



Researchstudie (Initial Coverage)

PIRONET NDH AG

**Neuausrichtung abgeschlossen -
ITK Outsourcing als Wachstumstreiber
in den Folgejahren -
Deutliches Kurspotential**

Kursziel: 3,50 €

Rating: Kaufen

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

Pironet NDH AG ^{*5}

Kaufen

Kursziel: 3,50

aktueller Kurs: 2,35

4.5.2012 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0006916406

WKN: 691640

Börsenkürzel: PNG

Aktienanzahl³: 14,590

Marketcap³: 34,29

EnterpriseValue³: 10,73

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 37,1 %

Transparenzlevel:

General Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

LBBW

Analysten:

Philipp Leipold

leipold@gbc-ag.de

Steffen Schulze

schulze@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite IV

Unternehmensprofil

Branche: IT

Fokus: Outsourcing, Software, Internet

Mitarbeiter: 379 Stand: 31.12.2011

Gründung: 1995

Firmensitz: Köln

Vorstand: Felix Höger, Dirk Schemmann



Die Pironet NDH AG agiert als Unternehmensgruppe im IT-Markt mit spezialisierten Unternehmen in den drei Geschäftssegmenten ITK Outsourcing (Pironet NDH Datacenter), Content Management (Imperia) sowie Beratung und Kreation (nexum). Die Pironet NDH AG mit Hauptsitz in Köln wurde 1995 gegründet und beschäftigt knapp 380 Mitarbeiter. Seit dem Jahr 2000 ist das Unternehmen an der Börse notiert.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e
Umsatz	45,15	52,92	54,00	59,80
EBITDA	10,56	5,76	6,50	7,63
EBIT	-7,17	1,34	2,10	3,23
Jahresüberschuss	-9,88	-0,92	1,55	2,38

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,64	-0,04	0,11	0,16
Dividende je Aktie	0,00	0,10	0,10	0,10

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,31	0,20	0,20	0,18
EV/EBITDA	1,33	1,86	1,65	1,41
EV/EBIT	-1,96	8,01	5,11	3,32
KGV	neg.	neg.	22,12	14,41
KBV		1,02		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

19.06.2012: Hauptversammlung

31.08.2012: Veröffentlichung HJ-Bericht

19.11.2012: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Inhaltsangabe

Unternehmen

Aktionärsstruktur.....	1
Konsolidierungskreis.....	1

Markt und Marktumfeld

Markt für Informations- und Kommunikationstechnologie.....	2
ITK-Mittelstandsbarometer.....	2
IT-Services und Software.....	3
Cloud Computing.....	3
Enterprise Content Management (ECM).....	4
Internetagenturen und Social Media.....	4

Geschäftsmodell und Strategie

Geschäftsmodell.....	5
ITK-Outsourcing.....	5
Content Management.....	8
Beratung & Kreation.....	9
Wachstumsstrategie.....	10
ITK-Outsourcing.....	10
Content Management.....	11
Beratung & Kreation.....	11
Wettbewerbsvergleich.....	12
ITK-Outsourcing.....	12
Content Management.....	14
Beratung & Kreation.....	14

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	16
Geschäftsentwicklung 2011.....	17
Umsatzentwicklung.....	17
Ergebnisentwicklung.....	18
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	20

SWOT-Analyse PIRONET NDH

22

Prognose und Modellannahmen

23

Umsatzprognosen.....	23
Ergebnisprognosen.....	24

Bewertung/ Fazit

DCF-Bewertung.....	25
Modellannahmen.....	25
Bestimmung der Kapitalkosten.....	25
Bewertungsergebnis.....	25
DCF-Betrachtung.....	26
Fazit	27

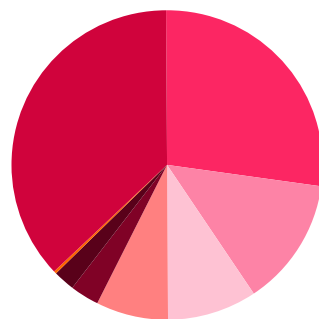
Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	III
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	V

Unternehmen

Aktionärsstruktur

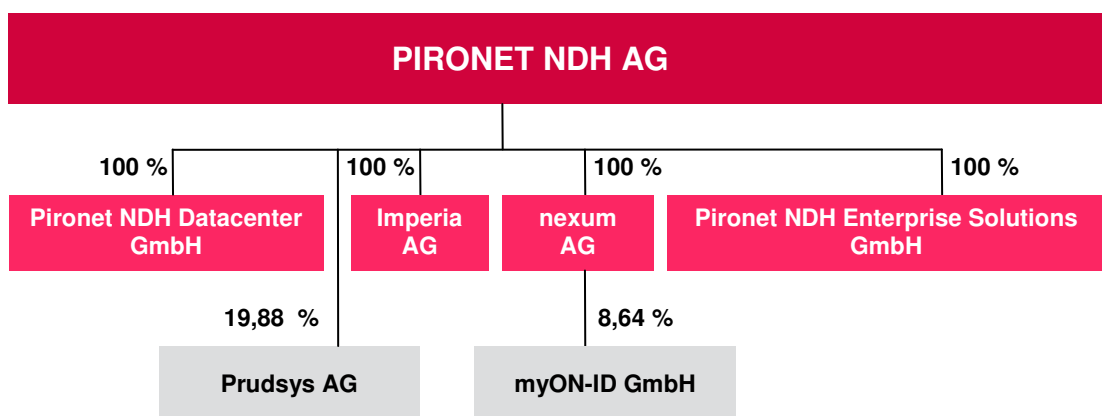
Aktionär	Anteil
Otto Wolff Industrieberatung und Beteiligungen GmbH	27,35 %
Felix Höger	13,09 %
RPV Verwaltungs-GmbH	9,42 %
Mehrdad Piroozram	7,27 %
Scherzer & Co. AG	3,07 %
LBBW Asset Management Investmentgesellschaft mbH	2,4 %
Jürgen Peter	0,27 %
Wolfgang Weidmann	0,02 %
Streubesitz	37,11 %



- Otto Wolff Industrieberatung und Beteiligungen GmbH
- Felix Höger
- RPV Verwaltungs-GmbH
- Mehrdad Piroozram
- Scherzer & Co. AG
- LBBW Asset Management Investmentgesellschaft mbH
- Jürgen Peter
- Wolfgang Weidmann
- Streubesitz

Quelle: PIRONET NDH, GBC

Konsolidierungskreis



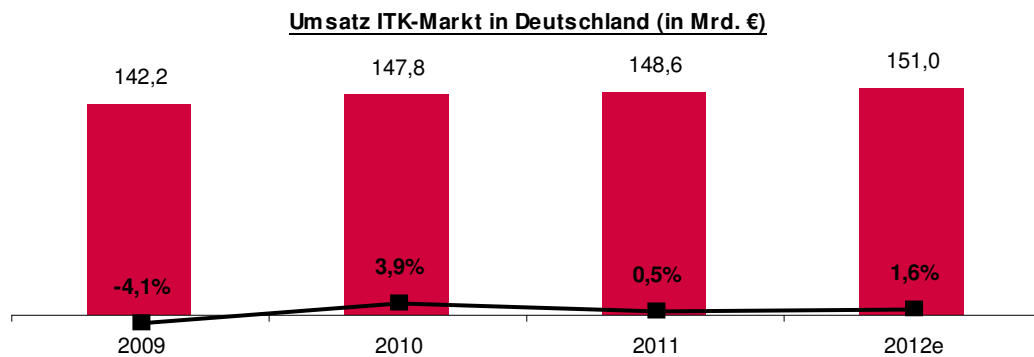
Quelle: PIRONET NDH, GBC

Markt und Marktumfeld

Markt für Informations- und Kommunikationstechnologie

Die Schuldenkrise und die dadurch bedingt schwache Wirtschaftslage in Europa bleiben in 2012 das zentrale Thema. Trotzdem hat der Internationale Währungsfonds (IWF) seine Prognose für die Wirtschaft in Deutschland im Jahr 2012 vor kurzem leicht nach oben korrigiert. Das Bruttoinlandsprodukt soll in diesem Jahr voraussichtlich um 0,6 % steigen, 0,3 Prozentpunkte mehr als noch in der vorherigen Prognose. Für 2013 geht der IWF dann von 1,5 % Wachstum in Deutschland aus.

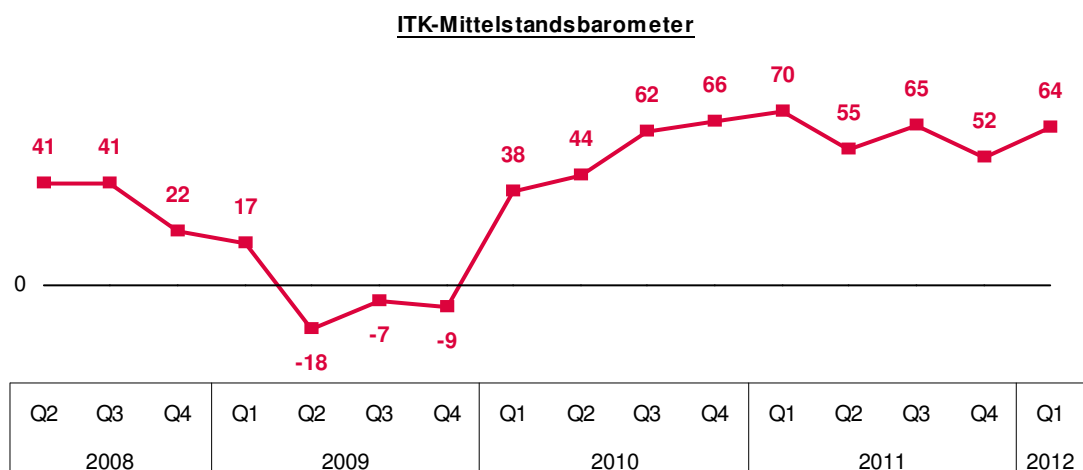
Von dieser schwachen Entwicklung in 2012 kann sich der Hightech-Sektor abkoppeln. Der Markt für Informations- und Kommunikationstechnologie (ITK) läuft sowohl in Europa als auch in Deutschland deutlich besser als die Gesamtwirtschaft. So soll der ITK-Markt in Deutschland laut Prognose des europäischen Marktforschungsinstituts European Information Technology Observatory (EITO) und des Branchenverbandes BITKOM in 2012 um 1,6 % wachsen und wirkt damit als stabilisierender Faktor für die Konjunktur.



Quelle: EITO, BITKOM, GBC

ITK-Mittelstandsbarometer

Besonders im IT-Mittelstand hat sich die Stimmung im ersten Quartal deutlich gebessert und bestätigt den seit Anfang 2010 anhaltenden positiven Trend. Eine aktuelle Konjunkturumfrage des BITKOM hat ergeben, dass 72 % und damit fast drei Viertel der kleinen und mittelständischen IT-Unternehmen in den ersten drei Monaten 2012 von steigenden Umsätzen gegenüber dem Vorjahreszeitraum berichteten. Damit trotz die Stimmung der Marktteilnehmer dem unsicheren konjunkturellen Umfeld und kann sich einmal mehr als überaus robuster und wachstumsstarker Markt behaupten. Das BITKOM-Mittelstandsbarometer hellte sich ebenfalls merklich auf und fängt damit die positive Stimmung im IT-Mittelstand gut ein.



Quelle: Quelle: BITKOM, GBC

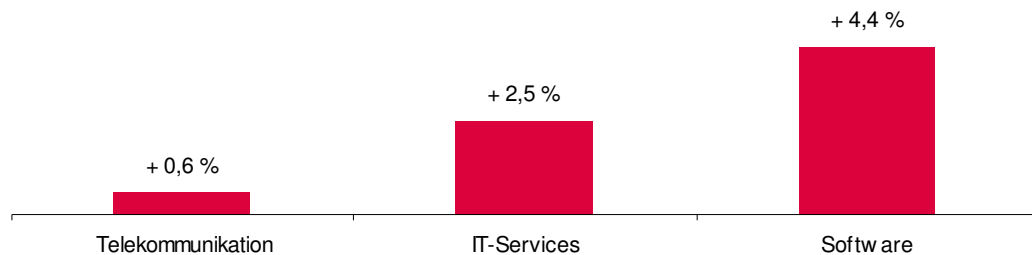
IT-Services und Software

Für das Geschäftsjahr 2012 sind die meisten Unternehmen in der ITK-Branche positiv gestimmt. Über alle Segmente hinweg rechnen durchschnittlich 78 % mit steigenden Umsätzen im Vergleich zum Vorjahr. Noch besser schätzen die Anbieter von Software und IT-Services, also alles rund um Outsourcing und IT-Beratung, die Aussichten ein. Hier erwarten 85 % der befragten Unternehmen ein Umsatzplus.

