



Researchstudie (Update)

PIRONET NDH AG

**1. HJ 2013 im Rahmen unserer Erwartungen -
Segment Cloud Computing
weiter der Wachstumstreiber -
Schätzungen und Kursziel unverändert**

Kursziel: 4,90 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 12 ff

Fertigstellung: 26.8.2013

Erstveröffentlichung: 27.8.2013

Pironet NDH AG ^{*5}

Kaufen

Kursziel: 4,90

aktueller Kurs: 3,80
26.8.2013 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0006916406

WKN: 691640

Börsenkürzel: PNG

Aktienanzahl³: 14,590

Marketcap³: 55,44
EnterpriseValue³: 28,81
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 36,5 %

Transparenzlevel:
General Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
LBBW

Analysten:

Philipp Leibold
leibold@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 12

Unternehmensprofil

Branche: IT

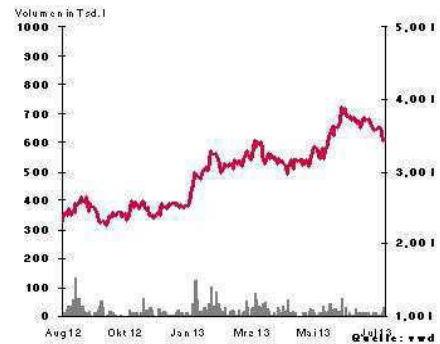
Fokus: Cloud Computing, Outsourcing,
Software

Mitarbeiter: 285 Stand: 30.6.2013

Gründung: 1995

Firmensitz: Köln

Vorstand: Felix Höger, Udo Faulhaber



Die PIRONET NDH AG agiert als Unternehmensgruppe im IT-Markt mit spezialisierten Unternehmen in den Geschäftsbereichen Cloud Computing und Content Management. Die PIRONET NDH AG mit Hauptsitz in Köln wurde 1995 gegründet, beschäftigt fast 300 Mitarbeiter und ist seit dem Jahr 2000 an der Börse notiert. Zu den Kunden zählen sowohl internationale Konzerne wie AXA, METRO Group und Panasonic als auch mittelständische Unternehmen wie der Fachverlag Stollfuß Medien, der Schaumstoffhersteller Trocellen und die Kulmbacher Brauerei.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e
Umsatz	43,06	43,18	47,10	52,80
EBITDA	5,08	6,25	6,86	7,83
EBIT	0,93	2,15	2,86	3,83
Jahresüberschuss	-0,92	2,99	2,14	2,82

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	-0,06	0,20	0,15	0,19
Dividende je Aktie	0,10	0,15	0,10	0,13

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,74	0,67	0,61	0,55
EV/EBITDA	6,27	4,61	4,20	3,68
EV/EBIT	34,26	13,40	10,07	7,52
KGV	neg.	18,54	25,91	19,66
KBV		1,59		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
07.11.2013: Veröffentlichung 9M-Bericht

****letztes Research von GBC:**

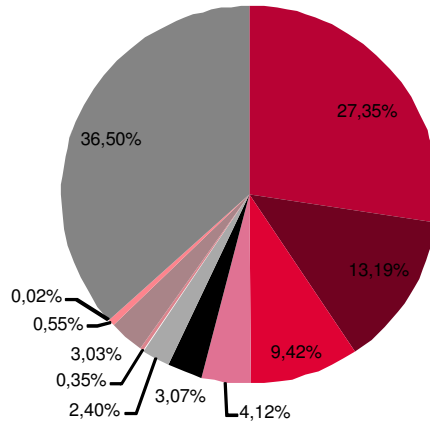
Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
17.7.2013: RG / 4,90 / KAUFEN
10.5.2013: RS / KAUFEN
19.3.2013: RS / 3,60 / HALTEN
12.2.2013: RG / 3,60 / KAUFEN
4.12.2012: RS / 3,60 / KAUFEN

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.

