asknet

Reuters: A5AGn.DE **Bloomberg:** A5A:GR

Rating: Buy	**Risiko: Hoch**
Kurs: EUR 1,85	
Kursziel: EUR 4,00	

Jetzt beginnt die Erntezeit

Die Veröffentlichung des Jahresergebnisses 2012 hat die asknet-Aktie zu einem klaren Outperformer gemacht: YTD hat die Aktie 48,0% zugelegt und den DAX mit 7,2% deutlich hinter sich gelassen. Mit seinen Q1-Zahlen hat asknet nahtlos an die gute Geschäftsentwicklung des Vorjahres angeknüpft: Erstmals in der Unternehmensgeschichte konnte asknet ein positives Betriebsergebnis in einem ersten Quartal erzielen. Die Guidance, im laufenden Jahr die Ertragslage weiter zu verbessern, wurde erwartungsgemäß bestätigt und entspricht unseren Erwartungen. Wir bestätigen unser Buy-Rating und unser aus einem DCF-Modell abgeleitetes Kursziel von EUR 4,00 je Aktie.

Q1/2013 im Überblick

Die **Bruttoerlöse** lagen im ersten Quartal bei EUR 20,4 Mio. und damit um 25,3% über ihrem Vorjahreswert, die **Service Revenues** verbesserten sich um 14,1% auf EUR 2,6 Mio. und das operativer Ergebnis lag mit EUR 34.000 erstmals in einem ersten Quartal im positiven Bereich. Ein vergleichbares Resultat erzielte asknet auch bei Vor- und Nachsteuerergebnis. Das Ergebnis je Aktie lag bei EUR 0,01, nachdem dieses im Vorjahr noch bei EUR -0,01 gelegen hat.

Q1/2013		Rep.	Erw.	Δ
Umsatz	EUR Mio.	20,4	20,4	0,0%
Service Revenues	EUR Mio.	2,6	2,7	-3,1%
in % der Bruttoumsätze	%	12,8%	13,2%	*-0,4pp*
EBIT	EUR Mio.	0,0	0,2	-78,4%
in % der Service Revenues	%	1,3%	5,8%	*-4,5pp*
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,0	0,2	-79,1%
in % der Service Revenues	%	1,2%	5,8%	*-4,5pp*
EPS	EUR	0,01	0,02	-67,7%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL				

Währungsverluste verhinderten ein besseres Ergebnis

Dass das operative Ergebnis nicht noch besser war, lag insbesondere an Währungsverlusten im Yen-Raum. Nachdem der japanische Währungsraum zuletzt durch die Gewinnung von CyberLink deutlich an Bedeutung gewonnen hat, betreibt asknet inzwischen ein aktiveres Yen-Euro-Währungshedging, so dass vergleichbare Währungsverluste kurzfristig nicht mehr auftreten sollten.

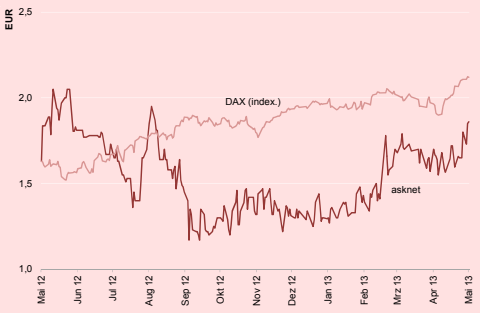
Extrem solide Bilanzstruktur

Zum Ende des ersten Quartals lag die Eigenkapitalquote der Gesellschaft bei 34,6% und damit auf dem Niveau des Vorjahres. Finanzverbindlichkeiten bestehen typischerweise nicht, die Nettoliquiditätsposition lag zum Ende Q1/2013 bei EUR 5,6 Mio. und damit bei ~60,0% der aktuellen Marktkapitalisierung. Das Working Capital lag zum Jahresende mit EUR -1,7 Mio. deutlich im negativen Bereich (Vj. EUR -1,3 Mio.), was die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells verdeutlicht.

WKN/ISIN: 517330/DE0005173306
Indizes: Entry Standard All Share
Transparenzlevel: Entry Standard
Gewichtete Anzahl Aktien: 5,0 Mio.
Marktkapitalisierung: EUR 9,3 Mio.
Handelsvolumen/Tag: 7.000
Hauptversammlung: 5. Juli 2013

EUR Mio. (31/12)	2011	2012	2013e	2014e
Umsatz	65,4	74,8	85,0	88,9
EBITDA	-0,8	0,2	0,5	0,8
EBIT	-0,9	0,1	0,4	0,7
EBT	-0,8	0,1	0,4	0,8
EAT	-0,9	0,1	0,4	0,7
% vom Umsatz	**2011**	**2012**	**2013e**	**2014e**
EBITDA	-1,2%	0,3%	0,6%	0,9%
EBIT	-1,4%	0,1%	0,4%	0,8%
EBT	-1,3%	0,1%	0,4%	0,8%
EAT	-1,3%	0,1%	0,4%	0,8%
Je Aktie/EUR	**2011**	**2012**	**2013e**	**2014e**
EPS	-0,17	0,02	0,07	0,14
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,70	0,71	0,78	0,92
Cashflow	-0,54	0,14	0,24	0,16
%	**2011**	**2012**	**2013e**	**2014e**
EK-Quote	30,3%	26,7%	25,2%	26,9%
Gearing	-171%	-182%	-189%	-174%
x	**2011**	**2012**	**2013e**	**2014e**
KGV	n/a	117,3	25,3	12,8
EV/Umsatz	0,00	0,04	0,02	0,01
EV/EBIT	n/a	32,3	5,1	1,6
KBV	1,8	2,6	2,4	2,0

EUR Mio.	2013e	2014e
Guidance: Umsatz	⬀	-
Guidance: EBIT	⬀	-



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Susanne Hasler, CFA
+ 49 (89) 74 44 35 58 / +49 (176) 24 60 52 66
susanne.hasler@sphene-capital.de
Peter Thilo Hasler, CEFA
+ 49 (89) 74 44 35 58 / +49 (176) 62 11 87 36
peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Bitte beachten Sie die Hinweise zu möglichen Interessenskonflikten und den Disclaimer auf den letzten Seiten dieser Studie.