Auch auf Seiten der Kunden zeichnet sich ein überaus positives Bild ab. Einer Erhebung des BITKOM zufolge, haben rund zwei Drittel (69 %) der deutschen Unternehmen hohes Vertrauen in ihre Partner aus der ITK-Branche. Bei der Umfrage standen besonders sensible Themen wie Datenschutz und Sicherheit im Fokus. 27 % hingegen gaben an, nur geringeres Vertrauen zu deren Anbietern zu besitzen. Damit ist rund ein Viertel der Kunden tendenziell eher unzufrieden und bietet für renommierte und vertrauenswürdige Anbieter die Möglichkeit, ihren direkten Konkurrenten Marktanteile abzunehmen.

Bei einer näheren Betrachtung der einzelnen Segmente innerhalb des Gesamtmarkts zeigt sich ein uneinheitliches Bild. Im Segment Telekommunikation etwa erwartet der BITKOM im Jahr 2012 ein nur leichtes Umsatzplus von 0,6 %. Der Umsatz mit IT-Services hingegen soll um 2,5 % auf 34,9 Mrd. € steigen. Auch der Software-Markt soll mit plus 4,4 % auf knapp 17 Mrd. € ein kräftiges Wachstum erzielen.

Umsatzwachstum in Deutschland



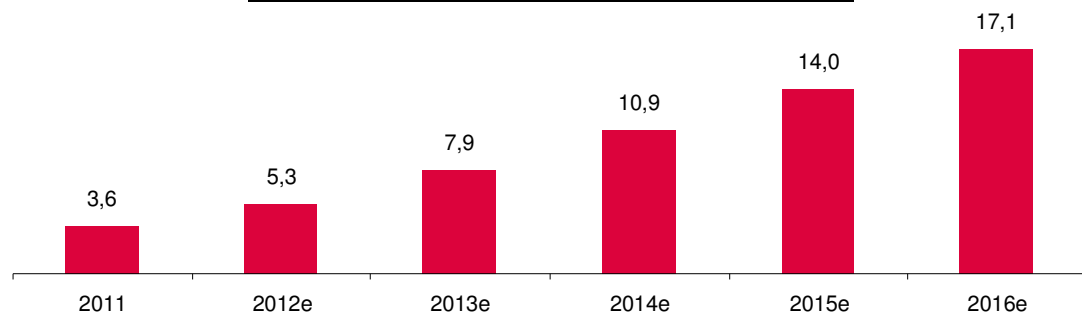
Quelle: BITKOM, GBC

Cloud Computing

Die stärksten Impulse im IT-Sektor wird in den folgenden Jahren ohne Zweifel das Thema Cloud Computing ausstrahlen. Der Branchenverband BITKOM identifiziert die Cloud als gegenwärtig einflussreichsten Technologietrend, dem die Experten transformative Kraft für die gesamte IT-Industrie zurechnen. „Cloud-Services sind die Innovationstreiber bei der Bereitstellung und Nutzung von IT-Leistungen“, sagt BITKOM-Präsident Prof. Dieter Kempf.

Mit der steigenden Verfügbarkeit von Cloud-Diensten und -Technologien sieht der Branchenverband die Informationstechnologie vor einem tiefgreifenden Umbruch. Für 2012 erwarten die Analysten der Experton Group und des BITKOM, dass der Cloud-Markt für Privat- wie Geschäftskunden in Deutschland die Umsatzschwelle von 5 Milliarden Euro beim Geschäft mit Hardware, Dienstleistungen sowie Beratung und Integration überschreiten wird.

Umsatz mit Cloud Computing in Deutschland (in Mrd. €)



Quelle: Experton Group, BITKOM, GBC

Enterprise Content Management (ECM)

Im Unterschied zum noch jungen Cloud-Computing-Markt handelt es sich beim Geschäft mit Enterprise Content Management (ECM) um ein gewachsenes und reifes Marktsegment. Gleichwohl erwarten Marktbeobachter auch in diesem Sektor weiterhin stabile Zuwächse. So prognostiziert das auf den ECM-Markt spezialisierte Beratungshaus Pentadoc ein durchschnittliches Wachstum hierzulande von 6,4 %. Im zurückliegenden Geschäftsjahr 2011 fragten ECM-Kunden dabei besonders Lösungsangebote für Elektronische Akten, Workflow- und BPM-Module sowie Lösungen zur Rechnungseingangsbearbeitung nach. Auch 2012 sollen diese Themen zu den Wachstumstreibern im Markt gehören.

Internetagenturen und Multimedia

Wie der Cloud-Computing-Sektor gehört die Interaktivbranche zu den jungen Märkten, die durch die Internetrevolution entstanden sind. Für Wachstum bei Internet- und Multimedia-Agenturen sorgen aktuell Themen wie E-Commerce, Social Media und digitale Markenführung. Laut einer Studie des Social Media Examiners aus dem Jahre 2012 arbeitet die Mehrzahl aller Unternehmen daran, Kommunikation und Verkauf auf die neuen digitalen Kanäle umzustellen.

Vor allem im Bereich Social Media nimmt jedes dritte Unternehmen dazu die Expertise externer Dienstleister in Anspruch. Entsprechend erwirtschafteten die Interaktiv-Dienstleister nach Angaben des Bundesverbands Digitale Wirtschaft (BVDW) im Geschäftsjahr 2011 ein Umsatzplus von mehr als 8 %, und auch für 2012 erwartet die Branche eine Fortsetzung des Wachstums.

Geschäftsmodell und Strategie

Geschäftsmodell

Die PIRONET NDH AG agiert als Unternehmensgruppe im IT-Markt mit spezialisierten Unternehmen in drei Geschäftssegmenten. Die PIRONET NDH AG fungiert in diesem Verbund als Management-Holding und bündelt ihr operatives Geschäft in den Segmenten ITK Outsourcing (PIRONET NDH Datacenter GmbH, PIRONET NDH Enterprise Solutions GmbH), Content Management (Imperia AG) sowie Beratung und Kreation (nexum AG).



Quelle: PIRONET NDH

ITK Outsourcing und Cloud Computing

Geschäftsfeld

An Umsatz und Ergebnis gemessen realisiert die Unternehmensgruppe ihr Hauptgeschäft im Segment ITK Outsourcing und Cloud Computing mit den Tochterunternehmen PIRONET NDH Datacenter GmbH und der im ersten Quartal 2012 gegründeten PIRONET NDH Enterprise Solutions GmbH.

In diesem Geschäftsfeld bietet die PIRONET NDH-Gruppe ITK-Outsourcing- und Cloud-Computing-Dienste für Unternehmen. Hierbei übernimmt PIRONET NDH die Betriebsverantwortung für die gesamte oder Teile der ITK-Infrastruktur des Kunden. Diese Leistungen erbringt die Gruppe auf Basis einer eigenen Infrastruktur bestehend aus Rechenzentrumsstandorten sowie einem Hochgeschwindigkeits-Datennetz innerhalb Deutschlands.

Zum ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres hat die PIRONET NDH ihre Aktivitäten in diesem Segment erweitert. Neben den zentralen Diensten hilft das Unternehmen Kunden aus dem gehobenen Mittelstand wie auch Großunternehmen jetzt auch dabei, eigene IT- und Cloud-Systeme, so genannte Private Clouds, zu planen, aufzubauen und im eigenen Rechenzentrum zu betreiben. Im Rahmen der Geschäftsfelderweiterung wurden die Organisationsstrukturen in der Unternehmenstochter PIRONET NDH Datacenter GmbH entsprechend erweitert und darüber hinaus eine neue Gesellschaft, die PIRONET NDH Enterprise Solutions GmbH, gegründet.

Für die neuen Geschäftsaktivitäten konnte PIRONET NDH zahlreiche Experten verpflichten. So führen schon jetzt Teams von Beratern, Projektmanagern, Systemarchitekten und Citrix-Fachleuten, die über umfassendes Know-how in ihren jeweiligen Tätigkeitsschwerpunkten verfügen, erste Kundenprojekte durch.

Zielgruppen

Mit seinem ITK-Outsourcing- und Cloud-Portfolio richtet sich PIRONET NDH in erster Linie an Unternehmen im gehobenen Mittelstand mit 200 bis 2000 Mitarbeitern. Diese nutzen die Infrastruktur und die Expertise von PIRONET NDH für den Zugriff auf moderne, sichere und ausbaufähige ITK-Dienste. Mit Beratung- und Integration für Private Clouds werden darüber hinaus auch Großunternehmen adressiert, die meist über größere Ressourcen für den Eigenbetrieb einer ITK-Infrastruktur verfügen. Hier unterstützt PIRONET NDH vor allem durch Betriebs-, Integrations- und Beratungs-Know-how.

Portfolio

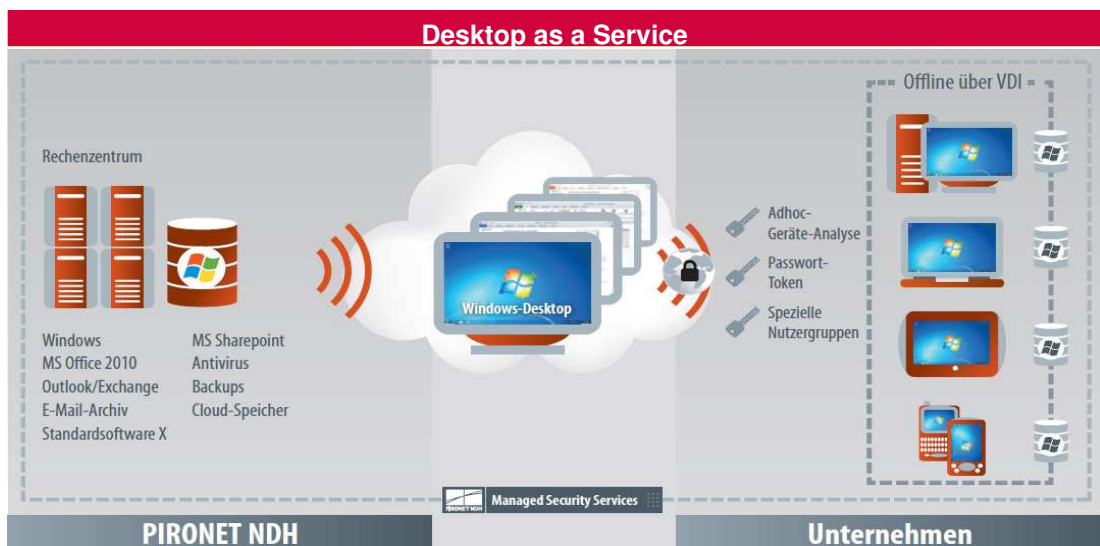
Im Geschäftsfeld ITK Outsourcing gliedert sich das Angebot von PIRONET NDH primär in zwei Leistungsbereiche:

- „Business Cloud“ – als Servicemarke für den zentralen Betrieb von Applikationen sowie IT-Ressourcen aus den PIRONET NDH-Rechenzentren,
- „My Business Cloud“ – als Marke für Beratung und Dienste für lokale IT-Infrastrukturen vor Ort beim Kunden.

Unter der Marke „Business Cloud“ bietet PIRONET NDH Applikationen im Bereitstellungsmodell Software as a Service (SaaS). Hierbei können Geschäftskunden Standardanwendungen wie etwa Microsoft Office, geschäftskritische Systeme wie SAP bis hin zum kompletten virtuellen PC-Arbeitsplatz aus den Hochleistungsrechenzentren von PIRONET NDH online beziehen.

Der Dienstleister sorgt hierbei für die zentrale Überwachung und Wartung aller Systeme und sichert somit den reibungslosen Betriebsablauf für seine Kunden. Deren Mitarbeiter können fortan über verschiedene Endgeräte wie Computer, Laptops oder auch Smartphones auf der gewohnten Bildschirmoberfläche arbeiten, während die eigentliche Software dahinter sicher und zuverlässig in der Business Cloud von PIRONET NDH läuft.