Unternehmen

Aktionärsstruktur

Aktionär	Anteil
Otto Wolff Industrieberatung und Beteiligungen GmbH	27,35 %
Felix Höger	13,19 %
RPV Verwaltungs-GmbH	9,42 %
Mehrdad Piroozram	4,12 %
Scherzer & Co. AG	3,07 %
LBBW Asset Management Investmentgesellschaft mbH	2,40 %
Aureus Invest GmbH	0,35 %
Jay Square GmbH	3,03 %
Udo Faulhaber	0,55 %
Wolfgang Weidmann	0,02 %
Streubesitz	36,50 %



Quelle: PIRONET NDH, GBC

Konsolidierungskreis

PIRONET NDH AG



PORTFOLIO

- Cloud Computing
- Cloud Transformation
- Software as a Service
- Desktop as a Service
- Managed Hosting
- Managed Networks
- Managed Infrastructure
- Capacity on Demand
- Storage on Demand
- Plan, Build, Run

CLOUD COMPUTING



PORTFOLIO

- Content Management
- Enterprise Content Management
- Product Information Management
- Social Media Management
- Content/Omni Channel Marketing
- pirobase CMS, PIM
- imperia CMS
- Plan, Build, Run

CONTENT MANAGEMENT

Geschäftsentwicklung HJ 2013

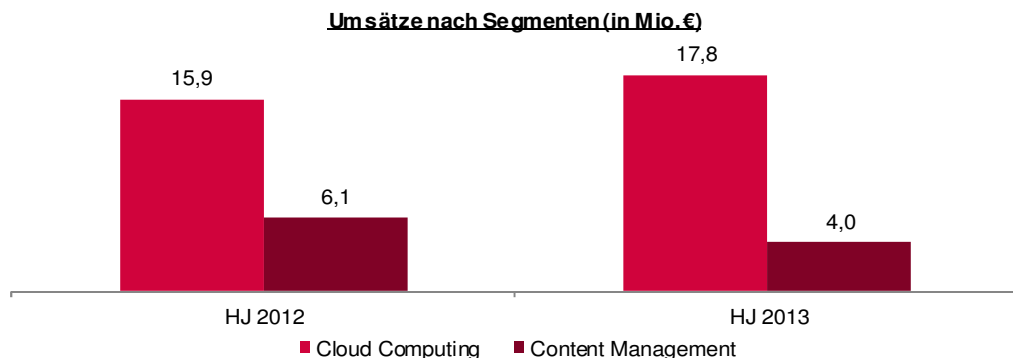
in Mio. €	HJ 2012	Δ 2012/2013	HJ 2013
Umsatzerlöse	21,98	+0,3 %	22,04
EBITDA	3,40	-5,1 %	3,23
EBITDA-Marge	15,5 %	-0,8 Pp.	14,7 %
EBIT	1,25	+7,7 %	1,35
EBIT-Marge	5,7 %	+0,4 Pp.	6,1 %
Jahresüberschuss	1,05	-3,7 %	1,01
EPS in €	0,07		0,07

Quelle: PIRONET, GBC

Umsatzentwicklung - Starkes Wachstum im Bereich Cloud Computing hält an

Die PIRONET NDH AG kann auf ein erfolgreiches erstes Halbjahr 2013 zurückblicken. Die veröffentlichten Halbjahreszahlen 2013 lagen dabei voll im Rahmen unserer Erwartungen. Der dynamische Wachstumskurs im Kernbereich Cloud Computing hat sich im Berichtszeitraum unverändert fortgesetzt. Im zweiten Segment Content Management wurde hingegen ein Umsatzrückgang verzeichnet.

Auf Konzernebene erzielte die Gesellschaft im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres 2013 Umsatzerlöse von 22,04 Mio. € und lag damit annähernd auf dem Vorjahresniveau (VJ: 21,98 Mio. €). Folglich konnte der leichte Umsatzrückgang, der noch nach dem ersten Quartal bestand, aufgeholt werden. Im zweiten Quartal 2013 beliefen sich die Umsätze auf 11,4 Mio. €, was sowohl einer Steigerung gegenüber dem Vorquartal (Q1 2013: 10,6 Mio. €) als auch gegenüber dem Vorjahresquartal (Q2 2012: 11,3 Mio. €) entspricht. Das leichte Wachstum auf Konzernebene wurde ausschließlich durch die erfreuliche operative Entwicklung des Bereichs Cloud Computing getragen. Dies veranschaulicht die nachstehende Grafik.