Attraktive Equity Story – Buy und PT EUR 4,00 bestätigt
asknet bietet den Investoren nach u. E. eine überaus attraktive Equity Story: (i) Weit überdurchschnittliches Umsatz- und Ergebniswachstum bei attraktiver Bewertung – sowohl bezogen auf Peergroup-Multiples als auch auf Basis unseres standardisierten DCF-Modells, (ii) die Gewinnzone ist mit dem gegenwärtigen Kundenstand erreicht, (iii) die Profitabilität wird sich nach unseren Schätzungen auch ohne Neukundenakquisition (wovon wir nicht ausgehen) bereits im laufenden Geschäftsjahr nochmals deutlich verbessern, (iv) das Wachstum finanziert sich durch ein negatives Working Capital quasi „von selbst", (v) die Eigenkapitalquote ist auskömmlich, (vi) Bankverbindlichkeiten bestehen nicht und (vii) die Nettoliquiditätsposition deckt große Teile der aktuellen Marktkapitalisierung ab. Wir bestätigen unser Buy-Rating und unser Kursziel von EUR 4,00 je Aktie.

Guidance für 2013e
Die Guidance, wonach das Management für das laufende Jahr mit einer weiteren Verbesserung der Ertragslage rechnet, wurde bestätigt.

Erntezeit schon im Frühjahr
Selbst ohne die Gewinnung weiterer Kunden wird asknet im laufenden Jahr seine Ertragslage weiter deutlich verbessern können. Ursächlich hierfür ist CyberLink, schon jetzt einer der bedeutendsten Kunden im Portefeuille, der im Vorjahr nur zehn Monate konsolidiert wurde. Darüber hinaus gehen wir davon aus, dass sich auch bei anderen Schlüsselkunden wie Nero die Ertragslage im laufenden Jahr verbessern wird und dass asknet zusätzliche Werte durch die Gewinnung von Neukunden heben kann. Unter dem Strich sollte damit eine deutliche Verbesserung der Ertragslage bevorstehen.

Nach der guten Kursentwicklung des laufenden Jahres bestätigen wir unser Kursziel von EUR 4,00 je Aktie und unser Buy-Rating für die Aktien der asknet AG. Unser Kursziel ergibt sich aus einem dreistufigen standardisierten DCF-Modell, das wir durch Peergroup-Multiplikatoren aus Internet-Software-Unternehmen und dem Best Comparable Digital River bestätigen. Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 1,85 je Aktie ergibt sich ein Kurspotenzial von 116,2%.

Basisannahmen für das DCF-Modell
Die unserem DCF-Modell zugrunde liegenden Annahmen sind, dass

Bis 2014e liegen dem Modell unsere detaillierten GuV- und Bilanzplanungen zugrunde. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2023e endet.

- asknet bis zum Jahr 2014e ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Bruttoumsätze von 9,1% und der Service Revenues von 8,1% aufweisen wird;
- die Service Revenues in der Grobplanungsphase 2015e-2023e ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 2,0% erreichen werden;
- sich die wichtigen Performance-Kennzahlen während der Grobplanungsphase einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden;
- sich die EBIT-Margen (bezogen auf die Service Revenues) von 6,0% in 2014e auf 37,2% in 2023e sukzessive erhöhen und im anschließenden Terminal Value bei 38,0% liegen werden. Für die Bruttoumsatzrendite bedeutet dies einen Anstieg auf 5,0% von 0,8% in 2014e;
- sich der Grenzsteuersatz aufgrund der hohen steuerlichen Verlustvorträge bis 2020e auf einem nur von Mindeststeuern hervorgerufenen Niveau bewegt und er danach auf das für Deutschland durchschnittliche Niveau von 31,0% ansteigen wird;
- die durchschnittlichen Wachstumsraten der FCF im Terminal Value bei 1,3% liegen, was dem aktuellen risikolosen Zinssatz einer zehnjährigen Bundesanleihe entspricht;
- asknet ein Fundamental-beta von 2,0 (hierin gehen Diversifizierungsgrad, Wettbewerbsintensität und finanzielle Risiken mit jeweils 0,3 Punkten ein, Risiken der Unternehmensprognose mit 0,1 und das Beta für den Gesamtmarkt mit 1,0) aufweist;
- asknet einen im Zeitablauf stetig steigenden Kapitalumschlag aufweist, was

sich in steigenden Reinvestitionen (Capex, Working Capital und M&A) niederschlagen wird;

- asknet ein langfristiges Rating von BB aufweist, was im Terminal Value mit einer jährlichen Insolvenzwahrscheinlichkeit von etwa 1,0% verbunden ist;
- dass sich die aktuellen WACC aus dem risikolosen Zins von derzeit 1,3%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen und einer implizit ermittelten Risikoprämie für den Gesamtmarkt von aktuell 4,9% zusammensetzen. Als unverschuldetes Unternehmen lassen sich nur grobe Annahmen über die wahrscheinlichen Risikoprämien für das Fremdkapital treffen; trotz der erfreulichen Ertragsentwicklung gehen wir von deutlichen Risikoprämien für das Fremdkapital von aktuell etwa 15% aus. Schließlich rechnen wir damit, dass asknet eine Zielkapitalstruktur von ~75%/25% anstrebt. Damit ergeben sich WACC in Höhe von aktuell 11,1%.
- dass asknet im Terminal Value Kapitalkosten haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden. Demzufolge unterstellen wir einen Rückgang der WACC von derzeit 11,1% auf dann 8,3%.

Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 4,00 je Aktie

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 4,00 je Aktie

Dabei werden etwa 63% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 37% aus den in der Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

TABELLE 1: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL

x	Bewertung zu aktuell EUR 1,85		Bewertung zu EUR 4,00	
	2013e	2014e	2013e	2014e
EV/Umsatz	0,02x	0,01x	0,15x	0,13x
EV/EBIT	5,1x	1,6x	35,6x	17,2x
KGV	25,3x	12,8x	54,7x	27,7x

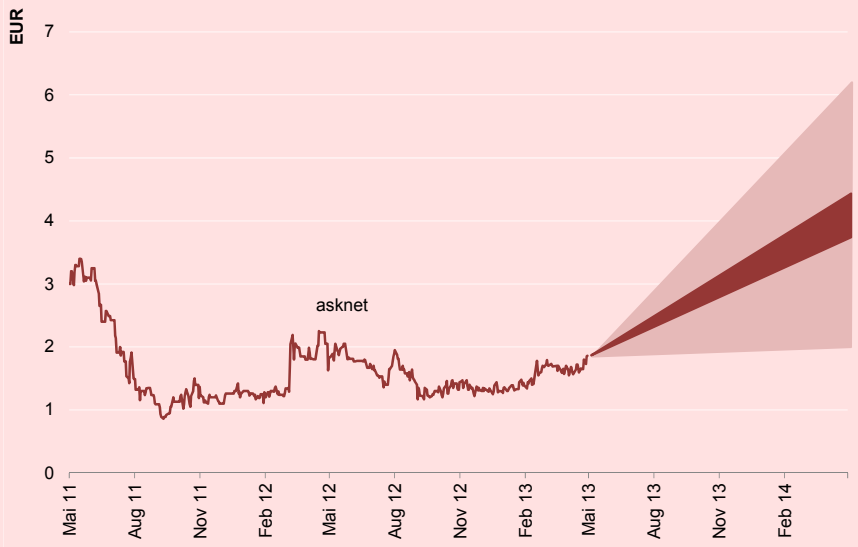
QUELLE: SPHENE CAPITAL

In einem Stresstest unterstellen wir folgende Szenarien und Annahmen:

Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall eine Kurschance bis auf EUR 1,90 und im optimistischen Fall eine Kurschance bis auf EUR 6,10 je Aktie.

- **Bull Case-Szenario:** Ein Bull Case-Szenario würde sich im Fall einer schnelleren Gewinnung von Schlüsselkunden ergeben. Katalysatoren einer solchen Entwicklung könnten anhaltende Aktivitäten seitens Digital River sein, Tier 2- und Tier 3-Kunden nicht länger als Kunden zu akzeptieren und sie den kleineren Anbietern wie asknet quasi „zuzuführen“. 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 7,0% bis 2023e unterstellt. In diesem Fall würden wir unser Kursziel auf EUR 6,10 je Aktie anheben.
- **Bear Case-Szenario:** In einem Bear Case-Szenario adjustieren wir die Terminal Value-EBIT-Marge von 4,0% um 300 Basispunkte auf 1,0% und reduzieren das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf 0,4% von 1,3%. Damit würden wir unterstellen, dass sich die Wettbewerbsintensität in beiden Geschäftsbereichen verschärfen wird und die Ausschöpfung von Synergieeffekten nicht länger die erwarteten Effekte auf die Margen hat. In diesem Szenario würde der Unternehmenswert von asknet bis auf EUR 1,90 je Aktie zurückgehen.

ABBILDUNG 1: KURSENTWICKLUNG UND -PROGNOSE



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 4,00 je Aktie. Voraussetzung ist die Erreichung unserer Ergebnisprognosen. In unserem Bear Case-Szenario haben wir eine Intensivierung der Wettbewerbsintensität unterstellt. In unserem Bull Case-Szenario gelingt die Neukundengewinnung noch schneller.

Katalysatoren für die Kursentwicklung

Katalysatoren zur Erreichung des ermittelten Kurszieles

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von asknet in den kommenden Monaten sehen wir insbesondere (1) Aussagen über die weitere Steigerung der Ertragslage in 2013ff und (2) die Gewinnung weiterer Schlüsselkunden.

Risiken für unser Rating und Kursziel

Risiken

Risiken für unser Rating und unser Kursziel ergeben sich aus den folgenden Punkten: (1) asknet hat seit dem IPO im Jahre 2006 operative Verluste in Höhe von kumuliert EUR -15,6 Mio. angesammelt – die nicht allein auf Marktgegebenheiten zurückzuführen waren –, wodurch die Reputation der Aktie gelitten hat. (2) asknet hat in den letzten Jahren kaum aktive Investor Relations-Politik betrieben und muss Kontakte zu institutionellen Investoren sukzessive aufbauen. (3) asknet ist deutlich kleiner als der Marktführer Digital River und steht zudem im Wettbewerb mit anderen Anbietern von E-Commerce-Outsourcing-Dienstleistungen, mit Softwareentwicklern, Systemintegratoren und Online-Einzelhändlern, die eigene E-Commerce-Seiten unterhalten. (4) Die bedeutendsten fünf Kunden dürften im laufenden Jahr für knapp zwei Drittel der Service Revenues im Bereich eDistribution verantwortlich sein, so dass sich operative Schwächen dieser Kunden auch in der Ertragslage von asknet niederschlagen. (5) Aus der Aktionärsstruktur lässt sich ein möglicher Stock Overhang ableiten. (6) Der Absatz von Software folgt auch zyklischen Mustern und ein unerwarteter konjunktureller Einbruch würde nach unserer Einschätzung die Ertragslage von asknet belasten.

Unternehmensprofil

Kerngeschäft von asknet ist die Erstellung und der Betrieb von Online-Shops, mit deren Hilfe der Download von Software für kleine bis mittlere, jedoch in der Regel global tätige Softwarehersteller ermöglicht wird. Darüber hinaus entwickelt und betreibt asknet Software-Beschaffungsportale für Universitäten, Hochschulen, Forschungseinrichtungen, Universitätskliniken und Unternehmen in Form von zentralen Intranet-Portalen, über die berechtigte User Softwareprodukte erwerben können.