Zudem bietet PIRONET NDH aus der Business Cloud auch IT-Ressourcen im Bereitstellungsmodell Infrastructure as a Service (IaaS). Das eröffnet Unternehmen die Möglichkeit, für den Applikationsbetrieb benötigte Ressourcen wie Storage und Rechenleistung nach Bedarf aus der Business Cloud zu beziehen.



Quelle: PIRONET NDH, GBC

Als Ergänzung zu den zentralen Diensten aus der Business Cloud bietet PIRONET NDH Geschäftskunden unter dem Markennamen „My Business Cloud“ Unterstützung für das Management lokaler IT-Infrastrukturen von der Beratung, Planung und dem Aufbau bis hin zum ferngesteuerten Betrieb. Damit können Kunden der PIRONET NDH auch individuelle Cloud-Systeme im eigenen Rechenzentrum nutzen.

Eine weitere Option besteht in hybriden Cloud-Lösungen, also der Kombination von Business und My Business Clouds. So können PIRONET NDH-Kunden ihren individuellen Bedarf durch beliebige Mischformen aus fremdbezogenen und selbstbetriebenen Cloud-Komponenten abbilden. Hierbei beziehen Unternehmen beispielsweise gängige Büro-Software im SaaS-Modell aus der Business Cloud. Besonders sensible Systeme und Daten, etwa aus Forschung und Entwicklung oder dem HR-Bereich, verbleiben dagegen in der lokalen My Business Cloud unmittelbar am eigenen Standort.

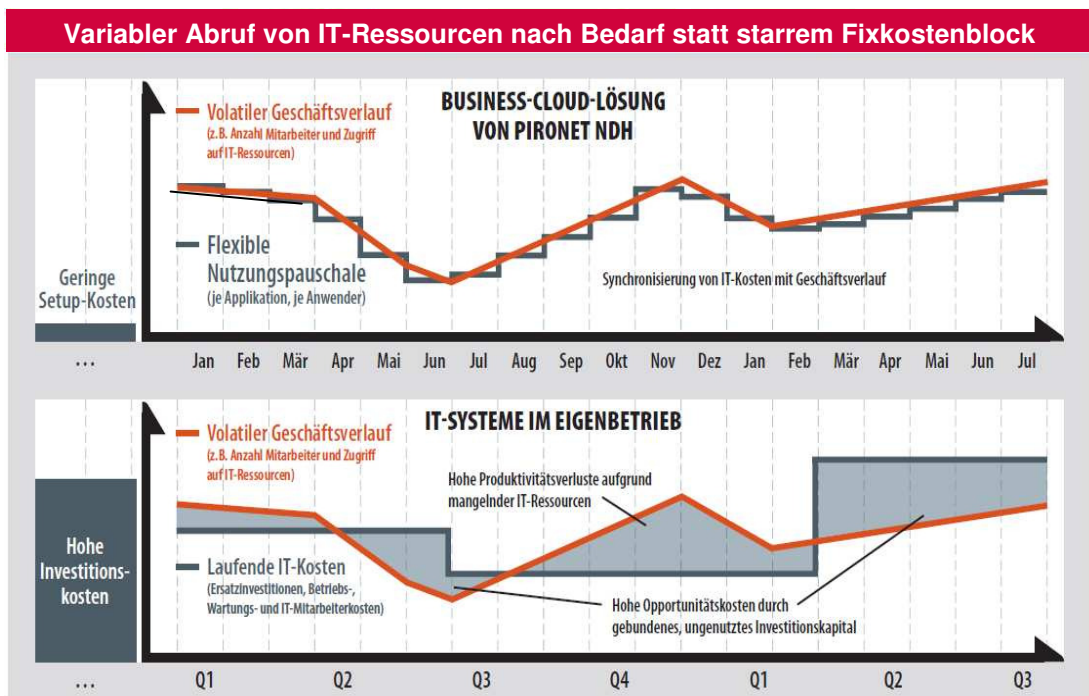
Daneben bietet PIRONET NDH ihren Kunden unter dem Label „Corporate Networks“ Weitverkehrsvernetzung von Unternehmensstandorten und somit den verschlüsselten und breitbandigen Zugang zu zentralen wie lokalen Cloud-Ressourcen.

Outsourcing- und Cloud-Computing-Kunden profitieren somit gegenüber dem Eigenbetrieb ihrer IT-Infrastruktur von hohen Skalenvorteilen, geringen Investitionen und kürzeren Innovationszyklen ihrer geschäftskritischen IT-Systeme sowie einer homogenen Servicequalität. Gerade die beiden letzten Aspekte sind in der sich schnell weiterentwickelnden IT-Branche für den Erfolg eines Unternehmens immer entscheidender.

Diese Vorteile kann PIRONET NDH für ihre Kunden aufgrund der langjährigen Expertise, des hohen Grades an Spezialisierung und des in zahlreichen Kundenprojekten erlangten Know-hows zügig und kompetent realisieren.

Geschäftsmodell

PIRONET NDH schließt mit ihren Outsourcing-Kunden oftmals Verträge über eine Laufzeit von mehreren Jahren ab. Diese enthalten kostenflexible und nutzungsabhängige Abrechnungsmodelle und ermöglichen dem Kunden einen bedarfsgerechten Abruf von IT-Ressourcen an Stelle eines starren Fixkostenblock.



Quelle: PIRONET NDH, GBC

Viele Kunden wissen diese Vorzüge auch auf lange Sicht zu schätzen. Demzufolge werden die vereinbarten Verträge mit einer Erneuerungsquote von 98 % bereits vor Ablauf erneuert und wiederum um einige Jahre verlängert. Je nach Leistungsumfang kann sich das jährliche Umsatzvolumen pro Kunde auf 0,2 bis 0,5 Mio. € belaufen. Das Segment ITK Outsourcing von PIRONET NDH hat deshalb einen hohen Anteil an langjährigen Bestandskunden und durch die gesicherten wiederkehrenden Erlöse eine entsprechende Planungssicherheit für die Zukunft.

Für die Neukundengewinnung nutzt das Unternehmen verschiedene Vertriebskanäle. Ein wesentlicher Kanal ist hierbei der Direct Sales, also die direkte und persönliche Ansprache und Beratung von potentiellen Neukunden auf Messen, per Telefon oder direkt beim Kunden vor Ort. Zudem betreuen Key Account Manager die langjährigen und wichtigsten Kunden, um die aufgebaute Kundenbindung zu erhalten und eventuelle Cross-Selling-Potentiale für weitere IT-Projekte zu realisieren.

Content Management

Geschäftsfeld

Innerhalb der PIRONET NDH-Gruppe vertritt die Tochtergesellschaft Imperia AG das Geschäftssegment Content Management. Das Softwarehaus vertreibt eigene Lösungen für Enterprise Content Management (ECMS) und Product Information Management (PIM).

Portfolio

Enterprise Content Management steht dabei als Oberbegriff für die effiziente Verwaltung und Nutzung von Wissen und Informationen innerhalb von Organisationen. Mit einem breiten Produktportfolio und darüber hinaus angebotenen Dienstleistungen bietet die Imperia AG ihren Kunden in allen Branchen individuelle und bedarfsgerechte Lösungen. Diese sollen jeglichen Ansprüchen und Zielsetzungen genügen und zielen insbesondere auf Web-Inhalte und Produktinformationen ab.

Mit den drei seit Jahren im Markt etablierten Produkten pirobase CMS, pirobase PIM und imperia CMS stellt das Unternehmen seinen Kunden flexible und individuell anpassbare Lösungen bereit, welche sich in bestehende IT-Strukturen nahtlos integriert lassen. Hierdurch werden den Kunden neue Möglichkeiten hinsichtlich der Kommunikation und Zusammenarbeit innerhalb deren Organisation eröffnet. Sowohl Projekte und Prozesse, als auch der gewöhnliche operative Betriebsablauf werden durch solche Content Management Systeme unterstützt. Im einfachsten Fall kann dies etwa die Abbildung organisatorischer Zusammenhänge durch Rollen- oder Berechtigungskonzepte sein.



Quelle: PIRONET NDH

Geschäftsmodell

Wie das Geschäftssegment ITK Outsourcing profitiert auch der Bereich Content Management in der PIRONET NDH-Gruppe aufgrund der großen Bestandskundenbasis von hohen wiederkehrenden Erlösen. Diese werden besonders durch Wartungs- und Weiterentwicklungsaufträge generiert und schaffen eine solide Basis für zukünftige Expansion.

Als einen Vertriebskanal nutzt auch die Imperia AG den Direct Sales. Weiterhin kann das Unternehmen auf ein breites Partnernetzwerk von Systemintegratoren und Agenturen zurückgreifen, über welche die Software vertrieben wird.

Daneben existieren strategische Partnerschaften mit allen wichtigen Branchenführern wie SAP, Microsoft, Oracle und IBM. Diese werden genutzt, um die eigenen Produkte weiter zu verbessern und neue Technologien von Anfang an zu begleiten.



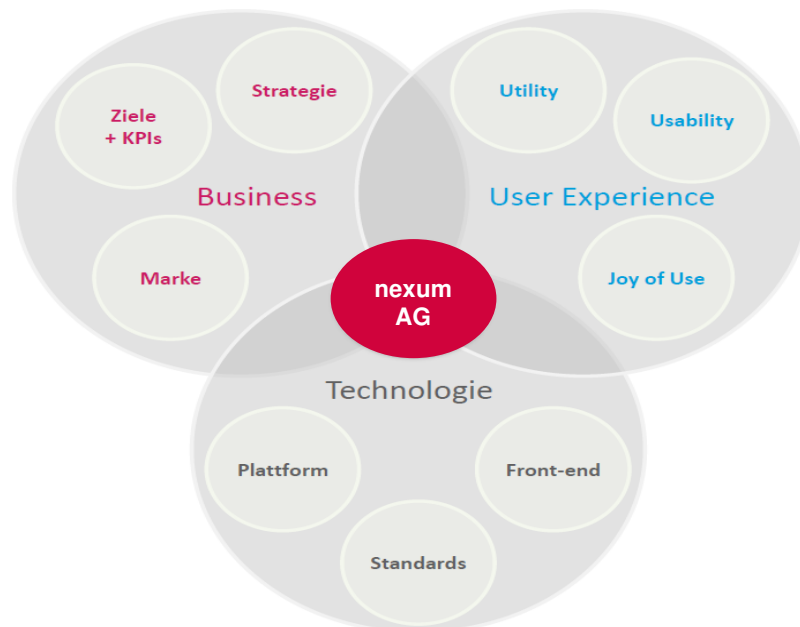
Quelle: PIRONET NDH

Beratung & Kreation

Geschäftsfeld

Das Konzernsegment Beratung und Kreation innerhalb der PIRONET NDH-Gruppe vertritt die nexum AG. Der Interaktiv-Dienstleister versteht sich als Beratung und Agentur für digitale Medien. Das Unternehmen hilft seinen Kunden bei allen Fragen zu deren Auftritt und Wahrnehmung im Internet. Durch die Erfahrung des Unternehmens im Bereich moderner Technologien und die Kompetenz in neuen Märkten wie E-Commerce, Social Media und digitale Markenführung kann die nexum ihre Lösungen an der Schnittstelle zwischen Business, Technologie und User Experience (nutzerfreundliche Bedienführung von Online-Angeboten) anbieten.

Aus Business-Sicht befassen sich Unternehmen mit der operativen und strategischen Ausrichtung ihrer Geschäftsaktivitäten, also der Erreichung von Zielen oder der Etablierung ihrer Marke. Technologisch geht es um die Verwendung modernster Standards und Plattformen, um das operative Geschäft durch einen ansprechenden Auftritt im Internet zu unterstützen. User Experience bezeichnet letztendlich das Erlebnis eines Nutzers beim Besuchen der Website, welches seine Emotionen im Bezug auf die Wahrnehmung eines Unternehmens oder einer Marke positiv beeinflussen soll.



Quelle: PIRONET NDH, GBC

Portfolio

Als Full-Service Dienstleister verfügt die nexum AG über ein breites Leistungs-Spektrum. Dieses umfasst strategische Beratung und Konzeption, Redaktion und Design von Webpräsenzen sowie das Marketing über alle digitalen Kanälen. Darüber hinaus bietet die nexum AG ihren Kunden auch technische Leistungen wie die Entwicklung und Optimierung von Webseiten und Onlineshops sowie konzeptionelle Leistungen im Projektmanagement an.