Quelle: PIRONET, GBC

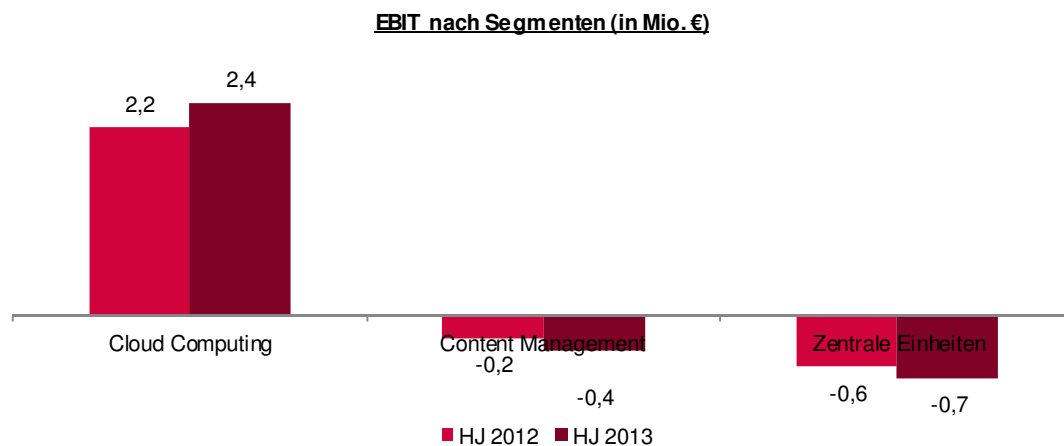
Im Bereich Cloud Computing profitierte die Gesellschaft von der hervorragenden Marktpositionierung im gleichnamigen Wachstumsmarkt. Hier konnten die Umsätze von 15,9 Mio. € im Vorjahr auf 17,8 Mio. € im ersten Halbjahr 2013 gesteigert werden. Dies entspricht einem eindrucksvollen organischen Wachstum von rund 12 %. Auch in der ersten Jahreshälfte konnte eine Reihe von neuen mittelständischen Kunden gewonnen werden. Des Weiteren konnte das Bestandskundengeschäft infolge von Leistungserweiterungen weiter ausgebaut werden. Das Upselling bei Bestandskunden ist ein nicht zu unterschätzender Wachstumsfaktor. Dank der umfangreichen Bestandskundenbasis verfügt PIRONET NDH Datacenter über einen hohen Anteil wiederkehrender Erlöse aus langlaufenden Verträgen und damit auch über eine gute Planbarkeit. Die Erneuerungsquote bei Kundenverträgen sollte unserer Ansicht nach bei deutlich über 90 % liegen.

Im zweiten Bereich Content Management wurde im ersten Halbjahr 2013 ein Umsatz in Höhe von 4,0 Mio. € erzielt. Damit lag das Umsatzvolumen deutlich unter dem Vorjahresniveau von 6,1 Mio. €. Der Umsatzrückgang bei Imperia ist vor allem auf eine geringere Anzahl von Lizenzverkäufen und einer niedrigeren Auslastungsquote der Beratungsmannschaft zurückzuführen. Fortschritte konnten in der ersten Jahreshälfte beim Ausbau des direkten und indirekten Vertriebs sowie bei Produktentwicklungen (z. B. pirobase als SaaS-Lösung, Release pirobase CMS 8 im September 2013) erzielt werden.

Ergebnisentwicklung - Bereich Content Management belastet noch das Ergebnis

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) belief sich im ersten Halbjahr 2013 auf 3,23 Mio. € (VJ: 3,40 Mio. €), was einer EBITDA-Marge von 14,7 % (VJ: 15,5 %) entspricht. Hier gilt es zu berücksichtigen, dass das operative Ergebnis durch einen Einmalaufwand aus der Vertragsauflösung mit einem früheren Vorstandsmitglied belastet wurde. Diese Belastung sollte gemäß unserer Schätzung im unteren sechsstelligen € Bereich gelegen haben. Die Abschreibungen lagen nach den ersten sechs Monaten 2013 mit 1,88 Mio. € leicht unter dem vergleichbaren Vorjahresniveau (VJ: 2,15 Mio. €).

Das nachfolgende Schaubild zeigt die operativen Ergebnisse der Segmente.



