

Catalis

Reuters: AECO.DE

Bloomberg: XAE:GR

Licht und Schatten

Der jüngste Newsflow ist durchwachsen. Nicht nur, dass mit Otto Dauer einer der Vorstände überraschend das Unternehmen verlassen hat, auch das Ergebnis der Kapitalerhöhung ist wenig zufriedenstellend. Positiv ist allerdings zu vermerken, dass das Catalis-Management über eine Privatplatzierung weitere Investoren von seinem Konzept überzeugen konnte und dass die vorläufigen Halbjahreszahlen den operativen Turnaround bestätigen. Wir gehen daher unverändert davon aus, dass Catalis seine Umsatz- und Ergebnis-Guidance erreichen wird und bestätigen unser Buy-Rating und unser um die Kapitalerhöhungen adjustiertes Kursziel von EUR 0,18 je Aktie.

Kapitalerhöhung unbefriedigend, aber ...

Ursprünglich hatte Catalis geplant, das Grundkapital von derzeit EUR 5,887 Mio. um bis zu EUR 1,261 Mio. auf bis zu EUR 7,148 Mio. (+21,4%) zu erhöhen. Als Bezugspreis wurde EUR 0,10 und damit der Nominalwert der Aktie festgelegt. Obwohl der Kursverlauf vor der Kapitalerhöhung noch recht ansprechend war, konnte der Bezugskurs während der Bezugsfrist nicht überschritten werden. Zumindest für die Privataktionäre entfiel damit der Anreiz, an der Kapitalerhöhung teilzunehmen. Da auch die Neuansprache von Investoren, vor allem in England, nicht das erhoffte Ergebnis brachte, konnten lediglich knapp 1,551 Mio. Aktien platziert werden. Der daraus resultierende Mittelzufluss liegt mit rund EUR 0,2 Mio. deutlich unter den Erwartungen.

... Privatplatzierung deutlich über aktuellem Kurs

Nach Ablauf der Zeichnungsphase wurde bekannt, dass Catalis sein Grundkapital um bis zu EUR 0,2 Mio. auf bis zu EUR 6,2 Mio. erhöht. Die neuen Aktien werden im Rahmen eines Private Placements ausgewählten Investoren unter Ausschluss des Bezugsrechts angeboten. Der Bezugspreis liegt mit EUR 0,10 deutlich über dem aktuellen Kurs von EUR 0,07. Die Mittel aus der Kapitalerhöhung dienen der allgemeinen Stärkung der Kapitalbasis, dürften aber insbesondere zur Finanzierung des weiteren Wachstums durch neue Geschäftsfelder eingesetzt werden. Zu nennen sind der Aufbau von Kuju Partners und die Finanzierung des Großauftrags mit einem führenden Social Games-Entwickler.

Insgesamt liegt der aus den Kapitalerhöhungen entstehende Verwässerungseffekt beim Ergebnis je Aktie 2013e bei überschaubaren 5,6% und beim Buchwert je Aktie 2013e bei ca. 2,0%.

Nachdem angelsächsische Investoren bei den Kapitalmaßnahmen eine geringere Bedeutung spielten als ursprünglich gedacht, dürfte das angestrebte Zweitlisting an der Londoner AIM voraussichtlich erst gegen Ende des Jahres durchgeführt werden.

Vorläufige Halbjahreszahlen bestätigen Turnaround

Nach den ungeprüften Zahlen für das erste Halbjahr 2012 erzielte Catalis einen Halbjahres-Umsatz von EUR 13,5 Mio. und ein EBIT von EUR 0,2 Mio. Dass sich das operative Ergebnis im zweiten Quartal rückläufig entwickelte liegt an einem ungewöhnlich guten Vorjahreswert. Angesichts dieser

Rating: Buy Risiko: Hoch

Kurs: EUR 0,07

Kursziel: EUR 0,18 (vorher: EUR 0,20)

WKN/ISIN: 927093/NL0000233625

Indizes: -

Transparenzlevel: General Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 60,4 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 4,1 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 300.000

Veröffentlichung H1/2012: Ende August 2012

EUR Mio. (31/12)	2010	2011	2012e	2013e
Umsatz	25,8	26,4	28,1	32,7
EBITDA	-0,3	-1,1	1,9	2,6
EBIT	-1,7	-3,5	1,0	2,0
EBT	-2,6	-3,7	0,6	1,8
EAT	-2,4	-7,3	0,6	1,8

% vom Umsatz	2010	2011	2012e	2013e
EBITDA	-1,3%	-4,1%	6,8%	8,0%
EBIT	-6,6%	-13,4%	3,6%	6,2%
EBT	-10,0%	-14,0%	2,1%	5,6%
EAT	-9,2%	-27,8%	2,0%	5,4%

EUR (je Aktie)	2010	2011	2012e	2013e
EPS*	-0,06	-0,17	0,01	0,03
Dividende*	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert*	0,33	0,17	0,13	0,16
Cashflow*	0,02	-0,05	0,01	0,04

%	2010	2011	2012e	2013e
EK-Quote*	45,6%	29,3%	34,9%	41,4%
Gearing*	0,8%	2,6%	2,3%	1,9%

x	2010	2011	2012e	2013e
KGV	n/a	n/a	7,4	2,4
EV/Umsatz	0,65	0,72	0,45	0,33
EV/EBIT	n/a	n/a	12,8	5,3
KBV	0,8	1,3	0,5	0,4

EUR Mio.	2012e	2013e
Guidance: Umsatz	28,0-30,0	-
Guidance: EBIT	0,8-1,2	-



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

Susanne Hasler, Equity Analyst

+ 49 (89) 744 35 58 / +49 (176) 24 60 52 66

susanne.hasler@sphene-capital.de

Peter Thilo Hasler, CEFA

+ 49 (89) 744 35 58 / +49 (176) 62 11 87 36

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Vorgaben dürfte Catalis auf dem Weg sein, die Gesamtjahresziele beim Umsatz von EUR 28,0-30,0 Mio. und beim EBIT von EUR 0,8-1,2 Mio. zu erreichen. Die endgültigen Zahlen insbesondere zu den Bereichsergebnissen werden im Quartalsbericht Ende des Monats veröffentlicht werden.