Mit den von asknet angebotenen Produkten und Dienstleistungen wird es den Kunden ermöglicht, Software über das Internet zu vertreiben oder zu beschaffen. Aufgrund der nahtlosen Back-end- und Front-end-Integration des Online-Shops fällt es dem User in der Regel nicht unmittelbar auf, dass er auf eine asknet-Webpage wechselt und sich nicht mehr auf der Website des Unternehmens bzw. der Organisation befindet. Systembrüche treten bei den von asknet angebotenen Lösungen nicht auf. Für den Käufer entfallen die mit einem Erwerb

und der Auslieferung der Software verbundenen (Reise-, Verpackungs- oder Porto-) Kosten und Wartezeiten. Für den Softwareentwickler entstehen Vorteile vor allem durch die Erweiterung der Wertschöpfungskette um die Online-Komponente, das Umgehen des Vertriebskanals und damit Margenverbesserungen, durch die hohe Skalierbarkeit der Shops, Kostenvorteile aus dem Shop-Betrieb und eine deutlich bessere Kundenbindung.

Gewinn- und Verlustrechnung

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
Bruttoerlöse	**EUR Mio.**	**64,9**	**74,7**	**68,9**	**72,7**	**65,4**	**74,8**	**85,0**	**88,9**
YoY	%	55,2%	15,1%	-7,7%	5,4%	-10,0%	14,4%	13,6%	4,6%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,4	0,7	0,2	0,1	0,2	0,9	0,9	0,9
Gesamtleistung	EUR Mio.	65,3	75,4	69,1	72,8	65,6	75,7	85,9	89,9
YoY	%	55,3%	15,5%	-8,3%	5,3%	-9,8%	15,4%	13,5%	4,6%
Materialaufwand	EUR Mio.	-56,2	-65,8	-59,5	-62,4	-55,6	-64,9	-74,1	-77,4
in % der Gesamtleistung	%	-86,2%	-87,3%	-86,1%	-85,7%	-84,7%	-85,8%	-86,2%	-86,1%
Rohertrag	EUR Mio.	9,0	9,6	9,6	10,4	10,0	10,8	11,9	12,5
YoY	%	44,6%	6,3%	0,5%	7,8%	-3,4%	7,2%	10,2%	5,3%
in % der Gesamtleistung	%	13,8%	12,7%	13,9%	14,3%	15,3%	14,2%	13,8%	13,9%
Service Revenues	**EUR Mio.**	**8,7**	**8,9**	**9,5**	**10,3**	**9,8**	**9,9**	**10,9**	**11,5**
YoY	EUR Mio.	43,5%	2,6%	6,3%	8,8%	-4,3%	0,4%	10,7%	5,5%
in % der Gesamtleistung	EUR Mio.	13,3%	11,8%	13,7%	14,1%	15,0%	13,1%	12,7%	12,8%
Personalaufwand	EUR Mio.	-6,1	-6,3	-5,7	-5,7	-5,9	-4,8	-4,7	-5,1
in % der Bruttoerlöse	%	-9,3%	-8,4%	-8,2%	-7,8%	-9,0%	-6,3%	-5,6%	-5,7%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-5,7	-6,2	-5,0	-5,3	-4,9	-5,8	-6,7	-6,6
in % der Bruttoerlöse	%	-8,8%	-8,3%	-7,3%	-7,2%	-7,5%	-7,8%	-7,8%	-7,4%
EBITDA	**EUR Mio.**	**-2,8**	**-2,9**	**-1,1**	**-0,5**	**-0,8**	**0,2**	**0,5**	**0,8**
in % der Service Revenues	%	-32,0%	-32,7%	-11,6%	-5,2%	-7,7%	2,0%	4,3%	7,1%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	**EUR Mio.**	**-3,0**	**-3,1**	**-1,2**	**-0,7**	**-0,9**	**0,1**	**0,4**	**0,7**
YoY	%	-55,8%	3,9%	-59,9%	-46,6%	34,9%	-109,6%	316,8%	95,4%
YoY	EUR Mio.	0,3	1,4	0,4	-0,5	1,3	0,1	0,2	0,3
in % der Service Revenues	%	-34,3%	-34,8%	-13,1%	-6,4%	-9,1%	0,9%	3,3%	6,0%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	0,3	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	EUR Mio.	-2,7	-2,9	-1,1	-0,6	-0,8	0,1	0,4	0,8
in % der Service Revenues	%	-31,3%	-32,2%	-12,0%	-5,7%	-8,6%	1,1%	3,5%	6,5%
Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % des EBT	%	0,3%	1,0%	1,0%	6,0%	3,3%	-23,7%	-3,0%	-3,0%
Nettoergebnis	EUR Mio.	-2,7	-2,9	-1,1	-0,6	-0,9	0,1	0,4	0,7
in % der Service Revenues	%	-31,4%	-32,5%	-12,1%	-6,0%	-8,9%	0,8%	3,4%	6,3%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
EPS	**EUR**	**-0,54**	**-0,57**	**-0,23**	**-0,12**	**-0,17**	**0,02**	**0,07**	**0,14**

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale)