Quelle: PIRONET, GBC

Den mit Abstand größten Ertragsbeitrag steuerte erneut der Kernbereich Cloud Computing bei. Hier betrug das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) im ersten Halbjahr 2013 2,4 Mio. € (VJ: 2,2 Mio. €), was einer gegenüber dem Vorjahr leicht verbesserten EBIT-Marge von 13,7 % (VJ: 13,6 %) entspricht. Zudem lag das EBIT im zweiten Quartal 2013 mit 1,3 Mio. € deutlich über dem Vorquartal (Q1 2013: 1,1 Mio. €). Im ersten Quartal 2013 fielen noch höhere Vorlaufkosten im Zusammenhang mit der durchgeführten Aufschaltung einer Reihe von größeren Neukunden an.

Das zweite Segment Content Management erzielte wie im Vorjahr ein negatives operatives Ergebnis (1. HJ 2013: -0,4 Mio. € vs. 1. HJ 2012: -0,2 Mio. €). Dies erklärt sich durch den deutlich niedrigeren Umsatz sowie durch eine geringere Anzahl an Lizenzverkäufen. Zudem gilt es zu berücksichtigen, dass die aktivierten Eigenleistungen in diesem Segment leicht angestiegen sind. Die aktivierten Eigenleistungen stehen im engen Zusammenhang mit dem neu entwickelten Content Management System pirobase CMS 8, welches im September auf den Markt kommt.

Der Bereich Zentrale Einheiten erzielte im ersten Halbjahr 2013 ein negatives Ergebnis in Höhe von -0,7 Mio. € nach -0,6 Mio. € im Vorjahr. Die leicht höheren Holding-Kosten sind dabei auf die vorzeitige Vertragsauflösung mit einem früheren Vorstandsmitglied zurückzuführen.

Das Finanzergebnis fiel aufgrund der reichlich vorhandenen Nettoliquidität positiv aus. Das Finanzergebnis belief sich im ersten Halbjahr 2013 auf 0,16 Mio. € (VJ: 0,32 Mio. €). Im Vorjahr waren im Finanzergebnis noch einmalige Erträge im Zusammenhang mit dem Verkauf von Minderheitsbeteiligungen von rund 0,2 Mio. € enthalten. Bei der ausgewiesenen Steuerzahlung nach dem ersten Halbjahr 2013 von 0,50 Mio. € handelt es sich ausschließlich um nicht liquiditätswirksame latente Steuern.

Folglich lag der Jahresüberschuss nach dem ersten Halbjahr 2013 bei 1,01 Mio. € (VJ: 1,05 Mio. €), was einem konstanten Ergebnis je Aktie (EPS) von 0,07 € (VJ: 0,07 €) entspricht.

Bilanzielle und finanzielle Situation - Hohe Liquidität und Eigenkapitalquote

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012	HJ 2013
Eigenkapital	33,36	34,91	33,73
<i>EK-Quote</i>	<i>79,7 %</i>	<i>83,9 %</i>	<i>83,6 %</i>
Nettoverschuldung	-23,58	-26,63	-23,48
Operatives Anlagevermögen	8,58	6,83	9,19
Net Working Capital	0,54	0,78	0,28

Quelle: PIRONET, GBC

Die PIRONET NDH AG verfügt unverändert über ausgezeichnete bilanzielle Kennzahlen. Dies zeigt sich an einer sehr hohen Eigenkapitalquote von 83,6 % per Ende Juni 2013. Zudem bestehen de Facto keinerlei langfristigen Verbindlichkeiten. Bei den kurzfristigen Schulden handelt es sich ausschließlich um nicht zinsbare Verbindlichkeiten.

Die finanzielle Basis der PIRONET NDH AG ist als außerordentlich solide zu bezeichnen. So beträgt die Nettoliquidität per Ende Juni 2013 19,1 Mio. €. Der leicht Rückgang im bisherigen Jahresverlauf erklärt sich zum einen durch die Dividendenzahlung von rund 2,2 Mio. € und zum anderen durch die hohen Investitionen im ersten Halbjahr 2013. So wurden allein 3,3 Mio. € im Bereich Cloud Computing investiert. Die Investitionen stehen dabei in engem Zusammenhang mit den gewonnenen Neukunden. In der Regel sind diese Investitionen den Umsätzen durch die Neukunden zeitlich vorgelagert.

Infolge der umfangreichen Entwicklungsarbeiten für die neuen Softwareversionen stieg der Buchwert der selbsterstellten Software zum 30.6.2013 um rund 0,3 Mio. € auf 4,2 Mio. € an.