Überraschender Vorstandswechsel

Vergangene Woche wurde bekannt, dass Otto Dauer aus persönlichen Gründen von seinem Posten als Vorstand zurücktritt. Aus unserer Sicht war Otto Dauer als Direktor für Strategiefragen nicht „nur“ für die langfristige Ausrichtung der Catalis verantwortlich, sondern repräsentierte zusammen mit Peter Biewald die dringend erforderliche Verhandlungskompetenz mit den Banken. Gerade dieses Spezial-Know-how war ursächlich für den Turnaround und die vollständigen Entschuldung von Advanced Medien sowie die anschließende Neupositionierung vom unfokussierten Medienkonglomerat zum Weltmarktführer in der On-board-Unterhaltung in Flugzeugen als Advanced Inflight Alliance (AIA), bei den Gesellschaften also, für die Otto Dauer zuvor tätig war. Insofern sehen wir in Dauers Abschied eine kurzfristige Belastung für die Kursentwicklung der Catalis-Aktie.

2012 mit operativem Gewinn

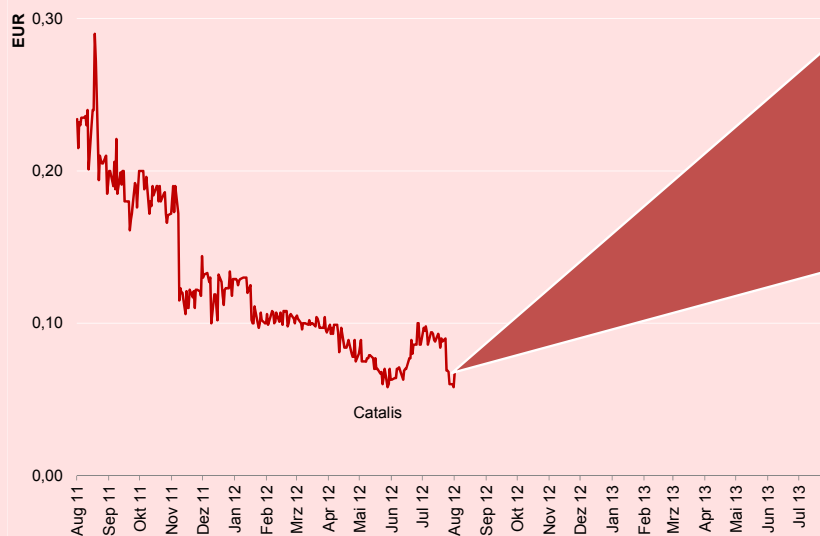
Nach drei Verlustjahren in Folge wird Catalis u. E. im laufenden Jahr ein positives operatives Ergebnis erwirtschaften können. Diese Einschätzung basiert insbesondere auf der Dekonsolidierung der defizitären Doublesix Digital Publishing (DDP) und der Gewinnung eines Großauftrags im Bereich Social Games. Wir rechnen mit Umsätzen von EUR 28,1 Mio. (+6,3% YoY) und einem operativen Ergebnis von EUR 1,0 Mio. (EBIT-Marge 3,6%). Für 2013e erwarten wir Erlöse von EUR 32,7 Mio. (+16,4% YoY) und eine Verdoppelung des EBIT auf EUR 2,0 Mio., was einer EBIT-Marge von 6,2% entspricht. Bezogen auf 62,4 Mio. Aktien rechnen wir mit einem Ergebnis je Aktie von EUR 0,01 in 2012e und EUR 0,03 in 2013e.

Guidance 2012e:
Umsatz EUR 28-30 Mio.
EBIT EUR 0,8-1,2 Mio.

Bestätigung des Buy-Ratings, Kursziel von EUR 0,18

Nach der unbefriedigenden Kursentwicklung seit der Aufnahme unserer Coverage wird die Catalis-Aktie aktuell mit einem KGV 2013e von 2,4x und einem KBV 2013e von 0,4x bewertet. Unser 12 Monats-Kursziel (Base Case) basiert auf einem standardisierten dreiphasigen DCF-Modell, das wir aufgrund der erhöhten Aktienzahl und einer höheren Risikoprämie für das Fremdkapital auf EUR 0,18 von EUR 0,20 je Aktie reduzieren. Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 0,07 je Aktie sehen wir auf Sicht von zwölf Monaten deutliches Kurspotenzial. Wir bestätigen daher unser Buy-Rating.

ABBILDUNG 1: KURSENTWICKLUNG UND -PROGNOSE



Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 0,18 je Aktie. In unserem Bear Case-Szenario haben wir Rückschläge im Einstieg in neue Geschäftsmodelle (E-Books- oder Spieltesten) zum Beispiel in einem „Double Dip“ Umfeld unterstellt. In unserem Bull Case-Szenario gelingt die Neupositionierung noch stärker und noch schneller.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

In einem Stresstest betrachten wir folgende Szenarien:

Szenario-Analyse

- ✦ **Bear Case-Szenario:** In einem Bear Case-Szenario adjustieren wir die im Terminal Value erzielte EBIT-Marge von 10,0% um 300 Basispunkte auf 7,0% und reduzieren das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf 0,4% von 1,3%. Damit würden wir unterstellen, dass die Intensivierung der Test-Aktivitäten von E-Books- und Videospiele nicht die erwarteten Erfolge einführt und die Ausschöpfung von Synergieeffekten nicht die erwarteten Verbesserungen der Margen zur Folge hat. In diesem Szenario würde der Unternehmenswert von Catalis bis auf EUR 0,12 je Aktie zurückgehen.
- ✦ **Bull Case-Szenario:** Ein Bull Case-Szenario würde sich im Fall einer noch schnelleren und intensiveren Umsetzung des Einstiegs in neue Geschäftsmodelle abzeichnen. Katalysatoren einer solchen Entwicklung könnten weitere vertriebliche Erfolge beispielsweise im Spieletesten sein. Der Vertrag mit einem führenden Social Games-Publisher könnte ein erstes Indiz dafür sein, dass sich dieses Szenario realisieren lässt. Wir haben in unserem Bull Case-Szenario ein durchschnittliches jährliches Wachstum in der Terminal Value-Phase von 2,2% sowie eine Verbesserung der operativen Marge auf 13,0% bis 2022e unterstellt. In diesem Fall würden wir unser Kursziel um EUR 0,06 auf EUR 0,24 je Aktie anheben.

