

Catalis

Reuters: XAE1.DE

Bloomberg: XAE1:GR

Rating: Buy Risiko: Hoch

Kurs: EUR 1,51

Kursziel: EUR 2,40 (unverändert)

Beschleunigtes Momentum in H2 erwartet

Die veröffentlichten Finanzzahlen für das erste Halbjahr 2014 lagen unter unseren Erwartungen, jedoch Angaben gemäß im Rahmen der internen Planungen. Dennoch wurde die Guidance angepasst, so dass nun nur noch der obere Rand der Bandbreite den bisherigen Erwartungen entspricht. Wir haben unsere Prognosen angepasst, bestätigen aber unser aus einem dreistufigen standardisierten DCF-Modell abgeleitetes Kursziel von EUR 2,40 (Base Case-Szenario). Bull Case- (EUR 2,50) und Bear Case-Szenario (EUR 2,20) eröffnen ebenfalls erhebliche Kurspotenziale gegenüber dem aktuellen Schlusskurs von EUR 1,51. Nach der schwachen Kursperformance der letzten Monate bestätigen wir daher unser Buy-Rating für die Aktien der Catalis SE.

Übersicht über das erste Halbjahr auf Konzernebene

Die Zahlen des saisonal eher schwachen ersten Halbjahres lagen unter den vergleichbaren Vorjahreszahlen und auch unter unseren Erwartungen, jedoch Angaben gemäß im Rahmen der Management-Erwartungen. Auf Konzernebene verringerte sich der Umsatz im Jahresvergleich auf EUR 13,9 Mio. von EUR 14,2 Mio. in H1/2013 (-2,1% YoY), das operative Ergebnis sank auf EUR 0,4 Mio. von EUR 1,1 Mio. (-60,8% YoY), was einer EBIT-Marge von 3,1% (Vj.: 7,8%) entspricht.

H1/2014	Rep.	Erw.	Δ
Umsatzerlöse	13,9	14,2	-1,9%
Testronic	10,1	10,2	-0,4%
Kuju	3,7	3,9	-5,0%
DDP	0,1	0,1	-31,2%
EBIT	0,4	0,6	-27,0%
Testronic	0,5	0,5	2,1%
Kuju	0,2	0,7	-72,3%
DDP	0,0	0,0	n/a
Corporate	-0,3	-0,6	45,8%
Nettoergebnis nach Drittanteilen	-0,9	0,2	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Übersicht über das erste Halbjahr nach Bereichen

Obwohl Testronic im ersten Halbjahr die Umsatzerlöse auf EUR 10,1 Mio. (Vj.: EUR 9,5 Mio., +6,9% YoY) steigern konnte, hat sich das operative Ergebnis auf EUR 0,5 Mio. (Vj.: EUR 1,0 Mio.) verschlechtert. Ursächlich hierfür waren Verschiebungen von Projektstarts und v. a. erhebliche Wachstumsinvestitionen des Bereichs – unter anderem wurden ein neues Entwicklungszentrum eröffnet und ein Team von neuen erfahrenen Mitarbeitern aufgebaut.

Kuju erzielte im ersten Halbjahr Umsatzerlöse in Höhe von EUR 3,7 Mio. (Vj.: EUR 4,4 Mio., -14,7% YoY), nachdem im zweiten Quartal eine Reihe von Projekten abgeschlossen worden waren. Neu akquirierte Nachfolgeprojekte werden sich nach Aussagen des Managements erst in den kommenden Monaten positiv auf die Ertragslage auswirken und für ein deutlich höheres Momentum sorgen.