Die aktiven latenten Steuern lagen zum ersten Halbjahr 2013 bei 3,94 Mio. €. Insgesamt verfügt die PIRONET NDH AG noch über körperschaftsteuerliche und gewerbesteuerliche Verlustvorträge von annähernd 40 Mio. €, so dass die Gesellschaft in den kommenden Geschäftsjahren den Regelungen der Mindestbesteuerung unterliegt. Den derzeitigen Wertansatz der latenten Steuern erachten wir als konservativ. Eine schrittweise Nachaktivierung von latenten Steuern halten wir daher für wahrscheinlich.

Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013e	GJ 2014e
Umsatzerlöse	43,18	47,10	52,80
EBITDA (Marge)	6,25 (14,5 %)	6,86 (14,6 %)	7,83 (14,8 %)
EBIT (Marge)	2,15 (5,0 %)	2,86 (6,1 %)	3,83 (7,2 %)
Jahresüberschuss	2,99	2,14	2,82
EPS	0,20	0,15	0,18

Quelle: GBC

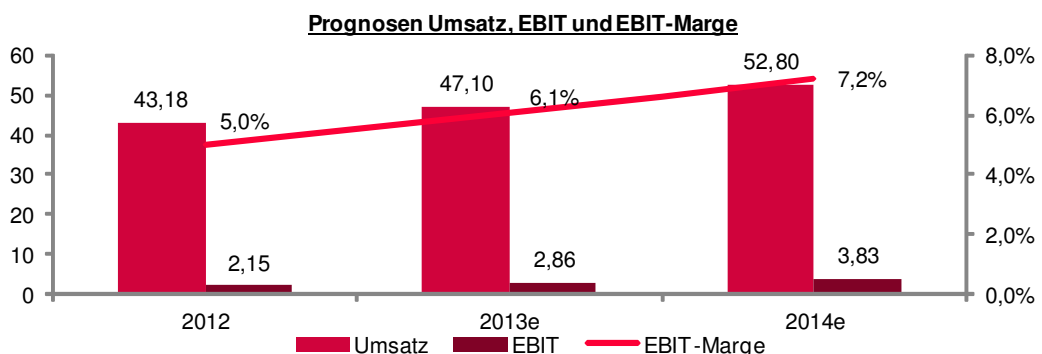
Umsatz- und Ergebnisprognosen - Bereich Cloud Computing weiterhin der Wachstumstreiber

Die Halbjahreszahlen 2013 der PIRONET NDH AG lagen ganz im Rahmen unserer Erwartungen. Schätzungen unverändert. Wir sehen die Gesellschaft nach dem erfreulichen Verlauf des ersten Halbjahrs 2013 auf dem besten Weg unsere Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr zu erreichen.

Für das laufende Geschäftsjahr 2013 erwarten wir auf Konzernebene unverändert ein Umsatzwachstum auf 47,10 Mio. €. Dies entspricht einer Zuwachsrate für 2013 von 9,1 %. Vor dem Hintergrund der guten Umsatzentwicklung im zweiten Quartal 2013 erachten wir unsere Umsatzprognose als absolut realistisch. Auch der Vorstand hat im Ausblick für 2013 eine Umsatzsteigerung von 8 bis 10 % für das Gesamtjahr 2013 in Aussicht gestellt.

Im Kerngeschäftsfeld Cloud Computing sollte sich nach unserer Einschätzung der Wachstumskurs im laufenden Jahr unverändert fortsetzen. Hier belief sich das Umsatzwachstum im ersten Halbjahr 2013 bereits auf rund 14 %. Zudem konnte die operative Entwicklung durch einige Neukunden im zweiten Quartal 2013 nochmals beschleunigt werden. Durch die schrittweise Aufschaltung von Neukunden sollte dieser Bereich in der zweiten Jahreshälfte zunehmend profitieren. Mögliche Impulse könnten sich des Weiteren aus der NSA-Spähaffäre ergeben. Aus unserer Sicht ist es nicht unwahrscheinlich, dass sich potentielle mittelständische Kunden aus der DACH-Region im Zuge von Projektausschreibungen tendenziell für Cloud Computing Anbieter mit Sitz in Deutschland gegenüber nordamerikanischen Konkurrenten entscheiden.