Katalysatoren für die Kursentwicklung

Katalysatoren zur Erreichung des ermittelten Kurszieles

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von Catalis in den kommenden Monaten sehen wir (1) Aussagen über die Performance der Geschäftsentwicklung zunächst anlässlich der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen, (2) die Gewinnung weiterer Aufträge im Bereich Casual Games Testing sowie mittelfristig (3) weitere Zuwächse der Profitabilität durch die Hebung von Synergieeffekten und (4) die breite Vermarktung der achten Konsolengeneration.

Risiken

Risiken

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir folgende Risiken: (1) Bereits über mehrere Jahre hat Catalis Financial Covenants ihrer Bankkredite verletzt. Seither sind die Bankverbindlichkeiten als kurzfristig klassifiziert. Es dürfte aus unserer Sicht ausgeschlossen sein, dass Catalis eine sofortige Zahlungsaufforderung seitens der Hausbank erfüllen könnte. (2) Die Wettbewerbsintensität unter den Third Party-Entwicklern ist intensiv, und auch die internen Entwicklungsabteilungen von Spieleentwicklern, den Kunden von Kuju, stellen für Kuju eine potenzielle Bedrohung bezüglich der Rekrutierung qualifizierten Entwicklungspersonals dar.

Insbesondere die Fälligkeit der Bankkredite dürfte für Catalis Existenz gefährdende Konsequenzen haben. Investoren sollten sich dieses Risikos in besonderem Maße bewusst sein.

Unternehmensprofil

Fokus auf Qualitätssicherung und Videospieldentwicklung

Catalis besteht aus zwei Kerngeschäftsfeldern: (1) Testronic ist ein weltweit führender Outsourcing-Anbieter von Dienstleistungen zur Qualitätssicherung für die Videospiele-, Home Entertainment-, Soft- und Hardwareindustrie. Das Dienstleistungsspektrum umfasst Funktionalitäts-, Kompatibilitäts-, Sicherheits-, Lokalisierungs- und Usability-Tests sowie Gerätezertifizierungen, die entweder von einem der fünf Standorte der Gesellschaft oder vor Ort beim Kunden angeboten werden. (2) Mit drei Studios in Großbritannien und Tschechien ist Kuju einer der führenden unabhängigen Videospieleentwickler Europas. Kuju entwickelt und vermarktet die Spiele nicht unter eigenem Namen, sondern ist ausschließlich als „verlängerte Werkbank“ im Auftrag großer Spieleentwickler aktiv (sog. „Work-for-Hire“).

Gewinn- und Verlustrechnung

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatzerlöse	KEUR	11.464	34.727	38.063	32.005	25.793	26.415	28.076	32.673	36.718
YoY	%	n/a	202,9%	9,6%	-15,9%	-19,4%	2,4%	6,3%	16,4%	12,4%
Fremd- und Materialkosten	KEUR	-1.845	-5.262	-3.635	-4.398	-3.758	-4.585	-4.942	-5.588	-6.191
in % der Umsätze	%	-16,1%	-15,2%	-9,5%	-13,7%	-14,6%	-17,4%	-17,6%	-17,1%	-16,9%
Aufwand für Personal	KEUR	-5.042	-20.497	-22.565	-20.054	-15.563	-16.089	-15.478	-17.674	-19.222
in % der Umsätze	%	-44,0%	-59,0%	-59,3%	-62,7%	-60,3%	-60,9%	-55,1%	-54,1%	-52,4%
Verwaltungsaufwendungen	KEUR	-1.700	-5.251	-7.665	-7.345	-6.813	-6.836	-5.742	-6.791	-8.009
in % der Umsätze	%	-14,8%	-15,1%	-20,1%	-22,9%	-26,4%	-25,9%	-20,5%	-20,8%	-21,8%
EBITDA	KEUR	2.877	3.717	4.198	208	-341	-1.095	1.914	2.619	3.295
EBITDA Marge	%	25,1%	10,7%	11,0%	0,6%	-1,3%	-4,1%	6,8%	8,0%	9,0%
YoY	%	n/a	29,2%	12,9%	-95,0%	n/a	221,1%	n/a	36,8%	25,8%
Abschreibungen	KEUR	-216	-1.041	-1.282	-1.698	-1.363	-2.453	-917	-598	-619
Auf Sachanlagen	KEUR	-209	-915	-1.176	-1.395	-1.203	-847	-618	-598	-619
Amortisation	KEUR	-7	-126	-106	-84	-66	-484	-299	0	0
Goodwill Impairment	KEUR	0	0	0	-219	-94	-1.122	0	0	0
EBIT	KEUR	2.661	2.676	2.916	-1.490	-1.704	-3.548	997	2.021	2.676
EBIT Marge	%	23,2%	7,7%	7,7%	-4,7%	-6,6%	-13,4%	3,6%	6,2%	7,3%
YoY	%	n/a	0,6%	9,0%	-151,1%	14,4%	108,2%	-128,1%	102,7%	32,4%
Finanzergebnis	KEUR	-442,00	-1011,00	-849,00	-481,00	-878,00	-243,00	-404,00	-201,00	-113,00
davon sonstige Zinserträge	KEUR	-231,00	-764,00	211,00	133,00	8,00	5,00	14,00	19,00	27,00
davon Zinsaufwendungen	KEUR	-211,00	0,00	-543,00	-312,00	-420,00	-484,00	-300,00	-220,00	-140,00
in % der Finanzverbindlichkeiten	%	-2,0%	0,0%	-6,6%	-4,2%	-5,4%	-4,7%	-3,1%	-3,0%	-2,9%
Währungsdifferenzen	KEUR	0,00	-247,00	-517,00	-302,00	-466,00	236,00	-118,00	0,00	0,00
EBT	KEUR	2.219	1.665	2.067	-1.971	-2.582	-3.791	593	1.820	2.563
EBT-Marge	%	19,4%	4,8%	5,4%	-6,2%	-10,0%	-14,4%	2,1%	5,6%	7,0%
Steuern	KEUR	-18	165	51	1.692	211	-3.637	-20	-40	-240
Steuerquote	%	-0,8%	9,9%	2,5%	-85,8%	-8,2%	95,9%	-3,4%	-2,2%	-9,4%
Nettoergebnis vor Minderheiten	KEUR	2.201	1.830	2.118	-279	-2.371	-7.428	573	1.780	2.323
Anteile Dritter	KEUR	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoerg. nach Drittanteilen	KEUR	2.201	1.830	2.118	-279	-2.371	-7.428	573	1.780	2.323
Nettomarge	%	19,2%	5,3%	5,6%	-0,9%	-9,2%	-28,1%	2,0%	5,4%	6,3%
YoY	%	n/a	-16,9%	15,7%	-113,2%	749,8%	213,3%	-107,7%	210,5%	30,5%
Anzahl der Aktien	1.000	22.959	26.890	26.890	36.328	37.879	43.047	62.423	62.423	62.423
Anzahl Aktien verwässert	1.000	27.323	29.630	28.643	36.650	37.879	43.047	62.423	62.423	62.423
EPS	EUR	0,10	0,07	0,08	-0,01	-0,06	-0,17	0,01	0,03	0,04
EPS verwässert	EUR	0,08	0,06	0,07	-0,01	-0,06	-0,17	0,01	0,03	0,04

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale)

		Q1/12	Q2/12e	H1/12e	Q3/12e	9M/12e	Q4/12e	2012e
Umsatzerlöse	kEUR	6.902	6.598	13.500	8.456	21.956	6.120	28.076
YoY	%	13,8%	-11,7%	-0,3%	14,2%	4,9%	11,7%	6,3%
Fremd- und Materialkosten	kEUR	-801	-1.210	-2.011	-1.175	-3.185	-1.757	-4.942
in % der Umsätze	%	-11,6%	-18,3%	-14,9%	-13,9%	-14,5%	-28,7%	-17,6%
Aufwand für Personal	kEUR	-4.206	-4.082	-8.288	-4.304	-12.593	-2.885	-15.478
in % der Umsätze	%	-60,9%	-61,9%	-61,4%	-50,9%	-57,4%	-47,1%	-55,1%
Verwaltungsaufwendungen	kEUR	-1.487	-893	-2.380	-1.232	-3.612	-2.130	-5.742
in % der Umsätze	%	-21,5%	-13,5%	-17,6%	-14,6%	-16,5%	-34,8%	-20,5%
EBITDA	kEUR	408	413	821	1.745	2.566	-652	1.914
EBITDA Marge	%	5,9%	6,3%	6,1%	20,6%	11,7%	-10,7%	6,8%
YoY	%	6,8%	-23,6%	-11,0%	799,3%	129,7%	-70,5%	n/a
Abschreibungen	kEUR	-310	-309	-619	-145	-764	-153	-917
Auf Sachanlagen	kEUR	-160	-160	-320	-145	-465	-153	-618
Amortisation	kEUR	-150	-149	-299	0	-299	0	-299
Goodwill Impairment	kEUR	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	kEUR	98	104	202	1.600	1.802	-805	997
EBIT Marge	%	1,4%	1,6%	1,5%	18,9%	8,2%	-13,2%	3,6%
YoY	%	-38,0%	-66,2%	-56,6%	n/a	262,6%	-80,1%	-128,1%
Finanzergebnis	kEUR	-190,03	-72,03	-262,06	-70,04	-332,10	-72,03	-404,13
davon sonstige Zinserträge	kEUR	3,00	3,00	6,00	5,00	11,00	3,00	14,00
davon Zinsaufwendungen	kEUR	-75,00	-75,00	-150,00	-75,00	-225,00	-75,00	-300,00
in % der Finanzverbindlichkeiten	%	-2,9%	-3,1%	-3,1%	-3,5%	-3,5%	-3,1%	-3,1%
Währungsdifferenzen	kEUR	-118,00	0,00	-118,00	0,00	-118,00	0,00	-118,00
EBT	kEUR	-92	32	-60	1.530	1.470	-877	593
EBT-Marge	%	-1,3%	0,5%	-0,4%	18,1%	6,7%	-14,3%	2,1%
Steuern	kEUR	10	-10	0	-10	-10	-10	-20
Steuerquote	%	-10,9%	-30,8%	0,0%	-0,7%	-0,7%	1,1%	-3,4%
Nettoergebnis vor Minderheiten	kEUR	-82	22	-60	1.520	1.460	-887	573
Anteile Dritter	kEUR	0	0	0	0	0	0	0
Nettoergebnis nach Drittanteilen	kEUR	-82	22	-60	1.520	1.460	-887	573
Nettomarge	%	-1,2%	0,3%	-0,4%	18,0%	6,7%	-14,5%	2,0%
YoY	%	n/a	-89,3%	-120,6%	n/a	602,4%	-88,2%	-107,8%
Anzahl der Aktien	1.000	58.872	58.872	58.872	60.845	60.423	60.845	62.423
Anzahl Aktien verwässert	1.000	58.872	58.872	58.872	60.845	60.423	60.845	62.423
EPS	EUR	0,00	0,00	0,00	0,02	0,02	-0,01	0,01
EPS verwässert	EUR	0,00	0,00	0,00	0,02	0,02	-0,01	0,01