		Q1/13	Q2/13e	H1/13e	Q3/13e	9M/13e	Q4/13ee	2013e
Bruttoerlöse	**EUR Mio.**	**20,4**	**19,2**	**39,6**	**20,9**	**60,4**	**24,6**	**85,0**
YoY	%	25,3%	11,6%	18,3%	10,6%	15,5%	9,2%	13,6%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,1	0,0	0,2	0,0	0,2	0,7	0,9
Gesamtleistung	EUR Mio.	20,5	19,2	39,7	20,9	60,6	25,3	85,9
YoY	%	25,3%	11,6%	18,3%	10,6%	15,5%	9,0%	13,5%
Materialaufwand	EUR Mio.	-17,8	-16,6	-34,4	-18,3	-52,8	-21,3	-74,1
in % der Gesamtleistung	%	-86,7%	-86,6%	-86,7%	-87,6%	-87,0%	-84,3%	-86,2%
Rohertrag	EUR Mio.	2,7	2,6	5,3	2,6	7,9	4,0	11,9
YoY	%	14,5%	9,7%	12,1%	10,2%	11,5%	7,9%	10,2%
in % der Gesamtleistung	%	13,3%	13,4%	13,3%	12,4%	13,0%	15,7%	13,8%
Service Revenues	**EUR Mio.**	**2,6**	**2,5**	**5,1**	**2,5**	**7,7**	**3,3**	**10,9**
YoY	EUR Mio.	14,1%	9,8%	12,0%	10,4%	11,4%	9,0%	10,7%
in % der Gesamtleistung	EUR Mio.	12,8%	13,2%	13,0%	12,1%	12,7%	12,9%	12,7%
Personalaufwand	EUR Mio.	-1,3	-1,2	-2,5	-1,1	-3,6	-1,2	-4,7
in % der Bruttoerlöse	%	-6,2%	-6,4%	-6,3%	-5,2%	-5,9%	-4,8%	-5,6%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-1,4	-1,4	-2,8	-1,4	-4,3	-2,4	-6,7
in % der Bruttoerlöse	%	-6,9%	-7,4%	-7,1%	-6,9%	-7,0%	-9,8%	-7,8%
EBITDA	**EUR Mio.**	**0,1**	**-0,1**	**0,0**	**0,1**	**0,1**	**0,4**	**0,5**
in % der Service Revenues	%	2,4%	-2,5%	0,0%	2,7%	0,9%	12,4%	4,3%
Abschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	**EUR Mio.**	**0,0**	**-0,1**	**-0,1**	**0,0**	**0,0**	**0,4**	**0,4**
YoY	%	-173,6%	138,7%	-29,5%	1697,4%	-73,6%	124,2%	316,8%
YoY	EUR Mio.	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
in % der Service Revenues	%	1,3%	-3,7%	-1,2%	1,5%	-0,3%	11,6%	3,3%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	EUR Mio.	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,4	0,4
in % der Service Revenues	%	1,3%	-3,4%	-1,0%	1,8%	-0,1%	11,9%	3,5%
Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % des EBT	%	-3,0%	-3,0%	-3,0%	-3,0%	-2,9%	-3,0%	-3,0%
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,4	0,4
in % der Service Revenues	%	1,2%	-3,3%	-1,0%	1,8%	-0,1%	11,5%	3,4%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
EPS	**EUR**	**0,01**	**-0,02**	**-0,01**	**0,01**	**0,00**	**0,07**	**0,07**

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
Langfristiges Vermögen	**EUR Mio.**	**0,4**	**0,3**	**0,2**	**0,3**	**0,2**	**0,3**	**0,4**	**0,4**
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2
Beteiligungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2
Kurzfristiges Vermögen	**EUR Mio.**	**16,4**	**13,8**	**13,0**	**14,4**	**11,3**	**13,0**	**15,0**	**16,7**
Vorräte	EUR Mio.	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1	0,4	0,4	0,4
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	5,4	5,0	4,6	5,1	4,8	5,4	6,4	7,4
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	0,6	0,8	0,8
Liquide Mittel	EUR Mio.	9,9	8,2	8,0	8,8	6,1	6,6	7,4	8,1
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	**EUR Mio.**	**17,0**	**14,4**	**13,4**	**14,9**	**11,7**	**13,5**	**15,6**	**17,3**
PASSIVA									
Eigenkapital	**EUR Mio.**	**9,0**	**6,2**	**5,0**	**4,4**	**3,5**	**3,6**	**3,9**	**4,7**
Grundkapital	EUR Mio.	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Kapitalrücklage	EUR Mio.	4,3	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Verlustvortrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	-0,4	-0,2	-0,1	-0,7	-1,6	-1,5	-1,1	-0,4
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonderposten mit Rücklageanteil	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	1,6	1,3	1,4	1,1	1,2	1,4	1,8	1,8
Kurzfristige Verbindlichkeiten	**EUR Mio.**	**6,4**	**6,9**	**7,0**	**9,2**	**6,8**	**8,5**	**9,8**	**10,8**
Bankschulden	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verb. aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	5,7	6,4	6,3	8,4	6,2	7,5	9,0	10,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,7	0,5	0,6	0,9	0,6	1,0	0,9	0,9
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	**EUR Mio.**	**17,0**	**14,4**	**13,4**	**14,9**	**11,7**	**13,5**	**15,6**	**17,3**

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Normalisierte Fassung)