WKN/ISIN: A1T98Z/NL0010447306
Indizes: -
Transparenzlevel: General Standard
Gewichtete Anzahl Aktien: 6,2 Mio.
Marktkapitalisierung: EUR 9,4 Mio.
Handelsvolumen/Tag: 10.000 Stück Aktien
Veröffentlichung Q3/2014: Ende November 2014

EUR Mio. (31/12)	2012	2013	2014e	2015e
Umsatz	27,7	29,2	30,3	33,2
EBITDA	2,1	2,9	3,5	4,0
EBIT	0,8	2,1	2,6	3,0
EBT	0,1	0,9	0,8	2,6
EAT	0,1	0,9	0,6	2,3

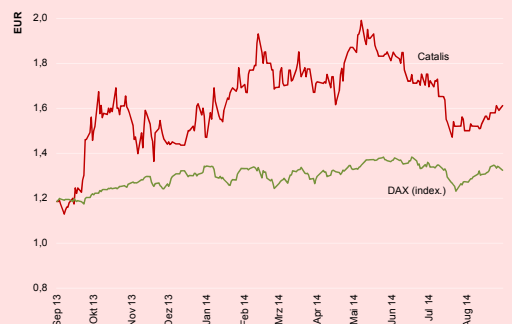
% vom Umsatz	2012	2013	2014e	2015e
EBITDA	7,5%	10,0%	11,4%	11,9%
EBIT	3,0%	7,2%	8,5%	9,2%
EBT	0,4%	3,2%	2,5%	7,8%
EAT	0,4%	3,0%	2,1%	7,0%

EUR (je Aktie)	2012	2013	2014e	2015e
EPS (basic)	0,02	0,14	0,10	0,37
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	1,29	1,43	1,58	2,00
Cashflow	0,37	0,35	0,58	0,67

%	2012	2013	2014e	2015e
EK-Quote	31,4%	36,9%	39,4%	47,2%
Gearing	121%	85%	59%	31%

x	2012	2013	2014e	2015e
KGV	44,5	10,4	14,9	4,0
EV/Umsatz	0,46	0,54	0,44	0,32
EV/EBIT	15,3	7,5	5,2	3,5
KBV	0,6	1,0	1,0	0,8

EUR Mio.	2014e	2015e
Guidance: Umsatz	29,0-31,0	-
Guidance: EBIT	2,1-2,5	-



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Peter Thilo Hasler, CEFA

+ 49 (89) 74443558 / +49 (152) 31764553

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Susanne Hasler, CFA

+ 49 (89) 74443558 / +49 (176) 24605266

susanne.hasler@sphene-capital.de

Anpassung der Guidance

Nachdem das erste Halbjahr typischerweise das saisonal schwächere eines Geschäftsjahres ist und sich das operative Geschäft seit dem Stichtag bereits deutlich positiv entwickelt hat, geht das Management weiterhin davon aus, dass die Ergebnisse im zweiten Halbjahr die des ersten Halbjahrs deutlich übertreffen werden. Die bisherige Guidance eines Konzernumsatzes von mindestens EUR 31,0 Mio. (Vj.: EUR 29,2 Mio.) und eines operativen Ergebnisses von mindestens EUR 2,5 Mio. (Vj.: EUR 2,1 Mio.) wurde jedoch angepasst. Das Management rechnet nunmehr mit einem Konzernumsatz zwischen EUR 29,0 und 31,0 Mio. sowie einem EBIT in der Bandbreite von EUR 2,1 bis 2,5 Mio.

TABELLE 1: ANPASSUNG DER MANAGEMENT-GUIDANCE

X	Aktuelle Guidance	Bisherige Guidance
Umsatz	EUR 29,0-31,0 Mio.	>EUR 31,0 Mio.
EBIT	EUR 2,1-2,5 Mio.	EUR 2,5 Mio.
EBIT-Marge	7,2%-8,6%	8,1%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Anpassung unserer Prognosen 2014e und 2015e

Wir haben unser Finanzmodell nach der Veröffentlichung der H1-Zahlen überarbeitet: 2014e und 2015e erwarten wir Erlöse in Höhe von EUR 30,3 Mio. (bislang EUR 31,7 Mio.) und EUR 33,2 Mio. (bislang EUR 33,9 Mio.). Unsere um Einmalaufwendungen in Höhe von EUR 0,9 Mio. bereinigten EBIT-Schätzungen nehmen wir für 2014e auf EUR 2,6 Mio. (bislang EUR 2,9 Mio.) zurück, belassen jedoch unsere Schätzungen für 2015e unverändert bei EUR 3,0 Mio. Bezogen auf 6,2 Mio. Aktien ergeben sich unverwässerte Ergebnisse je Aktie von EUR 0,10 (2014e, bislang EUR 0,17) bzw. EUR 0,37 (2015e, unverändert).