Dabei kann das Unternehmen eine Reihe namhafter Referenzen aus zahlreichen Branchen vorweisen. Neben der großen Anzahl von Referenzkunden wird der Vertrieb durch diverse Partnerschaften im Bereichen E-Commerce unterstützt.

Geschäftsmodell

Die nexum AG operiert überwiegend auf Projektbasis. Für neue Wettbewerber gelten niedrige Eintrittsbarrieren in den Interaktivmarkt. Die Abgrenzung erfolgt über Breite und Tiefe des Know-hows, Umsetzungsstärke, Referenzen und Projekterfahrung. Hier konnte sich die nexum AG bei zahlreichen Kunden als fester Partner und Leitagentur bewähren, die für den Kunden Aktivitäten im Bereich digitaler Kommunikation steuert.

Wachstumsstrategie

Insgesamt ist die PIRONET NDH-Unternehmensgruppe mit Spezialisten für Informations- und Kommunikationstechnologie in ihren drei Geschäftssegmenten auf den wichtigen Märkten der IT-Branche gut positioniert.

Durch die im Rahmen der Restrukturierung erfolgte Fokussierung auf diese drei Geschäftssegmente kann die Management-Holding übergeordnet für einen effizienten und sich stetig verbessernden Geschäftsbetrieb innerhalb des Konzerns sorgen.

Das zukünftige Wachstum der PIRONET NDH AG wird von verschiedenen Trends und Möglichkeiten getrieben. Dabei dominieren in jedem Tochterunternehmen unterschiedliche Faktoren und ergeben Chancen für eine rentable Zukunft.

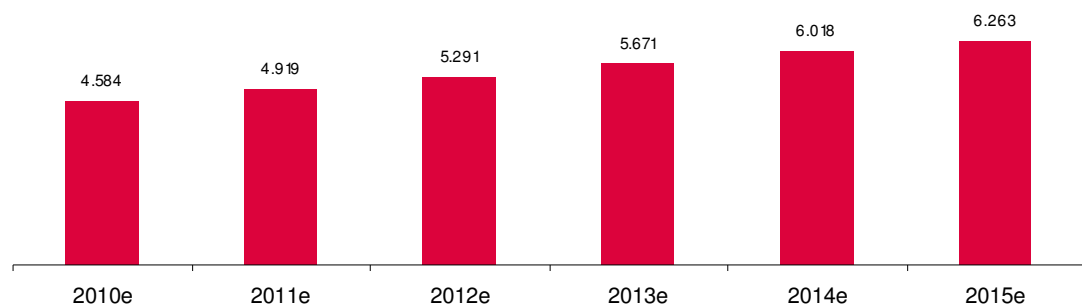
ITK-Outsourcing

Im Segment ITK Outsourcing bieten die wirtschaftlichen Vorteile des Outsourcings, das Megathema Cloud Computing sowie die geringe Marktdurchdringung von externen Betriebsdienstleistungen im Mittelstand erhebliche Chancen für PIRONET NDH. Durch das Auslagern der eigenen Informationstechnik sparen Geschäftskunden die interne Betreuung durch eigene IT-Spezialisten und können sich dadurch auf ihre operativen Kernkompetenzen konzentrieren.

Zudem erübrigt der Wegfall der eigenen IT-Infrastruktur Ersatzinvestitionen und Wartungskosten in der Zukunft. Durch das Outsourcing können kostenflexible und nutzungsabhängige Abrechnungsmodelle für den Bezug von IT-Ressourcen umgesetzt und damit erhebliche Kostenvorteile auf Kundenseite realisiert werden. Diese Vorteile dürften potentielle Neukunden besonders im Mittelstand schnell überzeugen und können somit zu Umsatz- und Ergebniswachstum führen.

Zu diesem Ergebnis kommen auch die Experten von Lünendonk, einem führenden Marktforschungsinstitut für die IT-Branche. Deren Schätzungen zufolge soll das Outsourcing bei mittelständischen Unternehmen in der Zielregion der PIRONET NDH – Deutschland, Österreich und der Schweiz – bis 2015 mit jährlich rund 6,4 % deutlich zunehmen.

Outsourcing bei mittelständischen Unternehmen in Deutschland, Österreich und der Schweiz (in Mio. €)



Quelle: Lünendonk, GBC

Durch die langfristigen Kundenbeziehungen und den hohen Anteil wiederkehrender Erlöse ist ein solides Fundament für die Zukunft bereits errichtet. Auf dieser Basis kann deshalb jeder neugewonnene Kunde zum weiteren Wachstum des Unternehmens beitragen.

Weiterhin dürfte besonders das Megathema Cloud Computing, also die bedarfsabhängige Bereitstellung von IT-Infrastrukturen und Softwarediensten über ein Netzwerk, zum dynamischen Wachstum des Segments ITK-Outsourcing beitragen. So soll laut einer Studie des führenden Research- und Beratungsinstituts Experton Group besonders der Mittelstand in Deutschland zum Nachfragemotor in diesem Markt werden. Durch ihre ausgezeichnete Positionierung im mittelständischen Kundensegment kann PIRONET NDH überdurchschnittlich vom Cloud-Computing-Boom profitieren.

PIRONET NDH hat sich mit seiner Expertise zudem an der Schnittstelle zwischen klassischem ITK-Outsourcing und Cloud Computing positioniert – nach Auffassung des Marktforschungsinstituts Gartner ein eindeutiger Pluspunkt: So erwarten die Analysten, dass sich vor allem „cloud-enabled Outsourcing“ zum Treiber der neuen Technologie im B2B-Markt entwickelt.

Die Herausforderung für Anbieter liegt darin, dass Unternehmen ihre ITK-Landschaften nicht kurzfristig auf das neue Cloud-Paradigma umstellen, sondern Cloud Computing schrittweise und allmählich für sich erschließen. PIRONET NDH zwingt ihren Kunden keine Entscheidung für Cloud Computing und gegen klassisches ITK-Outsourcing auf. Stattdessen erhalten Unternehmen ein ganzheitliches und vielschichtiges Angebot, das auch bestehende Outsourcing-Lösungen durch Cloud-Technologien veredelt und einen flexiblen und fließenden Übergang hin zu modernen IT-Bezugsmodellen und On-Demand-Services ermöglicht.

Content Management

Für die Imperia AG liegen die Wachstumsmöglichkeiten besonders in den stetig ansteigenden Anforderungen an die Kommunikationsfähigkeit von Unternehmen und in deren immer komplexeren Strukturen. Nur durch den Einsatz entsprechender Technologien wie Enterprise Content Management können Organisationen diese wachsenden Anforderungen künftig überhaupt noch bewältigen.

Generell ist für Unternehmen die Verbesserung der internen Kommunikation ebenso wichtig wie die der externen. Die Fähigkeit eines Unternehmens die richtige Kommunikation und Information mit einem neuen Produkt zu assoziieren, kann sich zu einem echten Wettbewerbsvorteil entwickeln. Eine inhaltlich konsistente und verständliche Kommunikation über verschiedene Medien hinweg wird damit absolut fundamental. Dies macht ein intelligentes Content Management System nahezu unverzichtbar.

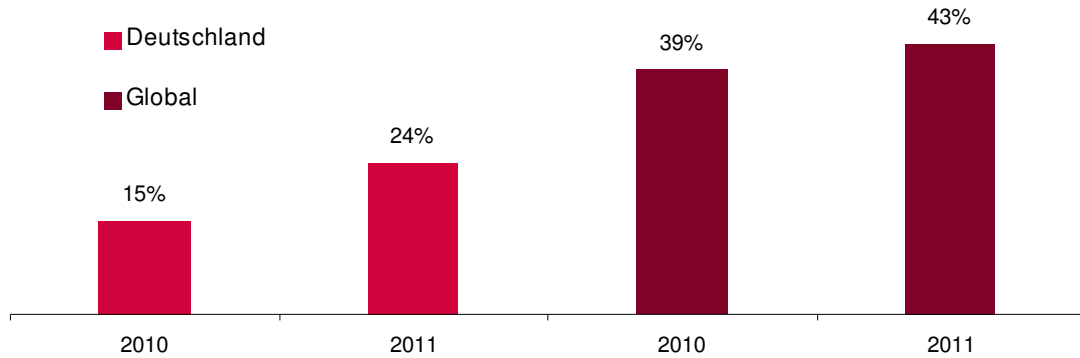
Durch ihre drei verschiedenen Produkte kann die Imperia AG diesen Bedarf in verschiedenen Preissegmenten und für unterschiedliche Unternehmensgrößen abdecken. Sollte es dem Unternehmen überdies gelingen, seine Partnerschaften weiter auszubauen und neue Distributionswege zu erschließen, könnte dies für deutliche Umsatzzuwächse sorgen.

Beratung & Kreation

Die nexum AG profitiert vorrangig von den kommunikativen Umwälzungen durch das Internet und in dessen Folge von Trends wie E-Commerce, digitaler Markenführung und Social Media. Auf diesen Feldern besteht in vielen Unternehmen Beratungs- und Handlungsbedarf. Die Transition des klassischen Marketings, des Handels und öffentlichen Unternehmensdarstellung in den digitalen Raum birgt für Internet-Agenturen wie nexum bedeutendes Potential.

So hat die globale Medienagentur Universal McCann in ihrer aktuellen Social Media-Studie „Wave6“ herausgefunden, dass sowohl die Anzahl aktiver Nutzer als auch die Pflege eigener Social-Media-Profile in Deutschland stetig zunimmt. Trotzdem liegt Deutschland mit 53,1 % immer noch deutlich unter dem weltweiten Durchschnitt. Entsprechend konnte hierzulande erneut ein ansehnliches Wachstum im Bereich Social Media erzielt werden, während die weltweite Entwicklung in diesem Bereich stagniert. Da die Marktdurchdringung in Deutschland weiterhin deutlich unterhalb des weltweiten Niveaus liegt, bietet sich damit ein überdurchschnittlich gutes Aufholpotential für die Interaktivwirtschaft.

Social-Media ist ein wesentlicher Bestandteil meines sozialen Umfelds



Quelle: Universal McCann, GBC

Eine digitale Strategie wird sowohl für die Attraktivität von Marken und Produkten, aber auch für die Personalgewinnung immer wichtiger. Hier kann die nexum AG breite Erfahrung aus erfolgreich abgeschlossenen Projekten für börsennotierte Unternehmen aus dem DAX und MDAX ebenso wie für Unternehmen aus dem Mittelstand vorweisen. Das bildet eine solide Basis, um auch in Zukunft entsprechende Aufträge zu erhalten und vom Wachstum des Gesamtmarktes stark zu profitieren.

Wettbewerbsvergleich

Ein wesentlicher Faktor für das Wachstum und den Erfolg in der Zukunft ist die Positionierung der PIRONET NDH AG in ihren jeweiligen Märkten. Alle drei Tochtergesellschaften haben sich in den vergangenen Jahren eine gute Marktposition erarbeitet und diese stetig verbessert.

ITK-Outsourcing

Im Segment ITK Outsourcing hat sich PIRONET NDH durch das ganzheitliche Service-Konzept und die Fokussierung auf den Mittelstand ein wertvolles Alleinstellungsmerkmal gegenüber dem Wettbewerb erarbeitet. Der Faktor Augenhöhe – klare Zuständigkeiten, kurze Kommunikationswege und eine hohe Kundenorientierung – bietet Kunden deutliche Vorteile gegenüber anderen Anbietern. Bei großen, internationalen ITK-Dienstleistern fürchten Unternehmen aus dem Mittelstand mit ihren Auftragsvolumina als Kunden zweiter Klasse behandelt zu werden.

PIRONET NDH setzt beim Service dagegen bewusst auf Augenhöhe. So haben mittelständische Kunden die Gewissheit, dass ihr Dienstleister auch ihren geschäftskritischen Systeme jederzeit die höchste Priorität einräumt. Für den Kunden bedeutet dies mehr Flexibilität und verlässliche Abläufe. Er kennt seine Ansprechpartner persönlich und kann diese jederzeit kontaktieren. Auf der Basis exakt definierter Service Level Agreements werden alle vereinbarten Leistungsparameter dokumentiert und garantieren den zugesagten Servicegrad. Diese Vereinbarungen und die dadurch gewonnene Kundennähe schaffen Vertrauen und Bindung, welche die mittelfristigen Erlöse der PIRONET NDH Datacenter sichern.