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
Langfristiges Vermögen	**%**	**2,5%**	**2,3%**	**1,9%**	**2,0%**	**2,0%**	**2,2%**	**2,6%**	**2,4%**
Immaterielles Vermögen	%	0,7%	0,7%	0,5%	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Sachanlagevermögen	%	1,2%	1,0%	1,4%	1,7%	1,8%	1,1%	1,0%	0,9%
Beteiligungen	%	0,5%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%	0,5%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%	1,0%	0,9%
Kurzfristiges Vermögen	**%**	**96,7%**	**96,1%**	**96,8%**	**96,9%**	**96,9%**	**96,3%**	**96,4%**	**96,7%**
Vorräte	%	2,2%	2,2%	1,4%	1,5%	1,1%	2,7%	2,5%	2,4%
Forderungen aus Lieferung & Leistung	%	32,0%	34,6%	34,0%	34,1%	41,1%	40,1%	41,3%	42,9%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%
Forderungen aus nicht eingez. Kapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	4,0%	2,4%	2,1%	1,9%	2,7%	4,8%	4,8%	4,3%
Liquide Mittel	%	58,5%	57,0%	59,3%	59,3%	52,0%	48,7%	47,7%	47,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,8%	1,6%	1,4%	1,1%	1,2%	1,5%	1,0%	0,9%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	**%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**
PASSIVA									
Eigenkapital	**%**	**53,0%**	**42,8%**	**37,2%**	**29,6%**	**30,3%**	**26,7%**	**25,2%**	**26,9%**
Grundkapital	%	29,6%	35,1%	37,5%	33,9%	43,1%	37,3%	32,4%	29,2%
Kapitalrücklage	%	25,4%	8,9%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Währungsanpassungen	%	0,1%	0,4%	0,4%	0,5%	0,8%	0,5%	0,2%	0,2%
Verlustvortrag	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzverlust/-gewinn	%	-2,2%	-1,6%	-1,0%	-4,8%	-13,6%	-11,2%	-7,3%	-2,4%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionsrückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	9,4%	8,9%	10,5%	7,6%	10,1%	10,4%	11,6%	10,4%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	**%**	**37,5%**	**47,9%**	**51,9%**	**62,0%**	**58,5%**	**62,6%**	**63,0%**	**62,5%**
Bankschulden	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verb. aus Lieferung & Leistungen	%	33,6%	44,8%	47,1%	56,2%	53,3%	55,2%	57,6%	57,6%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	3,9%	3,1%	4,8%	5,8%	5,2%	7,4%	5,5%	4,9%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,1%	0,3%	0,4%	0,8%	1,1%	0,3%	0,2%	0,1%
Bilanzsumme	**%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Cashflow-Statement

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-2,7	-2,9	-1,1	-0,6	-0,9	0,1	0,4	0,7
Abschreibungen	EUR Mio.	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Ergebnis aus Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	-2,2	0,5	0,4	-0,5	0,3	-0,6	-1,0	-1,0
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-0,3	0,4	0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,0
Δ aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	0,5	-0,3	0,1	-0,3	0,1	0,2	0,4	0,0
Δ kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	1,4	0,7	-0,1	2,0	-2,1	1,2	1,5	1,0
Δ Sonderposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,3	-0,2	0,2	0,2	-0,3	0,4	0,0	0,0
Operativer Cashflow	**EUR Mio.**	**-2,9**	**-1,7**	**-0,1**	**1,0**	**-2,7**	**0,7**	**1,2**	**0,8**
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Investiver Cashflow	**EUR Mio.**	**-0,1**	**-0,1**	**-0,1**	**-0,2**	**-0,1**	**-0,2**	**-0,2**	**-0,1**
Free Cashflow	**EUR Mio.**	**-3,0**	**-1,8**	**-0,2**	**0,8**	**-2,8**	**0,5**	**1,0**	**0,7**
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	-2,9	-3,0	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,2	-0,2	0,2	0,2	-0,2	0,4	-0,2	0,0
Abzügl. Dividende Vorjahr	EUR Mio.	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	2,7	0,0	1,0	-0,2	0,2	-0,4	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	**EUR Mio.**	**0,0**	**-3,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**-0,2**	**0,0**
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	-3,0	-4,8	-0,2	0,8	-2,8	0,5	0,9	0,7
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	12,9	9,9	8,2	8,0	8,8	6,1	6,6	7,4
Liquide Mittel Ende Periode	**EUR Mio.**	**9,9**	**8,2**	**8,0**	**8,8**	**6,1**	**6,6**	**7,4**	**8,1**

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Segmente

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
Bruttoerlöse	**EUR Mio.**	**64,9**	**74,7**	**68,9**	**72,7**	**65,4**	**74,8**	**85,0**	**88,9**
eDistribution	EUR Mio.	44,4	53,6	47,4	45,5	42,2	53,2	61,5	63,3
ePortals	EUR Mio.	20,5	21,1	21,5	27,1	23,2	21,6	23,5	25,7
YoY	**%**	**55,2%**	**15,1%**	**-7,7%**	**5,4%**	**-10,0%**	**14,4%**	**13,6%**	**4,6%**
eDistribution	%	78,9%	20,7%	-11,5%	-4,0%	-7,4%	26,2%	15,5%	2,9%
ePortals	%	20,6%	2,9%	1,7%	26,1%	-14,3%	-7,1%	9,0%	9,0%
Anteile	**%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**
eDistribution	%	68,4%	71,7%	68,8%	62,7%	64,5%	71,1%	72,3%	71,1%
ePortals	%	31,6%	28,3%	31,2%	37,3%	35,5%	28,9%	27,7%	28,9%
Service-Erlöse	**EUR Mio.**	**8,7**	**9,0**	**9,5**	**10,3**	**9,8**	**9,9**	**10,9**	**11,5**
eDistribution	EUR Mio.	6,0	6,1	7,1	7,4	6,7	7,3	8,2	8,6
ePortals	EUR Mio.	2,7	2,8	2,3	2,9	3,1	2,6	2,7	3,0
YoY	**%**	**43,5%**	**3,6%**	**5,3%**	**8,8%**	**-4,3%**	**0,4%**	**10,7%**	**5,5%**
eDistribution	%	67,7%	2,4%	15,7%	4,2%	-8,9%	8,3%	12,2%	4,4%
ePortals	%	8,4%	6,3%	-17,3%	22,8%	7,7%	-16,8%	6,3%	9,0%
Anteile	**%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**
eDistribution	%	69,2%	68,4%	75,2%	72,0%	68,5%	73,9%	74,9%	74,1%
ePortals	%	30,8%	31,6%	24,8%	28,0%	31,5%	26,1%	25,1%	25,9%
in % der Bruttoerlöse	**%**	**13,4%**	**12,0%**	**13,7%**	**14,2%**	**15,1%**	**13,2%**	**12,9%**	**13,0%**
eDistribution	%	13,5%	11,5%	15,0%	16,3%	16,0%	13,7%	13,3%	13,5%
ePortals	%	13,0%	13,4%	10,9%	10,6%	13,3%	11,9%	11,7%	11,7%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