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Langfristige Vermögenswerte	kEUR	10.081	18.586	17.694	19.148	20.351	17.312	16.173	16.171	15.581
Geschäfts- und Firmenwerte	kEUR	6.899	14.950	13.237	13.461	14.105	14.331	14.331	14.331	14.331
Sonst. immaterielles Vermögen	kEUR	62	364	197	129	906	997	0	0	0
Sachanlagen	kEUR	966	1.861	2.546	2.246	1.598	1.794	1.652	1.650	1.060
Beteiligungen	kEUR	866	0	0	0	0	0	0	0	0
Lat. Steuererstattungsansprüche	kEUR	1.288	1.411	1.714	3.312	3.742	190	190	190	190
Kurzfristige Vermögenswerte	kEUR	13.424	10.567	9.841	8.567	6.874	8.073	7.944	8.570	10.157
Forderungen L+L	kEUR	3.584	4.584	5.489	2.817	3.605	4.035	4.110	4.831	5.483
Vorräte	kEUR	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Steuern & Sozialversicherungen	kEUR	151	124	119	569	77	222	35	20	0
Sonstige Vermögensgegenstände	kEUR	1.028	3.128	3.046	3.797	2.049	2.929	2.699	2.780	2.863
Ertragssteuern	kEUR	115	9	61	284	178	87	0	0	0
Zahlungsmittel	kEUR	8.546	2.722	1.126	1.100	965	800	1.100	939	1.811
Gesamt Aktiva	kEUR	23.505	29.153	27.535	27.715	27.225	25.385	24.117	24.741	25.738
Eigenkapital	kEUR	9.310	12.856	12.484	14.113	12.406	7.439	8.422	10.248	12.811
Gezeichnetes Kapital	kEUR	2.296	2.689	2.689	3.788	3.788	5.887	6.242	6.242	6.242
Kapitalrücklagen	kEUR	15.747	18.540	18.540	18.808	18.808	19.384	19.384	19.384	19.384
Aktienbasierte Vergütung	kEUR	37	731	779	366	379	406	434	465	497
Gewinnrücklagen	kEUR	-8.623	-7.314	-5.162	-5.003	-7.374	-14.802	-14.229	-12.449	-10.125
Währungsunterschiede	kEUR	-147	-1.790	-4.362	-3.846	-3.195	-3.436	-3.410	-3.395	-3.188
Langfristige Schulden	kEUR	10.838	8.233	6.629	187	102	190	190	196	202
Finanzschulden	kEUR	10.598	8.180	6.420	0	0	0	0	0	0
Finance Lease Verbindlichkeiten	kEUR	0	0	145	91	0	0	0	0	0
Latente Steuerschulden	kEUR	240	53	64	96	102	190	190	196	202
Kurzfristige Schulden	kEUR	3.357	8.064	8.422	13.415	14.717	17.756	15.505	14.298	12.726
Finanzschulden	kEUR	0	0	880	6.420	5.540	8.625	6.971	6.239	3.739
Überziehungskredit	kEUR	0	8	948	1.084	2.281	1.722	2.609	1.099	1.090
Finance Lease Verbindlichkeiten	kEUR	0	0	106	186	113	0	0	0	0
Verbindlichkeiten L+L	kEUR	2.855	5.073	3.738	3.779	5.967	5.465	5.867	6.896	7.827
Steuern & Sozialversicherungen	kEUR	150	1.321	2.455	595	732	1.295	0	0	0
Steuerschulden	kEUR	274	10	207	109	84	53	58	64	71
Rückstellungen	kEUR	78	1.652	88	1.242	0	596	0	0	0
Gesamt Passiva	kEUR	23.505	29.153	27.535	27.715	27.225	25.385	24.117	24.741	25.738

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (Normalisierte Fassung)

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Langfristige Vermögenswerte	%	43%	64%	64%	69%	75%	68%	67%	65%	61%
Geschäfts- und Firmenwerte	%	29%	51%	48%	49%	52%	56%	59%	58%	56%
Sonstiges immaterielles Vermögen	%	0%	1%	1%	0%	3%	4%	0%	0%	0%
Sachanlagen	%	4%	6%	9%	8%	6%	7%	7%	7%	4%
Beteiligungen	%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Latente Steuererstattungsansprüche	%	5%	5%	6%	12%	14%	1%	1%	1%	1%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	57%	36%	36%	31%	25%	32%	33%	35%	39%
Forderungen L+L	%	15%	16%	20%	10%	13%	16%	17%	20%	21%
Vorräte	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Steuern und Sozialversicherungen	%	1%	0%	0%	2%	0%	1%	0%	0%	0%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	4%	11%	11%	14%	8%	12%	11%	11%	11%
Ertragssteuern	%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Zahlungsmittel	%	36%	9%	4%	4%	4%	3%	5%	4%	7%
Gesamt Aktiva	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Eigenkapital	%	40%	44%	45%	51%	46%	29%	35%	41%	50%
Gezeichnetes Kapital	%	10%	9%	10%	14%	14%	23%	26%	25%	24%
Kapitalrücklagen	%	67%	64%	67%	68%	69%	76%	80%	78%	75%
Aktienbasierte Vergütung	%	0%	3%	3%	1%	1%	2%	2%	2%	2%
Gewinnrücklagen	%	-37%	-25%	-19%	-18%	-27%	-58%	-59%	-50%	-39%
Währungsunterschiede	%	-1%	-6%	-16%	-14%	-12%	-14%	-14%	-14%	-12%
Langfristige Schulden	%	46%	28%	24%	1%	0%	1%	1%	1%	1%
Finanzschulden	%	45%	28%	23%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Finance Lease Verbindlichkeiten	%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Latente Steuerschulden	%	1%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%
Kurzfristige Schulden	%	14%	28%	31%	48%	54%	70%	64%	58%	49%
Finanzschulden	%	0%	0%	3%	23%	20%	34%	29%	25%	15%
Überziehungskredit	%	0%	0%	3%	4%	8%	7%	11%	4%	4%
Finance Lease Verbindlichkeiten	%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten L+L	%	12%	17%	14%	14%	22%	22%	24%	28%	30%
Steuern und Sozialversicherungen	%	1%	5%	9%	2%	3%	5%	0%	0%	0%
Steuerschulden	%	1%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rückstellungen	%	0%	6%	0%	4%	0%	2%	0%	0%	0%
Gesamt Passiva	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Cashflow-Statement