Passend zum Bedarf im Mittelstand verfolgt PIRONET NDH einen ganzheitlichen Portfolio-Ansatz. Geschäftskunden können bei PIRONET NDH alle wichtigen IT-Dienste aus einer Hand beziehen, vom kompletten virtuellen Windows-Arbeitsplatz aus der Cloud bis Netzanbindung für die Unternehmensstandorte. Vor allem mittelständische Kunden, die über geringere Ressourcen an IT-Personal und -Know-how verfügen, profitieren bei einem ganzheitlichen Angebot von einer deutlich reduzierten Komplexität beim IT- und Sourcing-Management.

Ein weiterer Wettbewerbsvorteil ist das klare Bekenntnis zum Standort Deutschland und zum Thema Datensicherheit: Im Unterschied zu global agierenden Wettbewerbern produziert PIRONET NDH alle Outsourcing- und Cloud-Dienste ausschließlich in deutschen Rechenzentren, mithin im deutschen Rechtsraum und nach den anspruchsvollen deutschen Datenschutzvorgaben.

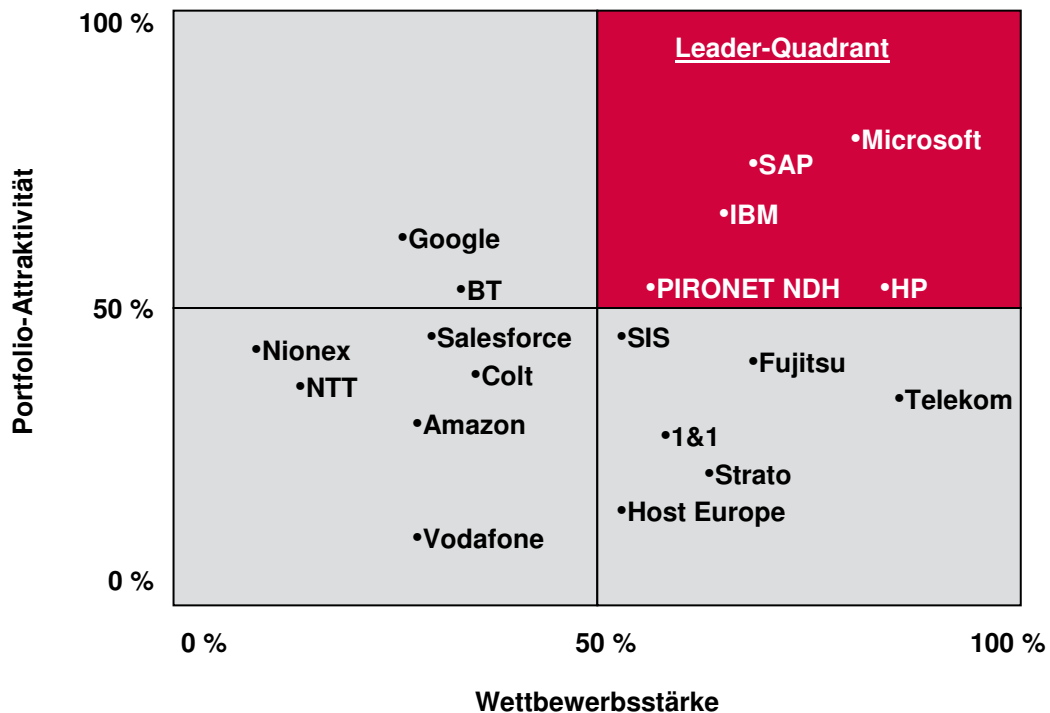
Als Nachweis für die strikte Einhaltung der rechtlichen Vorgaben zur Informationssicherheit lässt PIRONET NDH dazu seine Prozesse wie seine technische Infrastruktur regelmäßig von unabhängigen Experten prüfen. So kann der Dienstleister ein professionelles Informations-Sicherheits-Management vorweisen, zertifiziert nach der international anerkannten ISO-Norm 27001. Somit haben PIRONET NDH-Kunden die Gewissheit, auch bei der Verarbeitung von Kundendaten alle rechtlichen Vorgaben zu erfüllen. Ein entscheidendes Argument beim Outsourcing sensibler Daten in die Cloud.

Daneben ist das Unternehmen Partner von namhaften Herstellern wie etwa SAP oder Microsoft und beweist damit seine mehrfach ausgezeichnete Qualität und Kompetenz. Diese Qualitätssiegel heben die PIRONET NDH gegenüber ihren Konkurrenten hervor.



Quelle: PIRONET NDH

Im zuvor angesprochenen Wachstumsmarkt Cloud Computing ist PIRONET NDH hervorragend positioniert. Mehrere Marktstudien der Experton Group bescheinigen dem Dienstleister eine führende Position im Cloud-Computing-Markt. Dank ihrer konsequenten Ausrichtung auf den Mittelstand verorten die Experton-Analysten PIRONET NDH im Leader-Quadranten für Cloud Computing im deutschen Mittelstand – unter Weltkonzernen wie zum Beispiel Microsoft und IBM. Dabei konnte PIRONET NDH ihre Positionierung 2011 noch festigen. In einem deutlich wettbewerbsintensiveren Umfeld als zur Pilotstudie 2010 klassifizierte die Experton Group PIRONET NDH bereits zum zweiten Mal als einen der führenden Anbieter von Cloud-Diensten für mittelständische Unternehmen.



Quelle: Experton Group

Wie die Experton Group rechnen auch Roland Berger Strategy Consultants PIRONET NDH bereits heute zu den „wichtigen EU-Playern in der Cloud Economy“ – gemeinsam mit 17 weiteren europäischen Unternehmen. In einem aktuellen, internationalen Zukunftspapier „Survival of the Fittest“ aus dem November 2011 untersucht die Beratungsgesellschaft aufgrund welcher Erfolgsfaktoren und politischen Rahmenbedingungeneuropäische Anbieter einen weltweiten Spitzenplatz in der sich entwickelnden Cloud-Industrie übernehmen können.

Content Management

Die Imperia AG verfügt als langjährig bekannter Marktteilnehmer und dank etablierter Produkte über eine gute Positionierung sowie eine dementsprechend solide Kundenbasis mit mehr als 1.000 Kundeninstallationen. Aufgrund des universellen Portfolios unterliegt das Softwarehaus keiner Branchenbeschränkung. Während sich vergleichbare Produkte wie FirstSpirit von der e-Spirit AG etwa auf international ausgerichtete Unternehmen konzentrieren, kann die Imperia AG über unterschiedliche Lösungen in verschiedenen Preissegmenten operieren und sowohl Konzerne als auch mittelständische Unternehmen adressieren. Zudem bietet die Imperia AG als einziges Softwarehaus im Markt ECMS- und PIM-Lösungen aus einer Hand.

Zudem entwickelt die Imperia AG ihre Produkte kontinuierlich weiter, um zeitgemäße Lösungen vorzuhalten und sich im Wettbewerb weiter durchzusetzen. So lässt sich beispielsweise das eigene Content Management System imperia 9 problemlos auf iPad und iPhone nutzen.

Was die Klassifizierung der Kunden betrifft, so sind hier besonders inländische Großkunden aufzufinden. Deren Bedarf an einem effizienten und leistungsfähigen Content Management ist oftmals aufgrund der zunehmenden Komplexität ihrer Organisation entsprechend hoch. Egal ob Medien, Banken, Industrie, Handel oder öffentliche Auftraggeber – die Produkte der Imperia AG sind gefragt. So nutzt Europas führendes Hotelportal HRS die Produkte ebenso wie Panasonic, AXA, Praktiker oder Saturn Deutschland, um nur einige der zahlreichen Kunden zu nennen.

Medien	Banken Versicherungen	Universitäten
Industrie / Handel	Öffentliche Auftraggeber	Städte

Quelle: PIRONET NDH, GBC

Beratung & Kreation

Die nexum AG gehört seit ihrer Gründung im Jahr 2007 zu den am schnellsten wachsenden Interaktiv-Dienstleistern in Deutschland. Mittlerweile zählt die nexum AG hierzulande zu den Top-20-Internetagenturen nach dem renommierten Agenturranking des Bundesverbands Digitale Wirtschaft (BVDW). In einzelnen Subrankings belegt nexum noch bessere Plätze, beispielsweise Platz 11 in der Kategorie E-Commerce, während man unter den Internet-Dienstleistern sogar zu den Top-3 zählt.

Darüber hinaus konnte sich der Interaktiv-Dienstleister auch in internationalen Rankings deutlich behaupten. Im renommierten GP Bullhound Media Momentum Ranking etwa schaffte es die nexum AG als eines der wachstumsstärksten Internetunternehmen Europas in die Top 10 der Kategorie „Digital Agency“.

Ranking	Unternehmen	Umsatz 2007/2008 (in Mio. €)	Umsatz 2009/2010 (in Mio. €)	Wachstum (CAGR)
1	Perform	7,945	52,206	156%
2	AD2ONE	3,964	19,358	121%
3	Orca Digital	0,484	2,254	116%
4	Saffron Digital	1,226	3,611	72%
5	TechnoPhobia	2,313	6,485	67%
6	Fjord	5,079	12,93	60%
7	spot-media	2,694	6,807	59%
8	Euroweb Group	13,126	32,378	57%
9	nexum	4,393	9,409	46%
10	Wiethe Interaktiv	3,166	5,975	37%

Quelle: GP Bullhound, GBC

Die nexum AG kann inzwischen eine Vielzahl von Referenzen erstklassiger und international bekannter Unternehmen vorweisen. Für DAX- und MDAX-Unternehmen wie BMW, ThyssenKrupp und Continental wurden ebenso wie für die FIFA oder SONY Projekte erfolgreich abgeschlossen. Teilweise wurden die Auftraggeber hierdurch zu langjährigen Bestandskunden und sichern damit wesentliche Umsatzerlöse der Zukunft.

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2010	Δ in %	GJ 2011	Δ in %	GJ 2012e	Δ in %	GJ 2013e	Δ in %
Umsatzerlöse	45,146	100,00%	52,916	100,00%	54,000	100,00%	59,800	100,00%
Umsatzkosten	-27,797	-61,57%	-32,249	-60,94%	-33,264	-61,60%	-36,837	-61,60%
Bruttoergebnis vom Umsatz	17,349	38,43%	20,667	39,06%	20,736	38,40%	22,963	38,40%
Marketing- und Vertriebskosten	-6,143	-13,61%	-6,464	-12,22%	-6,800	-12,59%	-7,300	-12,21%
Allgemeine Verwaltungskosten	-9,813	-21,74%	-10,193	-19,26%	-9,200	-17,04%	-9,500	-15,89%
Forschungs- und Entwicklungskosten	-4,497	-9,96%	-2,532	-4,78%	-2,500	-4,63%	-2,800	-4,68%
Wertminderungen	-4,071	-9,02%	-0,121	-0,23%	-0,121	-0,22%	-0,121	-0,20%
Sonstige Erträge	0,022	0,05%	0,032	0,06%	0,035	0,06%	0,035	0,06%
sonstige Aufwendungen	-0,020	-0,04%	-0,052	-0,10%	-0,050	-0,09%	-0,050	-0,08%
EBIT	-7,173	-15,89%	1,337	2,53%	2,100	3,89%	3,227	5,40%
Zinserträge	0,243	0,54%	0,121	0,23%	0,150	0,28%	0,200	0,33%
Zinsaufwendungen	-0,001	0,00%	-0,031	-0,06%	-0,030	-0,06%	-0,030	-0,05%
Wertminderungen auf Anteile an assoziierten Unternehmen	-0,600	-1,33%	-0,395	-0,75%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Gewinn/Verlust aus assoziierten Unternehmen	0,204	0,45%	0,288	0,54%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Ergebnis vor Steuern	-7,327	-16,23%	1,320	2,49%	2,220	4,11%	3,397	5,68%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,164	-0,36%	-0,126	-0,24%	-0,666	-1,23%	-1,019	-1,70%
Latente Steuern	1,880	4,16%	1,130	2,14%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Jahresfehlbetrag aufgegebene Geschäftsbe- reiche	-6,195	-13,72%	-3,265	-6,17%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Minderheitenanteile	1,929	4,27%	0,024	0,05%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Jahresüberschuss	-9,877	-21,88%	-0,917	-1,73%	1,554	2,88%	2,378	3,98%

Geschäftsentwicklung 2011

in Mio. €	GJ 2010	Δ 2010/2011	GJ 2011
Umsatzerlöse (netto)	45,15	+17,2 %	52,92
EBITDA (Marge)	10,56 (23,4 %)	-45,5 %	5,76 (10,9 %)
EBIT (Marge)	-7,17 (neg.)	K. A.	1,34 (2,5 %)
Jahresüberschuss	-9,88	K. A.	-0,92
EPS in €	neg.	K. A.	neg.

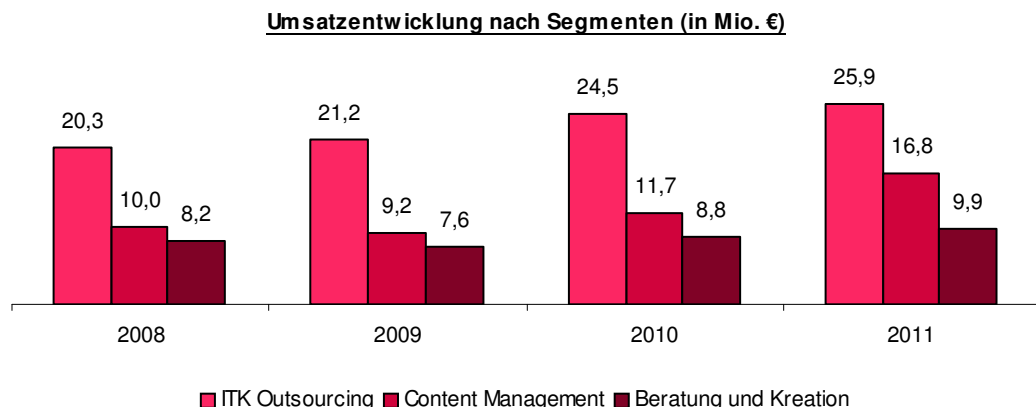
Quelle: PIRONET NDH, GBC

Umsatzentwicklung - Deutliches organisches Wachstum in allen fortgeführten Segmenten

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2011 war für die PIRONET NDH AG insofern von großer Relevanz, als dass die strategische Neuausrichtung der Gesellschaft nahezu abgeschlossen werden konnte und gleichzeitig die Weichen für die Rückkehr in eine nachhaltige Profitabilität erfolgreich gestellt wurden. Auf Konzernebene konnte der Turn-Around mit einem positiven EBIT trotz hoher Einmalaufwendungen bereits erreicht werden. Die Verluste aus aufgegebenen Segmenten belasten den Konzernjahresüberschuss in 2011 letztmalig.

Die PIRONET NDH AG konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 eine deutliche Umsatzsteigerung verzeichnen, die aus rein organischer Kraft erreicht wurde. Auf Konzernebene legten die Umsatzerlöse um 17,2 % von 45,15 Mio. € in 2010 auf nun 52,92 Mio. € in 2011 zu. Das Wachstum wurde dabei gleichermaßen von den drei Segmenten **ITK Outsourcing (PIRONET NDH Datacenter)**, **Content Management (Imperia)** sowie **Beratung und Kreation (nexum)** getragen. Die Auslandsumsätze beliefen sich in 2011 auf 5,25 Mio. € nach 5,98 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Damit wurden rund 9,9 % (VJ: 13,2 %) der Umsätze mit im Ausland ansässigen Kunden erzielt. Zudem gab es keinen Kunden, welcher einen Umsatzanteil von mehr als 10 % ausmachte.

Das nachstehende Schaubild zeigt die Umsatzentwicklung der einzelnen Geschäftsbereiche für den Zeitraum 2008 bis 2011.



Quelle: PIRONET NDH, GBC

Als der wesentliche Wachstumstreiber hat sich in den vergangenen Jahren das umsatzseitig größte Segment **ITK Outsourcing** erwiesen. Hier profitierte die Gesellschaft von einer anziehenden Kundennachfrage nach IT-Outsourcing-Dienstleistungen und Cloud-Applikationen. Die Umsätze erhöhten sich hier kontinuierlich von 20,3 Mio. € in 2008 auf 25,9 Mio. € in 2011, was einer **Compound Annual Growth Rate (CAGR)** von rund 8,5 % entspricht. Damit sind knapp die Hälfte der Konzernumsätze diesem Segment zuzuordnen.

Der Bereich ITK Outsourcing konnte dank der Fokussierung auf den deutschen Mittelstand und dem hochmodernen Rechenzentrum in Hamburg die Kundenbasis stetig ausweiten. Aufgrund der langlaufenden Verträge kann der Bereich ITK Outsourcing eine sehr gute Planungssicherheit und eine hohe Visibilität der Umsätze vorweisen. Zudem hat ein Großteil der Umsätze einen wiederkehrenden Charakter.

Das dynamische Umsatzwachstum in 2011 von 43,1 % auf 16,81 Mio. € (VJ: 11,75 Mio. €) im Bereich **Content Management** war maßgeblich durch zwei Sonderfaktoren beeinflusst. So vereinnahmte Imperia einerseits eine Lizenzzahlung über 2,6 Mio. € aus dem Verkauf der Beteiligung an der SA2 Worldsync AG. Des Weiteren konnte ein Großprojekt mit einem Kunden aus dem Handelsbereich realisiert werden. Die Umsätze aus festen Wartungsverträgen sollten sich nach unserer Schätzung in 2011 auf rund 3 Mio. € belaufen haben. Die Wartungserlöse verteilen sich dabei auf rund 1000 Kundeninstallationen.

Der kleinste Bereich **Beratung und Kreation** wird durch die Tochtergesellschaft nexum repräsentiert. Die nexum partizipierte in den vergangenen Jahren an dem rasanten Marktwachstum für digitale Medien und konnte sowohl die Umsätze als auch die Kundenbasis deutlich steigern. So gelang es der Agentur die Umsätze von 7,56 Mio. € in 2009 um 30,4 % auf 9,86 Mio. € im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 zu erhöhen. Diese erfreuliche operative Entwicklung ging einher mit einer Aufstockung der Mitarbeiteranzahl. Anfang 2012 beschäftigte nexum bereits mehr als 100 Mitarbeiter.

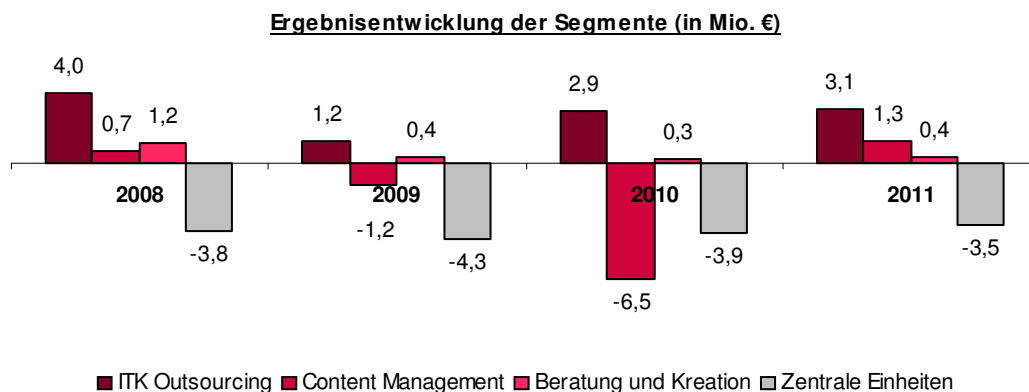
Ergebnisentwicklung - Rückkehr in die Gewinnzone auf EBIT-Ebene

Auf Ebene der fortgeführten Konzernsegmente konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 der Turnaround vollzogen und erstmalig seit 2008 wieder ein positives Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) ausgewiesen werden.

Der wesentliche Kostenblock in 2011 waren die **Personalaufwendungen**. Diese beliefen sich auf 26,41 Mio. € nach 24,03 Mio. € im Vorjahr. Dieser Anstieg beim Personalaufwand ist neben der im Jahresdurchschnitt höheren Mitarbeiterzahl sowie der variablen Vergütungsstruktur auch auf Abfindungen von knapp 1,3 Mio. € zurückzuführen. Die Abfindungen belasteten dabei vor allem das Segment „Zentrale Einheiten“. Im Jahresdurchschnitt beschäftigte der PIRONET-Konzern 379 Mitarbeiter.

Die **Forschungs- und Entwicklungskosten** entfielen fast ausschließlich auf die Mitarbeiter bei der Tochtergesellschaft Imperia und reduzierten sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 signifikant auf 2,53 Mio. € (VJ: 4,50 Mio. €). Im Gegenzug erfolgte in 2011 eine konstante Aktivierung von Eigenleistungen in Höhe von 1,41 Mio. € (VJ: 1,41 Mio. €). Hier stand eine Abschreibung auf die in den Vorjahren getätigten aktivierten Eigenleistungen von 1,11 Mio. € gegenüber. Die Abschreibungsdauer auf aktivierte Eigenleistungen beträgt fünf Jahre.

Das nachfolgende Schaubild zeigt die Ergebnisse der einzelnen Segmente.



Quelle: PIRONET NDH, GBC

Die EBIT-Marge des Bereichs **ITK Outsourcing** lag dabei, mit Ausnahme von 2009, stets über der Marke von 10 %. Damit lieferte das größte Geschäftsfeld den mit Abstand wichtigsten Ergebnisbeitrag. Das Segment **Beratung und Kreation** erzielte in den vergangenen drei Jahren eine EBIT-Marge zwischen drei und sechs Prozent. Das Agenturgeschäft ist geschäftsmodellbedingt weniger margenträchtig als der Outsourcing- und Produktbereich.

Die Verluste im Bereich **Content Management** in den Jahren 2009 und 2010 erklären sich vornehmlich durch hohe Abschreibungen auf aktivierte Eigenleistungen. In 2011 konnte ein hervorragendes Ergebnis von 1,3 Mio. € erreicht werden, welches allerdings infolge zweier Sondereffekte leicht nach oben verzerrt wurde.

Wie bereits oben erwähnt, wurde das Ergebnis des Segments **Zentrale Einheiten** durch Abfindungen und einmalige Restrukturierungsaufwendungen belastet. Folglich fiel das Ergebnis in 2011 mit -3,5 Mio. € deutlich negativ aus. Mittelfristig rechnen wir hier mit jährlichen Kosten von rund 2 Mio. €.

Auf operativer Basis verzeichnete die PIRONET NDH AG somit in 2011 die Rückkehr in die Gewinnzone und erzielte ein EBIT in Höhe von 1,34 Mio. €. Die EBIT-Marge lag mit 2,5 % noch auf einem ausbaufähigen Niveau. Wir sehen die Gesellschaft auf einem guten Weg, so dass die Margensituation in den kommenden Jahren weiter verbessert werden kann.

Die aufgegebenen Geschäftsbereiche (Finance IT und Master Data Services) belasteten das Ergebnis letztmalig mit 3,3 Mio. € und führten somit zu einem negativen Konzernergebnis. Der Jahresüberschuss belief sich in 2011 auf -0,92 Mio. € nach -9,88 Mio. € in der vergleichbaren Vorjahresperiode.

Überaus positiv werten wir die Tatsache, dass eine Dividendenausschüttung anlässlich der Hauptversammlung Mitte Juni 2012 in Höhe von 0,10 € angekündigt wurde. Die Dividendenzahlung erfolgt dabei steuerfrei, da sie aus dem steuerlichen Einlagekonto geleistet wird.

Bilanzielle und finanzielle Situation - Hervorragende Bilanzrelationen

in Mio. €	GJ 2009	GJ 2010	GJ 2011
Eigenkapital	44,29	34,52	33,59
EK-Quote in %	77,7	69,1	77,5
Operatives Anlagevermögen	28,63	16,63	8,58
-davon Immaterielle Vermögenswerte	24,06	12,54	4,14
Net Working Capital	2,80	0,27	0,02
Nettoverschuldung	-17,07	-20,24	-23,56

Quelle: PIRONET NDH, GBC

Die PIRONET NDH AG verfügt über **hervorragende Bilanzrelationen** und eine **sehr gute Eigenkapitalausstattung**. Das Eigenkapital der Gesellschaft lag per Ende Dezember 2011 bei 33,59 Mio. €, was einer überaus komfortablen Eigenkapitalquote von 77,5 % gleichkommt. Zudem hat die Gesellschaft fast **keine langfristigen Verbindlichkeiten** (31.12.2011: 0,08 Mio. €).