DCF-Modell

		2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	20120e	2021e	2022e	2023e	TV
Umsatz	**EUR Mio.**	**85,0**	**88,9**	**92,5**	**95,4**	**97,7**	**99,5**	**101,0**	**102,4**	**103,8**	**105,1**	**106,5**	**105,1**
Umsatzwachstum	%	13,6%	4,6%	4,0%	3,2%	2,4%	1,9%	1,5%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
EBIT	**EUR Mio.**	**0,4**	**0,7**	**1,1**	**1,6**	**2,1**	**2,6**	**3,1**	**3,6**	**4,1**	**4,6**	**5,1**	**5,3**
EBIT-Marge	%	0,4%	0,8%	1,2%	1,7%	2,1%	2,6%	3,0%	3,5%	3,9%	4,4%	4,8%	5,0%
Steuerquote (τ)	%	-3,0%	-8,2%	2,3%	7,0%	9,7%	11,4%	12,5%	13,4%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
EBIT(1-τ)	**EUR Mio.**	**0,4**	**0,8**	**1,1**	**1,5**	**1,9**	**2,3**	**2,7**	**3,1**	**2,8**	**3,2**	**3,5**	**3,6**
Investitionen (Capex, WC, M&A)	EUR Mio.	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,4	-0,7	-0,9	-1,0	-1,1	-0,6
FCFF	**EUR Mio.**	**0,1**	**0,7**	**1,0**	**1,4**	**1,7**	**2,1**	**2,3**	**2,4**	**1,9**	**2,2**	**2,5**	**3,1**
Investiertes Kapital	EUR Mio.	-3,5	-3,4	-3,2	-3,1	-2,9	-2,5	-1,8	-0,9	0,1	1,2	1,2	0,0
ROCE	%	-21,4%	-32,1%	-44,4%	-58,1%	-73,8%	-93,6%	-124,2%	-153,4%	-347,1%	n/a	8,3%	0,0%
WACC	%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	10,2%	9,7%	9,2%	8,8%	8,3%	8,3%
PV (FCFF)	EUR Mio.	0,1	0,6	0,8	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2	0,9	0,9	1,0	

Terminal Cashflow	EUR Mio.	3,1
Terminal Cost of Capital	EUR Mio.	8,3%
Terminal Value	EUR Mio.	37,6
PV (Terminal Value)	EUR Mio.	16,9
PV (Cashflow über 10 Jahre)	EUR Mio.	10,1
Summe der Barwerte	**EUR Mio.**	**27,0**
Insolvenzwahrscheinlichkeit TV p.a.	%	1,0%
Wert Operative Assets	EUR Mio.	27,0
Finanzschulden	EUR Mio.	0,0
Cash	EUR Mio.	-6,6
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	**20,4**
Anzahl Aktien	Mio.	5,0
Wert des Eigenkapitals je Aktie	**EUR**	**4,00**

						TV-CAGR			
	EUR	**0,4%**	**0,7%**	**1,0%**	**1,3%**	**1,6%**	**1,9%**	**2,2%**
TV EBIT-Marge	**1,0%**	2,20	2,10	2,10	2,00	2,00	1,90	1,90
	2,0%	2,80	2,80	2,70	2,70	2,70	2,60	2,60
	3,0%	3,50	3,40	3,40	3,40	3,30	3,30	3,30
	4,0%	4,10	4,10	4,10	**4,00**	4,00	4,00	4,00
	5,0%	4,80	4,70	4,70	4,70	4,70	4,70	4,70
	6,0%	5,40	5,40	5,40	5,40	5,40	5,40	5,40
	7,0%	6,00	6,10	6,10	6,10	6,10	6,10	6,10

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
Key Data									
Umsatz	EUR Mio.	64,9	74,7	68,9	72,7	65,4	74,8	85,0	88,9
Rohertrag	EUR Mio.	9,0	9,6	9,6	10,4	10,0	10,8	11,9	12,5
Service Revenues	EUR Mio.	8,7	8,9	9,5	10,3	9,8	9,9	10,9	11,5
EBITDA	EUR Mio.	-2,8	-2,9	-1,1	-0,5	-0,8	0,2	0,5	0,8
EBIT	EUR Mio.	-3,0	-3,1	-1,2	-0,7	-0,9	0,1	0,4	0,7
EBT	EUR Mio.	-2,7	-2,9	-1,1	-0,6	-0,8	0,1	0,4	0,8
Nettoergebnis	EUR Mio.	-2,7	-2,9	-1,1	-0,6	-0,9	0,1	0,4	0,7
Anzahl Mitarbeiter		99	99	95	98	81	87	88	88
Je Aktie									
Kurs Hoch	EUR	11,80	12,49	4,10	4,17	3,49	2,23		
Kurs Tief	EUR	7,30	4,00	2,08	2,56	0,89	1,17		
Kurs Durchschnitt	EUR	8,99	7,58	3,10	3,24	2,25	1,65		
Kurs Schlusskurs	EUR	11,80	4,10	3,03	2,76	1,26	1,85	1,85	1,85
EPS	EUR	-0,54	-0,57	-0,23	-0,12	-0,17	0,02	0,07	0,14
BVPS	EUR	1,79	1,22	0,99	0,87	0,70	0,71	0,78	0,92
CFPS	EUR	-0,57	-0,33	-0,03	0,19	-0,54	0,14	0,24	0,16
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR								4,00
Performance bis Kursziel	%								116,2%
Profitabilitätskennzahlen									
EBITDA-Marge*	%	-32,0%	-32,7%	-11,6%	-5,2%	-7,7%	2,0%	4,3%	7,1%
EBIT-Marge*	%	-34,3%	-34,8%	-13,1%	-6,4%	-9,1%	0,9%	3,3%	6,0%
EBT-Marge*	%	-31,3%	-32,2%	-12,0%	-5,7%	-8,6%	1,1%	3,5%	6,5%
Netto-Marge*	%	-31,4%	-32,5%	-12,1%	-6,0%	-8,9%	0,8%	3,4%	6,3%
FCF-Marge*	%	-34,2%	-20,1%	-2,2%	7,8%	-28,1%	5,4%	9,2%	6,0%
ROE	%	-30,3%	-47,0%	-23,0%	-14,0%	-24,7%	2,2%	9,4%	15,7%
NWC/Umsatz	%	5,9%	-9,2%	-14,0%	-27,4%	-10,1%	-14,7%	-18,2%	-16,9%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	656	755	726	741	808	860	966	1.011
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	-30,0	-31,2	-13,0	-6,8	-11,0	1,0	4,0	7,9
Capex/Umsatz	%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Wachstumsraten									
Umsatz	%	55,2%	15,1%	-7,7%	5,4%	-10,0%	14,4%	13,6%	4,6%
Rohertrag	%	44,6%	6,3%	0,5%	7,8%	-3,4%	7,2%	10,2%	5,3%
Service Revenues	%	43,5%	2,6%	6,3%	8,8%	-4,3%	0,4%	10,7%	5,5%
EBITDA	%	-57,8%	4,8%	-62,4%	-51,2%	42,1%	n/a	134,4%	72,4%
EBIT	%	-55,8%	3,9%	-59,9%	-46,6%	34,9%	n/a	316,8%	95,4%
EBT	%	-60,8%	5,5%	-60,3%	-48,7%	45,3%	n/a	264,8%	97,7%
Nettoergebnis	%	-60,7%	6,2%	-60,3%	-46,1%	41,5%	n/a	363,8%	97,7%
EPS	%	-60,7%	6,2%	-60,3%	-46,1%	41,4%	n/a	363,8%	97,7%
CFPS	%	-47,0%	-40,9%	-91,8%	n/a	n/a	n/a	69,2%	-33,2%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