Hinsichtlich der Imperia AG gehen wir von einem deutlich besseren zweiten Halbjahr 2013 aus. So konnte Imperia im April 2013 den größten Einzelauftrag in der bisherigen Unternehmensgeschichte gewinnen. Kunde ist ein weltweit tätiger Konzern aus der Finanzbranche. Das Projekt läuft über mehrere Jahre und sollte nach unserer Einschätzung ein Umsatzvolumen von mehr als 1 Mio. € haben. Hier erwarten wir bereits in der zweiten Jahreshälfte eine deutliche Auswirkung auf die Umsatzentwicklung. Außerdem rechnen wir mit einem gegenüber dem ersten Halbjahr 2013 anziehenden Produktgeschäft. Im September 2013 steht das Major Release von pirobase CMS an. Erfahrungsgemäß halten sich mögliche Kunden im Vorfeld von solchen Major Releases mit ihren Investitionsentscheidungen eher zurück.



Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) sehen wir für 2013 weiterhin bei 2,86 Mio. €, was einer EBIT-Marge von 6,1 % entspricht. Das Finanzergebnis sollte infolge der hohen Nettoliquidität mit 0,20 Mio. € positiv ausfallen. Die Konzernsteuerquote haben wir unter konservativen Gesichtspunkten mit 30,0 % angenommen. Eine Nachaktivierung von Verlustvorträgen erscheint nach unserer Ansicht realistisch, so dass die ausgewiesene Steuerquote durchaus auch geringer ausfallen könnte.

Folglich sollte sich der Jahresüberschuss respektive der Gewinn je Aktie (EPS) auf 2,14 Mio. € bzw. 0,15 € belaufen. Damit sollte dann auch einer Fortsetzung einer nachhaltigen Dividendenpolitik nichts im Wege stehen.

Auf Basis des derzeitigen Aktienkurses ergibt sich ein EV/EBITDA für 2013 von rund 4,2, was wir aufgrund der hervorragenden Positionierung im Wachstumsmarkt Cloud Computing sowie der sehr gesunden Bilanzrelationen als überaus attraktiv erachten. Mit einem erwartet weiter steigenden operativen Ergebnis verbessert sich diese Bewertungskennzahl in 2014 weiter auf unter 4.

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 2013 und 2014 in Phase 1, erfolgt von 2015 bis 2020 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 15,5 % 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 1,46.

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 10,0 %.

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 2014 entspricht als Kursziel 4,90 €.

Damit haben wir unser bisheriges Kursziel nicht verändert.

PIRONET NDH AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	15,5%	ewige EBITA - Marge	9,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	55,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	7,2%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency					final	
	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e	Endwert
Umsatz (US)	47,10	52,80	55,44	58,21	61,12	64,18	67,39	70,76	
US Veränderung	9,1%	12,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	5,89	6,77	7,29	7,66	8,04	8,44	8,87	9,31	
EBITDA	6,86	7,82	8,59	9,02	9,47	9,95	10,45	10,97	
EBITDA-Marge	14,6%	14,8%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	
EBITA	2,86	3,82	4,30	4,84	5,29	5,77	6,27	6,79	
EBITA-Marge	6,1%	7,2%	7,8%	8,3%	8,7%	9,0%	9,3%	9,6%	9,6%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,86	-1,15	-1,29	-1,45	-1,59	-1,73	-1,88	-2,04	30,0%
EBI (NOPLAT)	2,00	2,68	3,01	3,39	3,71	4,04	4,39	4,75	
Kapitalrendite	26,3%	26,8%	27,9%	29,2%	31,4%	33,6%	35,9%	38,2%	38,0%
Working Capital (WC)	2,00	3,00	3,99	4,19	4,40	4,62	4,85	5,09	
WC zu Umsatz	4,2%	5,7%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	
Investitionen in WC	-1,23	-1,00	-0,99	-0,20	-0,21	-0,22	-0,23	-0,24	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	8,00	7,80	7,60	7,60	7,60	7,60	7,60	7,60	
AFA auf OAV	-4,00	-4,00	-4,29	-4,18	-4,18	-4,18	-4,18	-4,18	
AFA zu OAV	50,0%	51,3%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%	
Investitionen in OAV	-5,18	-3,80	-4,09	-4,18	-4,18	-4,18	-4,18	-4,18	
Investiertes Kapital	10,00	10,80	11,59	11,79	12,00	12,22	12,45	12,69	
EBITDA	6,86	7,82	8,59	9,02	9,47	9,95	10,45	10,97	
Steuern auf EBITA	-0,86	-1,15	-1,29	-1,45	-1,59	-1,73	-1,88	-2,04	
Investitionen gesamt	-6,40	-4,80	-5,08	-4,38	-4,39	-4,40	-4,41	-4,42	
Investitionen in OAV	-5,18	-3,80	-4,09	-4,18	-4,18	-4,18	-4,18	-4,18	
Investitionen in WC	-1,23	-1,00	-0,99	-0,20	-0,21	-0,22	-0,23	-0,24	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-0,40	1,88	2,22	3,19	3,50	3,82	4,15	4,51	57,03
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	44,59	47,18							
Barwert expliziter FCFs	15,35	15,01							
Barwert des Continuing Value	29,24	32,17							
Nettoschulden (Net debt)	-24,24	-24,13							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	68,83	71,30							
Fremde Gewinnanteile	0,24	0,24							
Wert des Aktienkapitals	69,06	71,55							
Ausstehende Aktien in Mio.	14,590	14,590							
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,73	4,90							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	10,0%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	22,5%
WACC	10,0%