Zudem verfügt PIRONET NDH über einen überaus **hohen Bestand an liquiden Mitteln**, denen keinerlei Bankkredite gegenüber stehen. Die liquiden Mittel lagen zum 31.12.2011 bei 15,67 Mio. €. Unter Berücksichtigung des Verkaufs der xplace GmbH sollte sich der Nettoliquiditätsbestand inzwischen auf über 19 Mio. € belaufen. Damit beträgt die Nettoliquidität je Aktie rund 1,30 € bzw. deckt über 50 % der Marktkapitalisierung ab.

Vor dem Hintergrund der hohen Liquidität sowie der erreichten Rentabilität in den Kerngeschäftsfeldern werten wir die Ankündigung einer erstmaligen **Dividendenausschüttung** an die Aktionäre in Höhe von 0,10 € als ein positives Signal. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs entspricht dies einer attraktiven Dividendenrendite von rund 4,3 %. Die Hauptversammlung findet am 19. Juni 2012 statt.

Im März 2012 vermeldete PIRONET NDH den Verkauf der Beteiligung **xplace GmbH** an die Media-Saturn-Holding. Der Kaufpreis betrug 3 Mio. € zuzüglich eines Anspruchs auf noch nicht ausgeschüttete Gewinne von bis zu 0,15 Mio. €. Per Ende 2011 stand die Beteiligung an xplace mit einem Buchwert von 2,88 Mio. € in der Bilanz. Folglich sollte bei dem Verkauf ein geringer Veräußerungsgewinn angefallen sein.

Nach dem bereits erfolgten Verkauf der arcado technologies AG hält PIRONET NDH nur noch eine Beteiligung an der prudsys AG (Anteil: 19,88 %), welche in der Bilanzposition „Anteile an assoziierten Unternehmen“ ausgewiesen ist. Den bilanzierten Buchwert von 0,23 Mio. € für prudsys erachten wir angesichts eines operativen Ergebnisses von rund 0,2 Mio. € für werthaltig.

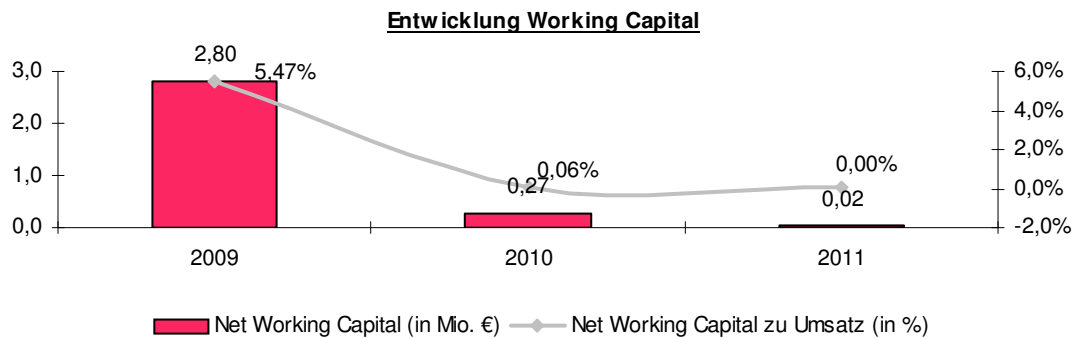
Das **operative Anlagevermögen** hat sich seit 2009 um rund 20 Mio. € auf nun 8,58 Mio. € reduziert. Dieser Rückgang erklärt sich vor allem durch vorgenommene Wertberichtigungen im Zusammenhang mit Entkonsolidierungen sowie durch außerplanmäßige Abschreibungen auf aktivierte Eigenleistungen. Aktuell entfallen von den immateriellen Vermögensgegenständen (31.12.2011: 4,14 Mio. €) noch 3,75 Mio. € auf aktivierte Eigenleistungen, die größtenteils bei der Imperia angesiedelt sind. Dagegen handelt es sich bei dem Sachanlagevermögen in Höhe von 4,44 Mio. € hauptsächlich um technische Anlagen im Rechenzentrum in Hamburg.

Hinsichtlich der Investitionen gehen wir davon aus, dass sich **jährliche durchschnittliche Investitionsvolumina** bei der PIRONET NDH Datacenter auf rund 3 Mio. € belaufen. Diese Investitionen betreffen vor allem das Rechenzentrum in Hamburg. Bei der Tochtergesellschaft Imperia sollten die aktivierten Eigenleistungen nach unseren Schätzungen bei rund 1 Mio. € per anno liegen. Darüber hinaus sehen wir die Investitionen auf einem sehr überschaubaren Level.

Der **Geschäfts- und Firmenwert** lag zum Jahresende 2011 bei lediglich 1,11 Mio. € (davon Imperia: 0,78 Mio. € und nexum: 0,33 Mio. €) und bewegte sich damit auf einem moderaten Niveau. Die zukünftige Werthaltigkeit des Geschäfts- und Firmenwerts sehen wir als absolut gegeben an.

Als weiteres werthaltiges Asset neben der hohen Nettoliquidität sind die noch vorhandenen hohen **steuerlichen Verlustvorträge** zu nennen. Insgesamt verfügt die PIRONET NDH AG über körperschaftsteuerliche und gewerbsteuerliche Verlustvorträge von mehr als 40 Mio. €. Hierfür wurden, auch dank der erwarteten nachhaltigen Rückkehr in die Gewinnzone, aktive latente Steuern in Höhe von 4,62 Mio. € aktiviert.

Das Working Capital bei der PIRONET NDH AG besitzt geschäftsmodellbedingt gute Relationen, wie die nachstehende Graphik veranschaulicht. Dies hängt unter anderem mit dem hohen Anteil wiederkehrender Erlöse aus den langlaufenden Verträgen (ITK Outsourcing) und Wartungserlösen (Imperia) zusammen.



Quelle: PIRONET NDH, GBC

SWOT - ANALYSE PIRONET NDH AG

Stärken

- Hervorragende Bilanzqualität mit einer Nettoliquidität von rund 19 Mio. €
- Ausgezeichnete Marktpositionierung im Wachstumsmarkt Cloud Computing
- Tochtergesellschaften in attraktiven Marktsegmenten aktiv
- Langjährige Kundenbeziehungen und große Bestandskundenbasis
- Hohe Erneuerungsquote der Verträge im Bereich ITK Outsourcing
- Hoher Anteil wiederkehrender Erlöse aus langlaufenden Verträgen (ITK Outsourcing) und Wartungserlösen (Imperia)
- Diversifizierung durch unterschiedliche IT-Marktsegmente
- Strategische Neuausrichtung fast vollständig abgeschlossen
- Erstmalige Dividendenausschüttung von 0,10 € geplant
- Hohe steuerliche Verlustvorträge von fast 40 Mio. € führen zu moderaten Steuerzahlungen in den kommenden Jahren

Schwächen

- Geringe Synergien zwischen den Tochterunternehmen
- Hohe Verluste in den vergangenen Jahren auf Konzernebene
- Produktgeschäft hat die kritische Größe noch nicht erreicht

Chancen

- Markt für Outsourcing und Cloud Computing wird deutlich wachsen in den kommenden Jahren
- Zusätzliche Umsätze aus dem Ausbau des Partnergeschäfts im Produktbereich
- Steigende Tagessätze infolge eines verbesserten konjunkturellen Umfelds
- Solide Bilanzsituation birgt Vorteile gegenüber Wettbewerbern bei der Auftragsvergabe von Kunden

Risiken

- Abwerbung wichtiger Mitarbeiter oder ganzer Teams durch Wettbewerber
- Zunehmender Preis- und Margendruck im Projektgeschäft bei einer konjunkturellen Abschwächung
- Insolvenz von wichtigen Kunden

Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012e	GJ 2013e
Umsatzerlöse	52,92	54,00	59,80
EBITDA (Marge)	5,76 (10,9 %)	6,50 (12,0 %)	7,63 (12,8 %)
EBIT (Marge)	1,34 (2,5 %)	2,10 (3,9 %)	3,23 (5,40 %)
Jahresüberschuss	-0,92	1,55	2,38
EPS	Neg.	0,11	0,16
Bereinigtes EPS*	Neg.	0,13	0,19

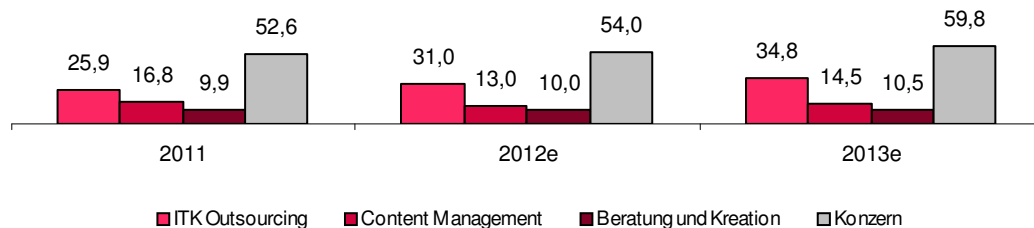
* Bei einer effektiven Steuerquote von 15 %

Quelle: GBC

Umsatzprognosen - ITK Outsourcing und Cloud Computing als Wachstumstreiber in den Folgejahren

Wir erwarten für die PIRONET NDH AG im laufenden Geschäftsjahr 2012 ein moderates organisches Umsatzwachstum. Gemäß unserer Prognosen sollte sich der Konzernumsatz um 2,0 % auf 54,00 Mio. € erhöhen. Dabei rechnen wir bei der PIRONET NDH Datacenter und nexum mit Umsatzzuwächsen, während wir bei Imperia von einem Umsatzrückgang ausgehen.

Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: GBC

Als der wesentliche Wachstumstreiber im Konzern sollte sich nach unserer Einschätzung klar der Bereich ITK Outsourcing erweisen. Die Tochtergesellschaft PIRONET NDH Datacenter agiert in einem sehr dynamischen Marktumfeld und verfügt zudem über die notwendige technische Infrastruktur, ein ganzheitliches auf den Mittelstand ausgerichtete Produktportfolio sowie über zahlreiche namhafte Kundenreferenzen, um an dem erwarteten Branchenwachstum entsprechend zu partizipieren. Für das Segment ITK Outsourcing rechnen wir in den beiden kommenden Geschäftsjahren mit einem deutlichen Umsatzzuwachs von jeweils über 10 %. Vor dem Hintergrund der langlaufenden Verträge und der hohen Renewal-Quote verfügt die Gesellschaft über ein hohes Maß an Planbarkeit.

Bei der Tochtergesellschaft Imperia gehen wir von einer rückläufigen Umsatzentwicklung in 2012 aus. Das abgelaufene Geschäftsjahr 2011 war geprägt durch zwei Sondereffekte, welche die Umsatzseite positiv beeinflusst haben und sich in dieser Form nicht wiederholen werden. Für 2012 gehen wir von einem Umsatzvolumen in Höhe von 13,00 Mio. € aus. Positive Impulse für den Umsatz könnten sich nach unserer Ansicht aus der bereits erfolgten personellen Verstärkung der Vertriebsmannschaft ergeben. Ein strategischer Fokus liegt hier insbesondere auf dem weiteren Ausbau des Partnergeschäfts.

Die Agentur nexum sollte auch im laufenden Geschäftsjahr 2012 den eingeschlagenen Wachstumskurs fortsetzen können. Dabei gehen wir davon aus, dass die Gesellschaft erstmalig in der Unternehmenshistorie die Umsatzschwelle von 10,00 Mio. € übertreffen wird. In 2012 sollte nexum gemäß unseren Prognosen von weiter steigenden Online-Budgets bei den einzelnen Kundenprojekten profitieren. Im Fokus stehen dabei die Wachstumsthemen Social Media, Intranet und E-Commerce.