* Basis Service Revenues

Auf einen Blick II

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
Bilanzkennzahlen									
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,4	0,3	0,2	0,3	0,2	0,3	0,4	0,4
Umlaufvermögen	EUR Mio.	16,6	14,0	13,2	14,6	11,5	13,2	15,2	16,9
Eigenkapital	EUR Mio.	9,0	6,2	5,0	4,4	3,5	3,6	3,9	4,7
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	8,0	8,2	8,4	10,5	8,2	9,9	11,6	12,6
EK-Quote	%	53,0%	42,8%	37,2%	29,6%	30,3%	26,7%	25,2%	26,9%
Gearing	%	-110,4%	-133,0%	-159,3%	-200,2%	-171,5%	-182,5%	-189,2%	-174,4%
Working Capital	EUR Mio.	0,1	-1,1	-1,6	-3,1	-1,3	-1,7	-2,1	-2,1
Capital Employed	EUR Mio.	0,5	-0,8	-1,3	-2,8	-1,0	-1,4	-2,0	-1,9
Enterprise Value									
Anzahl Aktien	Mio.	5.040	5.040	5.040	5.040	5.044	5.044	5.044	5.044
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	59,5	62,9	20,7	21,0	17,6	11,2		
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	36,8	20,2	10,5	12,9	4,5	5,9		
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	45,3	38,2	15,6	16,3	11,3	8,3		
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	59,5	20,7	15,3	13,9	6,4	9,3	9,3	9,3
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-9,9	-8,2	-8,0	-8,8	-6,1	-6,6	-7,4	-8,1
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	49,4	54,7	12,7	12,2	11,5	4,7		
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	26,8	11,9	2,5	4,1	-1,6	-0,7		
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	35,3	29,9	7,7	7,5	5,3	1,7		
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	49,4	12,4	7,3	5,1	0,3	2,8	1,8	1,1
Bewertungskennzahlen									
EV/Umsatz Hoch	x	0,76	0,73	0,18	0,17	0,18	0,06	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	0,41	0,16	0,04	0,06	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	0,54	0,40	0,11	0,10	0,08	0,02	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	0,76	0,17	0,11	0,07	0,00	0,04	0,02	0,01
EV/Service Revenues Hoch	x	5,70	6,15	1,34	1,19	1,17	0,47	n/a	n/a
EV/Service Revenues Tief	x	3,09	1,34	0,27	0,40	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Service Revenues Durchschnitt	x	4,07	3,37	0,81	0,73	0,54	0,18	n/a	n/a
EV/Service Revenues Schlusskurs	x	5,70	1,40	0,77	0,49	0,03	0,28	0,16	0,10
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	23,1	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	2,1	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	8,6	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	13,6	3,8	1,4
EV/EBIT	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	32,3	5,1	1,6
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	141,4	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	74,2	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	104,7	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	117,3	25,3	12,8
KBV	x	6,6	3,4	3,1	3,2	1,8	2,6	2,4	2,0
KCF	x	n/a	n/a	n/a	16,7	n/a	11,5	n/a	n/a
FCF-yield	%	-5,0%	-8,7%	-1,3%	5,8%	-43,6%	5,7%	10,8%	7,4%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cashflow									
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-2,9	-1,7	-0,1	1,0	-2,7	0,7	1,2	0,8
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1
Free Cashflow	EUR Mio.	-3,0	-1,8	-0,2	0,8	-2,8	0,5	1,0	0,7
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	0,0	-3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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 vervielfältig, 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 ersetzten. 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 analysierte 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 analysierten 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. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
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)
16.05.2013	EUR 4,00	Buy	8
10.04.2013	EUR 4,00	Buy	8
16.11.2012	EUR 4,00	Buy	1; 8
16.08.2012	EUR 4,00	Buy	1; 8
09.08.2012	EUR 4,00	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
Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen entsprechen den Ansichten des Verfassers dieser Studie. Die Vergütung des Erstellers einer Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen.