Investment ist. Es gibt sicher gute Gründe zur Vorsicht, auf die wir in unserer Studie auch bereits mehrfach hingewiesen haben und die wir in der nachfolgenden *SWOT-Analyse* nochmals wiederholen:

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Langjährig etabliertes IT-Systemhaus in Brandenburg • Optimale Kenntnis der lokalen Verhältnisse • Profitables Kerngeschäft • Gute Referenzen für Breitband-Ausschreibungen • Solide Bilanz • Große Erfahrung bei der Einwerbung öffentlicher Gelder 	<ul style="list-style-type: none"> • Fehlende Transparenz in der Gruppenstruktur • Unklare Kapitalmarktkommunikation • Geschäftsmodell bisher nicht konsistent • Noch nicht ausreichende Vertriebskraft • Unzureichende Management- und Personalstruktur
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Weiterhin exzellentes Neukundenpotenzial im IT-Geschäft • Fokus auf Randregionen im Internetgeschäft vermeidet Wettbewerb mit den Marktführer • Erschließung von Auslandsmärkten auf gutem Weg • Bereits entwickelte Applikation für Energieversorger könnte für Umsätze mit hohen Margen sorgen • Weitere Innovative Produkte: Bombenkoffer etc. • Aktie sehr preisgünstig 	<ul style="list-style-type: none"> • Verzögerungen bei der Umsetzung der Geschäftskonzepte • Geschäftsentwicklung stark abhängig von Fördermitteln • Geldabfluss an externe Dienstleister (COMplus GmbHs) • Neue Produkte z.B. Applikation für Energieversorger bleiben hinter den Erwartungen zurück • Zu starke Diversifikation angestrebt • Mehrfachverantwortung von CEO Maiberg (AUTEV AG)

MIDAS Research Januar 2012 - Quelle: MIDAS Research

Company Report

Andererseits ist eine eingeschränkte Transparenz aufgrund fehlender Konzernabschlüsse im Bereich des Börsensegments *Open Market* nichts grundsätzlich Ungewöhnliches und führt nicht zwangsläufig zu solch hohen Risikoabschlägen. Schwerer wiegt u.E. die bisher unklare **geschäftspolitische Ausrichtung** des Unternehmens als Beteiligungsholding einerseits und als operatives Unternehmen andererseits. Dabei spielt sicher auch das Verhältnis zur AUTEV AG eine gewisse Rolle, nicht zuletzt aufgrund der *einheitlichen Leitung* durch Uwe Maiberg. Anleger mussten sich in der Vergangenheit zu Recht fragen, ob sie nun mit einer COMplus-Aktie in die Geschäftsfelder IT Services und Internetinfrastruktur oder aber Automationstechnologie und LED-Technologie der AUTEV investieren. Entsprechend hat auch die COMplus-Aktie unter dem Kursrückgang der AUTEV-Aktie im letzten Jahr gelitten. Hierin sehen wir im Übrigen auch den zentralen Grund für die aktuell große Anlegerskepsis.

Sobald es dem COMplus Management gelingt, die Börse mit den **Geschäftsergebnissen der eigenen Kerngeschäftsfelder** zu überzeugen, sollte sich dies aber ändern. Und wir sehen dabei gute Fortschritte, würden uns aber eine noch stärkere Fokussierung auf das Dienstleistungsgeschäft wünschen. Neue Produktideen wie der Bombenkoffer, die medizintechnische Anwendung und vielleicht selbst das Energieportal mögen interessant sein, bergen angesichts der ohnehin knappen Personalressourcen in unseren Augen aber das Risiko sich zu verzetteln. Entsprechende Komponenten haben wir deshalb auch nicht für Planungs- und Bewertungszwecke übernommen sondern unsere **Modelle eigenständig entwickelt**.

Als *Herzstück* sehen wir dabei die **Projektpipeline im Breitbandgeschäft**. Aufgrund der Nischenpolitik der Erschließung ländlicher Randgebiete kann COMplus hier auf einen Fördermechanismus zurückgreifen, der letztlich den Aufbau eines lukrativen Kundenbestands ohne eigene Investitionsmittel ermöglicht. Damit wird ein hoch attraktives Portfolio aufgebaut, dessen Ertragswert wir mittelfristig auf – grob gerechnet – mindestens EUR 15 bis 20 Mio. schätzen. Auch diese Überlegung verdeutlicht, dass der in unserem DCF-Modell angesetzte Terminalwert in Höhe von EUR 5,1 Mio. sicherlich sehr vorsichtig kalkuliert ist. Dennoch zeigt unser DCF-Modell aktuell ein **Kurspotenzial von 147 % für die COMplus-Aktie** auf. Und selbst wenn dieses erreicht wäre, läge der Börsenkurs immer noch nicht bei mehr als unserer Buchwertschätzung für 2013.

Wem solche Überlegungen immer noch zu spekulativ sind, der sollte zumindest einen Blick auf die aktuelle **Substanz des Unternehmens** werfen. So weist alleine die COMplus AG in ihrem letzten Abschluss ein Eigenkapital von EUR 7,98 Mio. aus; und für den COMplus Teilkonzern, also die COMplus Technologies SE zusammen mit der COMplus AG, kalkulieren wir sogar ein **Eigenkapital von EUR 8,28 Mio. (Stichtag 30.04.2011)** verglichen mit dem derzeitigen Börsenwert von lediglich EUR 5,4 Mio. Vor diesem Hintergrund wäre die Aktie der *COMplus Technologies SE* eigentlich ein uneingeschränkter Kauf; wir akzeptieren aber den Einwand, dass – zumindest zum Stichtag 30.04.2011 – ein erheblicher Teil der Eigenmittel an andere Gesellschaften der COMplus-Gruppe bzw. die AUTEV AG verliehen sind. Zwar sind wir von der Werthaltigkeit dieser Darlehen überzeugt, beschränken uns vorläufig aber auf eine **Einstufung als „Spekulativer Kauf“** für die COMplus-Aktie, bis die notwendige Transparenz der Gruppenstruktur erreicht ist.

Company Report

Quellen (soweit nicht bereits angegeben):

COMplus Technologies SE
MIDAS Research GmbH
www.maxblue.de
www.reuters.de
www.finanztreff.de

Company Report

MIDAS Research Leserservice

Möchten Sie unsere Analysen auch direkt per Email erhalten, registrieren Sie sich bitte auf unserer Web Site <http://www.midasresearch.de> unter „RESEARCH BEZUG“

DISCLAIMER (RISIKOHINWEISE UND VERTRIEBSBEDINGUNGEN)

This report is not suited for any individuals resident in any jurisdiction in which access to such reports is regulated by applicable laws. No investment decision must be based on any aspect of, or statement in, this report. If you are uncertain if this might apply in your case you should not access and consider this report.

Diese Publikation dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Informationen und Daten aus dieser Publikation stammen aus Quellen, die der Herausgeber zum Zeitpunkt der Erstellung für zuverlässig und vertrauenswürdig hält. Soweit es sich um nicht-öffentliche Quellen handelt, sind diese jeweils angegeben. Der Herausgeber und die von ihm zur Erstellung der Publikation beschäftigten Personen haben die größtmögliche Sorgfalt darauf verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten und zugrunde liegenden Daten und Tatsachen vollständig und zutreffend sowie die herangezogenen Einschätzungen und aufgestellten Prognosen realistisch sind. Diese Plausibilitätsüberprüfung genügt jedoch nicht den Anforderungen, wie sie sich aus den Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen gemäß des Standards des Instituts der Deutschen Wirtschaftsprüfer IDW ("IDW Standard") ergeben.

Der Herausgeber übernimmt daher keine Gewähr oder Haftung für die Richtigkeit, Genauigkeit und Vollständigkeit der verwendeten und zugrunde liegenden Daten und Tatsachen, für die Angemessenheit der herangezogenen Einschätzungen oder für den Eintritt der aufgestellten Prognosen, es sei denn, es liegt eine grob fahrlässige oder vorsätzliche Pflichtverletzung zugrunde, die der Herausgeber zu vertreten hat. Insbesondere übernimmt der Herausgeber keine Garantie dafür, dass genannte Gewinnprognosen eintreffen oder genannte Kursziele erreicht werden. Die Haftung für Verstöße gegen vertragswesentliche Pflichten wird begrenzt auf den üblicherweise vorhersehbaren Schaden, höchstens jedoch EUR 20.000. Der Herausgeber hat keine Aktualisierungspflicht. Er weist darauf hin, dass Veränderungen in den verwendeten und zugrunde gelegten Daten und Tatsachen bzw. in den herangezogenen Einschätzungen einen Einfluss auf die prognostizierte Kursentwicklung oder auf die Gesamteinschätzung des besprochenen Wertpapiers haben können.

Diese Publikation stellt keine Aufforderung zur Zeichnung, zum Kauf oder zum Verkauf eines Wertpapiers dar. Weder durch den Bezug dieser Publikation noch durch die darin ausgesprochenen Empfehlungen oder wiedergegebenen Meinungen kommt ein Anlageberatungs- oder Anlagevermittlungsvertrag zwischen dem Herausgeber bzw. dem jeweiligen Verfasser und dem Bezieher der Publikation zu Stande. Jedes Investment in Aktien ist mit Risiken bis hin zum Totalverlust behaftet. Jegliche Entscheidung zur Zeichnung, zum Kauf oder zum Verkauf in Bezug auf ein in dieser Publikation besprochenes Wertpapier darf nicht auf Grundlage dieser Publikation erfolgen; sie sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen aus Prospekten und Angebotsschreiben des Emittenten und nach einer vorangehenden Beratung durch einen professionellen Anlageberater erfolgen. Diese Publikation darf nicht - auch nicht teilweise - als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in einem solchen Zusammenhang als verlässlich herangezogen werden. Diese Publikation wird dem Bezieher ausschließlich zu dessen Information zur Verfügung gestellt und darf von diesem nicht reproduziert oder an andere Personen weiter gegeben werden. Soweit nicht zwingendes Recht anderer Staaten anwendbar ist, findet das Recht der Bundesrepublik Deutschland Anwendung.

Der Gerichtsstand für alle Streitigkeiten ist Mannheim.

HINWEISE AUF MÖGLICHE INTERESSENKONFLIKTE

Diese Publikation ist von einem Wertpapierdienstleister, der mit der Emittentin in Geschäftsbeziehung steht, beauftragt worden. Die Emittentin hat vor Veröffentlichung Einsicht in diese Publikation genommen, was zu geringfügigen textlichen Änderungen geführt hat.

Wir weisen darauf hin, dass diese Veröffentlichung im Zusammenhang mit geplanten Aktienverkäufen stehen könnte und möglicherweise der Kurssteigerung dienen soll.

Jede Reproduktion, Veränderung oder Verwendung dieser Publikation ohne vorherige schriftliche Zustimmung der MIDAS Research GmbH ist unzulässig.

EMAIL: info@midas-research.de INTERNET: <http://www.midasresearch.de> KONTAKT: Simone Drepper (verantw.) +49(0)621/430 613 0

- Die MIDAS Research GmbH unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht BaFin -