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Konzernergebnis	kEUR	2.201	1.830	2.118	-279	-2.371	-7.428	573	1.780	2.323
Abschreibungen	kEUR	216	1.041	1.282	1.698	1.363	2.453	917	598	619
Veränderung der Rückstellungen	kEUR	-12	1.574	-1.564	1.154	-1.242	596	-596	0	0
Aktienbasierte Vergütung	kEUR	37	0	48	25	27	27	28	30	33
Veränderung der latenten Steuern	kEUR	18	-165	-51	-1.692	-211	3.637	112	46	246
Δ sonstige Aktiva	kEUR	-1.059	-446	-818	1.471	1.452	-1.455	342	-787	-716
Δ Verbindlichkeiten u. a. Passiva	kEUR	1.328	-2.042	-201	-1.819	2.325	61	-893	1.029	931
Bereinigungen/ geleistete Zinszahlungen	kEUR	-165	0	-113	-18	-513	-44	20	-1	0
CFO	kEUR	2.763	1.943	490	407	822	-2.158	490	2.677	3.410
Investitionen Immaterielles Vermögen	kEUR	-4.363	-428	61	-16	-843	-575	698	0	0
Investitionen Sachanlagen	kEUR	-1.088	-944	-1.861	-1.095	-555	-1.043	-476	-596	-29
Bereinigungen	kEUR	0	-5.858	-207	164	23	-1.094	0	0	0
CFI	kEUR	-5.451	-7.230	-2.007	-947	-1.375	-2.712	222	-596	-29
FCF	kEUR	-2.688	-5.287	-1.517	-540	-553	-4.870	711	2.081	3.381
Barkapitalerhöhungen	kEUR	-16	0	0	1.367	-12	2.675	355	0	0
Δ Finanzverbindlichkeiten	kEUR	8.180	0	-880	-880	-880	3.085	-1.654	-732	-2.500
Auszahlungen Dividende	kEUR	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bereinigungen/ geleistete Zinszahlungen	kEUR	0	0	251	0	12	0	0	0	0
CFF	kEUR	8.164	0	-629	487	-880	5.760	-1.299	-732	-2.500
Δ Liquide Mittel	kEUR	5.420	-5.824	-2.544	-162	-1.332	394	-587	1.349	881
Liquide Mittel am Anfang der Periode	kEUR	3.126	8.546	2.722	178	16	-1.316	-922	-1.509	-160
Liquide Mittel am Ende der Periode*	kEUR	8.546	2.722	178	16	-1.316	-922	-1.509	-160	721
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL * Ohne Berücksichtigung von Banklinien										

Segmente

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Konzern										
Umsatzerlöse	kEUR	11.464	34.727	38.063	32.005	25.793	26.415	28.076	32.673	36.718
YoY	%	n/a	202,9%	9,6%	-15,9%	-19,4%	2,4%	6,3%	16,4%	12,4%
EBIT	kEUR	2.661	2.676	2.916	-1.490	-1.704	-3.548	997	2.021	2.676
EBIT-Marge	%	23,2%	7,7%	7,7%	-4,7%	3,8%	-73,8%	-13,2%	-9,1%	-9,8%
YoY	%	n/a	0,6%	9,0%	-151,1%	14,4%	108,2%	-128,1%	102,7%	32,4%
Testronic										
Umsatzerlöse	kEUR	n/a	13.976	15.002	12.353	13.446	13.954	16.338	19.115	21.408
YoY	%	n/a	n/a	7,3%	-17,7%	8,8%	3,8%	17,1%	17,0%	12,0%
EBIT	kEUR	n/a	2.806	1.928	-252	957	916	1.920	2.274	2.724
EBIT-Marge	%	n/a	20,1%	12,9%	-2,0%	7,1%	6,6%	11,8%	11,9%	12,7%
YoY	%	n/a	n/a	-31,3%	-113,1%	n/a	-4,3%	109,6%	18,4%	19,8%
Kuju										
Umsatzerlöse	kEUR	n/a	20.751	23.061	19.652	12.347	12.267	11.298	13.558	15.309
YoY	%	n/a	n/a	11,1%	-14,8%	-37,2%	-0,6%	-7,9%	20,0%	12,9%
EBIT	kEUR	n/a	1.457	1.908	46	-1.169	-157	809	1.068	1.333
EBIT-Marge	%	n/a	7,0%	8,3%	0,2%	-9,5%	-1,3%	7,2%	7,9%	8,7%
YoY	%	n/a	n/a	31,0%	-97,6%	n/a	-86,6%	n/a	32,0%	24,8%
DDP										
Umsatzerlöse	kEUR	0	0	0	0	0	194	440	0	0
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	126,8%	-100,0%	n/a
EBIT	kEUR	0	0	0	0	-399	-2.976	-450	0	0
EBIT-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	645,9%	-84,9%	-100,0%	n/a
Corporate										
Umsatzerlöse	kEUR	0	0	0	0	0	0	0	0	0
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBIT	kEUR	0	-1.587	-920	-1.284	-1.093	-1.331	-1.282	-1.320	-1.380
EBIT-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
YoY	%	n/a	n/a	-42,0%	39,6%	-14,9%	21,8%	-3,7%	3,0%	4,5%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Auf einen Blick I