Kapitalrendite	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%
38,1%	5,06	4,85	4,66	4,49	4,35
40,1%	5,21	4,98	4,78	4,61	4,45
42,1%	5,36	5,12	4,90	4,72	4,56
44,1%	5,51	5,25	5,03	4,83	4,66
46,1%	5,66	5,38	5,15	4,94	4,76

Fazit

Die PIRONET NDH AG kann auf ein erfolgreiches erstes Halbjahr 2013 zurückblicken. Die veröffentlichten Zahlen lagen dabei voll im Rahmen der Erwartungen. Das Kernsegment Cloud Computing konnte mit einem Umsatzzuwachs von rund 14 % den eingeschlagenen Wachstumskurs eindrucksvoll untermauern. Insbesondere im zweiten Quartal 2013 konnte die Umsatzentwicklung aufgrund einer Reihe von Neukunden nochmals zusätzlich beschleunigt werden. Gleichzeitig konnte das Segmentergebnis hier auf 2,4 Mio. € gegenüber 2,2 Mio. € im Vorjahr gesteigert werden. Der zweite Bereich Content Management lag hingegen im ersten Halbjahr 2013 mit einem Umsatz von 4,0 Mio. € sowie einem operativen Ergebnis von -0,4 Mio. € leicht unter unseren Erwartungen.

Die Gesellschaft verfügt mit über 19 Mio. € weiterhin über eine sehr hohe Nettoliquidität. Die leicht rückläufige Nettoliquidität erklärt sich zum einen durch die Dividendenzahlung von rund 2,2 Mio. € und zum anderen durch die hohen Investitionen im ersten Halbjahr 2013. So wurden allein 3,3 Mio. € im Bereich Cloud Computing investiert. Die Investitionen stehen dabei in engem Zusammenhang mit den gewonnenen Neukunden. Zudem liegt die Eigenkapitalquote mit rund 84 % auf einem hohen Niveau. Die hervorragenden Bilanzrelationen geben der Gesellschaft die notwendigen Freiräume für eine Fortsetzung der Dividendenpolitik sowie für mögliches anorganisches Wachstum.

Die Halbjahreszahlen 2013 liegen auch dank eines guten zweiten Quartals voll im Rahmen unserer Erwartungen. Wir bestätigen daher unsere Schätzungen für die beiden Geschäftsjahre 2013 und 2014. Unsere Prognosen gehen für 2013 von Umsatzerlösen in Höhe von 47,10 Mio. € sowie einem EBIT von 2,86 Mio. € aus. Auf Grundlage des derzeitigen Aktienkurses indizieren unsere Bewertungskennzahlen eine Unterbewertung der PIRONET-Aktie. Das EV/EBITDA für 2013 liegt bei nur 4,2, was wir aufgrund der hervorragenden Positionierung im Wachstumsmarkt Cloud Computing sowie der sehr gesunden Bilanzrelationen als überaus attraktiv erachten.

Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir für die Aktie der PIRONET NDH AG ein unverändertes Kursziel in Höhe von 4,90 € ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs errechnet sich somit noch ein deutliches Potential von rund 30 %. Wir bestätigen damit die Kaufempfehlung für die Aktie der PIRONET NDH AG.

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

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst

§ 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