Ergebnisprognosen - EBIT-Marge von 3,9 % in 2012 und 5,4 % in 2013 erwartet

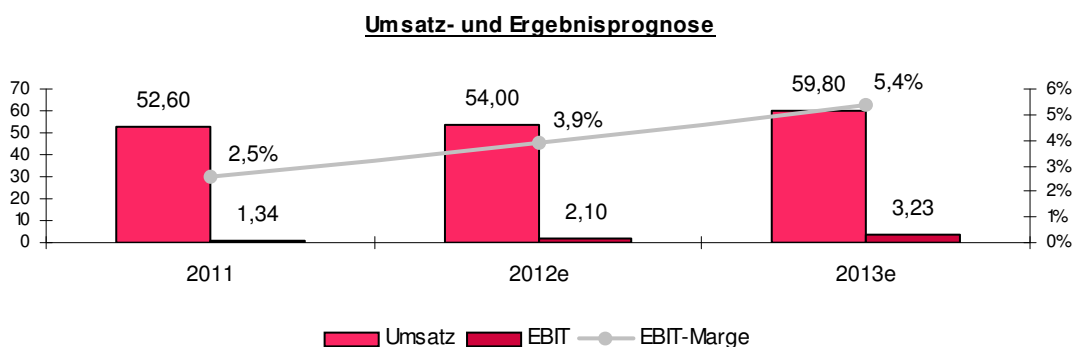
Für das laufende Geschäftsjahr 2012 erwarten wir im Gegensatz zu den Vorjahren keine außerordentlichen Sondereffekte, welche das operative Ergebnis verzerren. Folglich gehen wir davon aus, dass das erwartete EBIT aus rein operativer Kraft erwirtschaftet wird.

Den wichtigsten Ergebnisbeitrag in 2012 wird erneut der Bereich ITK Outsourcing leisten. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 belief sich das Segmentergebnis von 3,1 Mio. €. Aufgrund des antizipierten deutlichen Wachstums in 2012 und der hohen Skaleneffekte ist hier von einer weiteren Ergebnisverbesserung auszugehen.

Durch die durchgeführte Restrukturierung rechnen wir ab 2012 mit einer deutlichen Entlastung auf der Kostenseite. So fielen in 2011 Abfindungen von rund 1,3 Mio. € an, die sich in den Folgejahren nicht wiederholen werden. Zudem wird die Zentralisierung der Büroflächen im Zuge dessen die Tochtergesellschaft Imperia ihren Sitz an den Hauptstandort in Köln verlagert hat zu einer Kostenersparnis führen. Den Effekt bedingt durch die geringeren Mietkosten schätzen wir in 2012 auf rund 0,15 Mio. €. Diese Maßnahmen werden sich vornehmlich auf der Holding-Ebene niederschlagen und zu einer maßgeblichen Ergebnisverbesserung führen.

Die Abschreibungen sehen wir in 2012 bei 4,40 Mio. €. Davon sollten rund 1,4 Mio. € auf in den Vorperioden aktivierte Eigenleistungen entfallen. Die aktivierten Eigenleistungen sollten in 2012 nach unserer Schätzung niedriger ausfallen als die Abschreibungen auf die immateriellen Vermögensgegenstände.

Auf Konzernebene sollte das EBIT gemäß unseren Schätzungen 2,10 Mio. € betragen. Dies entspricht einer EBIT-Marge von 3,9 %. Bereits im kommenden Geschäftsjahr 2013 sollte die EBIT-Marge über der Marke von 5,0 % liegen.



Quelle: GBC

Am 3. Mai 2012 veröffentlichte die Gesellschaft die Zahlen für das erste Quartal 2012. Demnach konnte der Umsatz um 9,3 % auf 12,9 Mio. € (VJ: 11,8 Mio. €) gesteigert werden und das EBIT verbesserte sich deutlich auf 0,45 Mio. € (VJ: -0,20 Mio. €). Vor dem Hintergrund des ersten Quartals halten wir unsere EBIT-Schätzung für 2012 von 2,10 Mio. € für gut erreichbar.

Das Finanzergebnis sollte im laufenden Geschäftsjahr 2012 aufgrund der hohen Nettoliquidität leicht positiv ausfallen. Bei der Steuerquote unterstellen wir einen Wert von 30,00 %. Infolge der steuerlich nutzbaren Verlustvorträge sollte die effektive Steuerquote mit rund 15,00 % deutlich niedriger liegen. Dies hat einen entsprechend positiven Einfluss auf den freien Cash Flow.

Die Kennzahl EV/EBIT indiziert mit einem Wert von weniger als 5 für 2012 eine sehr moderate Bewertung der Aktie. Angesichts der hervorragenden bilanziellen Strukturen, dem gelungenen operativen Turnaround sowie der aussichtsreichen Perspektiven erscheint das derzeitige Bewertungsniveau als zu niedrig. Des Weiteren liegt die Dividendenrendite mit rund 4,4 % auf einem attraktiven Niveau. Die Dividende ist dabei steuerfrei.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die PIRONET NDH AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2012 und 2013 in Phase 1, erfolgt von 2014 bis 2019 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 12,75 % angenommen.

Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. Unter konservativen Gesichtspunkten haben wir bei den vorhandenen Verlustvorträgen nur die aktivierten latenten Steuern bei der Berechnung des Entity Value berücksichtigt. Die Verlustvorträge, auf die keine latenten Steuern gebildet wurden, dienen somit als Bewertungspuffer.

In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 2,00 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,56.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,6 % von (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,6 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,6 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2012 entspricht als Kursziel 3,50 €.

PIRONET NDH AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	12,8%	ewige EBITA - Marge	6,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	50,9%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	5,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency					final Endwert	
	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e		GJ 2019e
Umsatz (US)	54,00	59,80	61,59	63,44	65,35	67,31	69,32	71,40	
US Veränderung	2,0%	10,7%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	6,28	6,91	7,08	7,28	7,50	7,71	7,94	8,01	
EBITDA	6,50	7,63	7,85	8,09	8,33	8,58	8,84	9,10	
EBITDA-Marge	12,0%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	
EBITA	2,10	3,23	3,45	3,66	3,90	4,15	4,40	4,66	
EBITA-Marge	3,9%	5,4%	5,6%	5,8%	6,0%	6,2%	6,3%	6,5%	6,5%
Steuern auf EBITA	-0,63	-0,97	-1,04	-1,10	-1,17	-1,24	-1,32	-1,40	-1,40
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	1,47	2,26	2,42	2,56	2,73	2,90	3,08	3,26	
Kapitalrendite	17,1%	23,5%	22,7%	21,8%	23,0%	24,2%	25,5%	26,7%	26,7%
Working Capital (WC)	1,00	2,00	3,08	3,17	3,27	3,37	3,47	3,57	
WC zu Umsatz	1,9%	3,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Investitionen in WC	-0,98	-1,00	-1,08	-0,09	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Operatives Anlagevermögen (OAV)	8,60	8,65	8,70	8,71	8,72	8,73	8,73	8,91	
AFA auf OAV	-4,40	-4,40	-4,40	-4,43	-4,43	-4,43	-4,44	-4,44	-4,44
AFA zu OAV	51,2%	50,9%	50,9%	50,9%	50,9%	50,9%	50,9%	50,9%	
Investitionen in OAV	-4,42	-4,45	-4,45	-4,43	-4,44	-4,44	-4,44	-4,45	-4,62
Investiertes Kapital	9,60	10,65	11,78	11,88	11,98	12,09	12,20	12,48	
EBITDA	6,50	7,63	7,85	8,09	8,33	8,58	8,84	9,10	
Steuern auf EBITA	-0,63	-0,97	-1,04	-1,10	-1,17	-1,24	-1,32	-1,40	-1,40
Investitionen gesamt	-5,41	-5,45	-5,53	-4,53	-4,53	-4,54	-4,55	-4,72	-4,72
Investitionen in OAV	-4,42	-4,45	-4,45	-4,43	-4,44	-4,44	-4,44	-4,45	-4,62
Investitionen in WC	-0,98	-1,00	-1,08	-0,09	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Freie Cashflows	0,46	1,21	1,29	2,46	2,63	2,80	2,97	2,98	35,84
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	28,22	30,00							
Barwert expliziter FCFs	10,51	10,42							
Barwert des Continuing Value	17,71	19,59							
Nettoschulden (Net debt)	-22,68	-22,60							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	50,90	52,60							
Fremde Gewinnanteile	0,24	0,24							
Wert des Aktienkapitals	51,14	52,84							
Ausstehende Aktien in Mio.	14,590	14,590							
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,50	3,62							

Kapitalkostenermittlung :	
risikolose Rendite	2,0%
Markttrisikoprämie	5,5%
Beta	1,56
Eigenkapitalkosten	10,6%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	22,5%
WACC	10,6%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

WACC					
Kapitalrendite	9,6%	10,1%	10,6%	11,1%	11,6%
22,7%	3,52	3,41	3,31	3,22	3,15
24,7%	3,64	3,51	3,41	3,31	3,23
26,7%	3,75	3,62	3,50	3,40	3,31
28,7%	3,87	3,73	3,60	3,49	3,39
30,7%	3,99	3,84	3,70	3,58	3,48

Fazit

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2011 stand ganz im Zeichen der strategischen Neuausrichtung der PIRONET NDH AG. Die Restrukturierung der Gesellschaft konnte nahezu abgeschlossen werden und gleichzeitig wurden die Weichen für eine profitable Zukunft gestellt. Auf operativer Ebene konnte in 2011 bereits die Rückkehr in die Gewinnzone erreicht werden. Dies werten wir insbesondere vor dem Hintergrund letztmaliger Einmalaufwendungen als positiv.

Die PIRONET NDH AG konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 eine deutliche Umsatzsteigerung von knapp 18 % auf über 50 Mio. € verzeichnen. Das Wachstum wurde rein dabei rein organisch erreicht und gleichermaßen von den drei Segmenten **ITK Outsourcing, Content Management** sowie **Beratung und Kreation** mitgetragen. Den höchsten Ergebnisbeitrag lieferte dabei wie in den Vorjahren der hochprofitable Bereich ITK Outsourcing mit einem Segmentergebnis von 3,1 Mio. €.

Die PIRONET NDH AG verfügt des Weiteren über hervorragende Bilanzrelationen. Die Eigenkapitalquote lag per Ende Dezember 2011 mit 77,5 % auf einem hohen Niveau und zudem verfügt die Gesellschaft derzeit über einen sehr komfortablen Bestand an liquiden Mitteln von rund 19 Mio. €. Als ein weiteres werthaltiges Asset sind die steuerlichen Verlustvorräte von mehr als 40 Mio. € zu nennen. Zudem gehen wir davon aus, dass die immateriellen Vermögensgegenstände weiter abnehmen sollten, da das Bilanzierungswahlrecht bei der Aktivierung von Eigenleistungen künftig konservativer ausfallen soll.

Wir sind zuversichtlich, dass sich das Wachstum auf Konzernebene auch im laufenden Geschäftsjahr 2012 weiter fortsetzt. Als wesentlichen Wachstumstreiber für 2012 und darüber hinaus erachten wir das größte Segment ITK Outsourcing. Hier ist PIRONET NDH in einem sehr dynamischen Markt hervorragend positioniert und verfügt über eine große Anzahl an Bestandskunden. Der Umsatzzuwachs in diesem Bereich sollte nach unserer Schätzung jenseits der 10 % in den beiden kommenden Jahren liegen.

Bei einem erwarteten EBIT für 2012 in Höhe von 2,10 Mio. € errechnet sich ein sehr attraktives EV/EBIT von unter 5. Für 2013 liegt diese Kennzahl sogar nur bei leicht über 3 und indiziert somit eine klare Unterbewertung der Aktie. Unterstützt wird unsere Ansicht durch eine attraktive Dividendenrendite von rund 4,4 %, die auf Ebene der Aktionäre steuerfrei ausfällt.

Diese positive Einschätzung wird durch unser DCF-Modell bestätigt. Im Rahmen der Initial Coverage Studie haben wir auf Basis unserer Schätzdaten einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 3,50 € ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs entspricht dies einem deutlichen Potential von knapp 60 %. Wir vergeben das Rating KAUFEN für die Aktie der PIRONET NDH.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleId/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings 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 $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplitts, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleId/98/>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.**

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst

Steffen Schulze, Dipl. Betriebswirt BA, Finanzanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

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

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de