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Key Data										
Umsatz	KEUR	11.464	34.727	38.063	32.005	25.793	26.415	28.076	32.673	36.718
Rohrertrag	KEUR	9.619	29.465	34.428	27.607	22.035	21.830	23.134	27.085	30.527
EBITDA	KEUR	2.877	3.717	4.198	208	-341	-1.095	1.914	2.619	3.295
EBIT	KEUR	2.661	2.676	2.916	-1.490	-1.704	-3.548	997	2.021	2.676
EBT	KEUR	2.219	1.665	2.067	-1.971	-2.582	-3.696	593	1.820	2.563
Nettoergebnis	KEUR	2.201	1.830	2.118	-279	-2.371	-7.333	573	1.780	2.323
Anzahl Mitarbeiter		173	418	544	434	366	350	330	340	350
Je Aktie										
Kurs Hoch	EUR	1,56	1,50	1,26	0,39	0,32	0,34	0,13		
Kurs Tief	EUR	0,97	0,84	0,23	0,15	0,13	0,10	0,06		
Kurs Durchschnitt	EUR	1,27	1,17	0,75	0,27	0,23	0,22	0,10		
Schlusskurs	EUR	1,20	1,26	0,32	0,24	0,26	0,22	0,07	0,07	0,07
EPS	EUR	0,10	0,07	0,08	-0,01	-0,06	-0,17	0,01	0,03	0,04
BVPS	EUR	0,41	0,48	0,46	0,39	0,33	0,17	0,13	0,16	0,21
CFPS	EUR	0,12	0,07	0,02	0,01	0,02	-0,05	0,01	0,04	0,05
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR									0,18
Performance bis Kursziel	%									164,7%
Profitabilitätskennzahlen										
Rohrertragsmarge	%	83,9%	84,8%	90,5%	86,3%	85,4%	82,6%	82,4%	82,9%	83,1%
EBITDA-Marge	%	25,1%	10,7%	11,0%	0,6%	n/a	n/a	6,8%	8,0%	9,0%
EBIT-Marge	%	23,2%	7,7%	7,7%	-4,7%	n/a	n/a	3,6%	6,2%	7,3%
EBT-Marge	%	19,4%	4,8%	5,4%	-6,2%	n/a	n/a	2,1%	5,6%	7,0%
Netto-Marge	%	19,2%	5,3%	5,6%	-0,9%	n/a	n/a	2,0%	5,4%	6,3%
FCF-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2,5%	6,4%	9,2%
ROE	%	23,6%	16,5%	16,7%	-2,1%	-17,9%	-73,9%	7,2%	19,1%	20,2%
NWC/Umsatz	%	7,6%	-1,7%	4,6%	-3,0%	-9,2%	-5,4%	-6,3%	-6,3%	-6,4%
Pro-Kopf-Umsatz	KEUR	66,3	83,1	70,0	73,7	70,5	75,5	85,1	96,1	104,9
Pro-Kopf-EBIT	KEUR	15,4	6,4	5,4	-3,4	-4,7	-10,1	3,0	5,9	7,6
Capex/Umsatz	%	-9,5%	-2,7%	-4,9%	-3,4%	-2,2%	-3,9%	-1,7%	-1,8%	-0,1%
Wachstumsraten										
Umsatz	%	n/a	202,9%	9,6%	-15,9%	-19,4%	2,4%	6,3%	16,4%	12,4%
Rohrertrag	%	n/a	206,3%	16,8%	-19,8%	-20,2%	-0,9%	6,0%	17,1%	12,7%
EBITDA	%	n/a	29,2%	12,9%	-95,0%	n/a	221,1%	n/a	36,8%	25,8%
EBIT	%	n/a	0,6%	9,0%	n/a	14,4%	108,2%	n/a	102,7%	32,4%
EBT	%	n/a	-25,0%	24,1%	n/a	31,0%	43,2%	n/a	206,8%	40,8%
Nettoergebnis	%	n/a	-16,9%	15,7%	n/a	749,8%	209,3%	n/a	210,5%	30,5%
EPS	%	n/a	-29,0%	15,7%	n/a	715,0%	-4,4%	n/a	210,5%	30,5%
CFPS	%	n/a	-40,0%	-74,8%	-38,5%	93,7%	n/a	n/a	470,1%	27,3%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL										

Auf einen Blick II

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Bilanzkennzahlen										
Sachanlagevermögen	kEUR	10.081	18.586	17.694	19.148	20.351	17.312	16.173	16.171	15.581
Umlaufvermögen	kEUR	13.424	10.567	9.841	8.567	6.874	8.073	7.944	8.570	10.157
Eigenkapital	kEUR	9.310	12.856	12.484	14.113	12.406	7.439	8.422	10.248	12.811
Verbindlichkeiten	kEUR	14.195	16.297	15.051	13.602	14.819	17.946	15.695	14.493	12.928
EK-Quote	%	39,6%	44,1%	45,3%	50,9%	45,6%	29,3%	34,9%	41,4%	49,8%
Gearing	%	116,4%	64,0%	53,1%	1,3%	0,8%	2,6%	2,3%	1,9%	1,6%
Working Capital	kEUR	729	-489	1.751	-962	-2.362	-1.430	-1.757	-2.065	-2.344
Capital Employed	kEUR	1.757	1.736	4.494	1.413	142	1.361	-104	-415	-1.284
Enterprise Value										
Anzahl Aktien	Mio.	23,0	26,9	26,9	36,3	37,9	43,0	62,4	62,4	62,4
Marktkapitalisierung Hoch	kEUR	35.816	40.335	33.881	14.168	12.121	14.636	8.115		
Marktkapitalisierung Tief	kEUR	22.270	22.588	6.185	5.449	4.924	4.305	3.745		
Marktkapitalisierung Durchschn.	kEUR	29.043	31.461	20.033	9.809	8.523	9.470	5.930		
Marktkapitalisierung Schlusskurs	kEUR	27.551	33.881	8.605	8.719	9.849	9.470	4.245	4.245	4.245
Nettoverschuldung	kEUR	2.052	5.466	7.122	6.404	6.856	9.547	8.480	6.399	3.018
Pensionsrückstellungen	kEUR	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Anteile Dritter	kEUR	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finanzanlagen Anlageverm.	kEUR	866	0	0	0	0	0	0	0	0
Enterprise Value Hoch	kEUR	38.734	45.801	41.003	20.572	18.977	24.183	16.595		
Enterprise Value Tief	kEUR	25.188	28.054	13.307	11.853	11.780	13.852	12.225		
Enterprise Value Durchschnitt	kEUR	31.961	36.927	27.155	16.213	15.379	19.017	14.410		
Enterprise Value Schlusskurs	kEUR	30.469	39.347	15.727	15.123	16.705	19.017	12.725	10.644	7.263
Bewertungskennzahlen										
EV/Umsatz Hoch	x	3,38	1,32	1,08	0,64	0,74	0,92	0,59		
EV/Umsatz Tief	x	2,20	0,81	0,35	0,37	0,46	0,52	0,44		
EV/Umsatz Durchschnitt	x	2,79	1,06	0,71	0,51	0,60	0,72	0,51		
EV/Umsatz Schlusskurs	x	2,66	1,13	0,41	0,47	0,65	0,72	0,45	0,33	0,20
EV/EBITDA	x	10,6	10,6	3,7	72,7	n/a	n/a	6,6	4,1	2,2
EV/EBIT Hoch	x	14,6	17,1	14,1	n/a	n/a	n/a	16,6		
EV/EBIT Tief	x	9,5	10,5	4,6	n/a	n/a	n/a	12,3		
EV/EBIT Durchschnitt	x	12,0	13,8	9,3	n/a	n/a	n/a	14,4		
EV/EBIT Schlusskurs	x	11,5	14,7	5,4	n/a	n/a	n/a	12,8	5,3	2,7
KGV Hoch	x	16,3	22,0	16,0	n/a	n/a	n/a	14,2		
KGV Tief	x	10,1	12,3	2,9	n/a	n/a	n/a	6,5		
KGV Durchschnitt	x	13,2	17,2	9,5	n/a	n/a	n/a	10,3		
KGV Schlusskurs	x	12,5	18,5	4,1	n/a	n/a	n/a	7,4	2,4	1,8
KBV	x	3,0	2,6	0,7	0,6	0,8	1,3	0,5	0,4	0,3
KCF	x	10,0	17,4	17,6	21,4	12,0	n/a	9,0	1,6	1,2
FCF-yield	%	-9,8%	-15,6%	-17,6%	-6,2%	-5,6%	-50,4%	16,3%	49,0%	79,6%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cashflow										
Operativer Cashflow	kEUR	2.763	1.943	490	407	822	-2.158	490	2.677	3.410
Investiver Cashflow	kEUR	-5.451	-7.230	-2.007	-947	-1.375	-2.712	222	-596	-29
Free Cashflow	kEUR	-2.688	-5.287	-1.517	-540	-553	-4.870	711	2.081	3.381
Finanz Cashflow	kEUR	8.164	0	-629	487	-880	5.760	-1.299	-732	-2.500
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL										

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die

Sphene capital

Großhesseloher Straße 15c | München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH erstellt und ist in der Bundesrepublik Deutschland nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältigt, noch an Dritte weiter gegeben werden. Diese Studie dient lediglich Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis übermittelt. Die in dieser Studie behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren nicht geeignet sein, abhängig von dem jeweiligen Anlageziel und geplanten Anlagezeitraum oder der jeweiligen Finanzlage. Diese Studie kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in Anlagedingen verfügen, die unter Artikel 19(1) der „Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001“ (Verordnung über die Werbung für Finanzprodukte von 2001 im Rahmen des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte von 2000) (die „Verordnung“) fallen, oder (b) Unternehmen mit umfangreichem Vermögen, die unter Artikel 49(2)(A) bis (D) der Verordnung fallen, sowie sonstige Personen, an die das Dokument gemäß Artikel 49(1) der Verordnung rechtmäßig übermittelt werden darf (alle diese Personen werden zusammen als „Relevante Personen“ bezeichnet). Jede Person, bei der es sich nicht um eine Relevante Person handelt, sollte diese Studie und deren Inhalt nicht als Informations- oder Handlungsbasis betrachten.

Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Finanzinstruments des analysierten Unternehmens oder zum Abschluss eines Beratungsvertrags dar. Weder diese Studie noch irgendwelche Bestandteile darin bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitiger Verpflichtungen irgendeiner Art. Sphene Capital GmbH und mit ihr verbundene Unternehmen lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab. Weder Sphene Capital GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen des Verfassers dieser Studie, die im Zusammenhang mit seiner Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH noch einem mit der Sphene Capital GmbH verbundenen Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in dieser Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

Diese Studie wird per Email und/oder per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

Bei den in dieser Studie genannten Aktienkursen handelt es sich um die XETRA-Schlusskurse oder, wenn ein XETRA-Kurs nicht existiert, um den Kurs der jeweiligen nationalen Börse, des dem Tag der Studie vorangehenden Handelstages.

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Buy: Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

Hold: Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.

Sell: Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 34b Abs. 1 Nr. 2 WpHG und Finanzanalyseverordnung

Gemäß § 34b Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

- ★ an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- ★ in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- ★ die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- ★ in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging,
- ★ mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- ★ und mit diesem verbundene Unternehmen regelmäßig Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handeln,
- ★ oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Sphene Capital GmbH verwendet die folgenden Keys:

Key 1: Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.

Key 2: Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.

Key 3: Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.

Key 4: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.

Key 5: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.

Key 6: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.

Key 7: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.

Key 8: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen.

Key 9: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisionseinnahmen beteiligt.

Key 10: Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
16.08.2012	EUR 0,18	Buy	1; 8
16.07.2012	EUR 0,20	Buy	1; 8
09.07.2012	EUR 0,22	Buy	1; 2; 8

Ein Überblick über die Anlageempfehlungen der Sphene Capital GmbH ist abrufbar unter <http://www.sphene-capital.de>

Erklärungen gemäß § 34b Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung:**Informationsquellen**

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenanbietern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle, sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatoren Modelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen.

Gewählte Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich auch auf den einzelnen Modellen basierende Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf Monaten ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

Erklärung des Erstellers dieser Studie

Die Vergütung des Erstellers dieser Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in dieser Studie geäußert werden, zusammen.