Wir ermitteln das Kursziel aus einem dreistufigen standardisierten DCF-Modell. Wir bestätigen unser Kursziel von EUR 2,40 je Aktie (Base Case-Szenario). Bull- und Bear Case-Szenario eröffnen mit EUR 2,50 und EUR 2,20 je Aktie ebenfalls deutliche Kurspotenziale gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 1,51. Nach der guten Kursentwicklung im laufenden Jahr und einem auf Sicht von zwölf Monaten erwarteten Kurspotenzial von 58,9% bestätigen wir unser Buy-Rating für die Catalis-Aktien.

DCF-Modell als das angemessene Bewertungsverfahren eingestuft

Das Geschäftsmodell von Catalis ist sehr personalintensiv. Fremd- und Materialkosten spielen demgegenüber nur eine untergeordnete Rolle. Damit ist ein langfristig angelegtes standardisiertes dreiphasiges DCF-Modell, bestehend aus Detail- und Grobplanungsphase (von zwei bzw. acht Jahren) sowie Terminal Value nach unserer Einschätzung das geeignete Bewertungsverfahren für die Catalis-Aktie. Hierfür spricht auch, dass durch verschiedene Kostensenkungen und Dekonsolidierungen die Grundlagen für das Wiedererreichen des operativen Break-even gelegt wurden und wir zudem davon ausgehen, dass es dem Catalis-Management im oligopolistisch geprägten Markt für Spiele-Testen und -Entwickeln gelingen wird, die operative Ertragslage auch über den Beobachtungszeitraum 2014e und 2015e weiter überproportional zu verbessern.

Wachstumsannahmen des DCF-Modells

Wir unterstellen für die drei Phasen unseres DCF-Modells folgende Wachstumsannahmen:

- ⑤ Der **Phase 1** des DCF-Modells (Detailplanungsphase) legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2015e zugrunde und erwarten während dieses Zeitraums durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Umsätze 2013-15e in Höhe von 6,7%.
- ⑤ In der anschließenden **Phase 2** (Grobplanungsphase), die 2024e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 3,7% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annä-

Bis 2015e liegen dem DCF-Modell unsere integrierten Unternehmensplanungen aus Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz und Cashflow-Statement zugrunde. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2024e endet. Anschließend ermitteln wir den Terminal Value und die Barwerte sämtlicher Cashflows.

hern werden.

- § Für die abschließende **Phase 3** des Terminal Value, in der Wachstum per Definition nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken möglich ist, setzen wir als Wachstumsrate den quasi-risikolosen Zins zehnjähriger Bundesanleihen in Höhe von derzeit 1,0% an.

Die weiteren, unserem DCF-Modell zugrunde liegenden Annahmen sind, dass

- § sich die wichtigen **Performance-Kennzahlen** während der Grobplanungsphase einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden;
- § sich die **EBIT-Margen** von 8,5% in 2014e auf 9,4% in 2024e (Peak Margins) sukzessive erhöhen und im anschließenden Terminal Value bei 7,5% liegen werden;
- § sich der Grenzsteuersatz aufgrund der steuerlichen Verlustvträge bis einschließlich 2015e auf einem nur von Mindeststeuern hervorgerufenen Niveau bewegen und danach auf ein durchschnittliches Niveau von 31,0% ansteigen wird;
- § Catalis einen im Zeitablauf stetig steigenden **Kapitalumschlag** aufweist, was sich in steigenden Reinvestitionen (Capex, Working Capital und M&A) niederschlagen wird;
- § Catalis ein langfristiges Unternehmensrating von CCC aufweist, was im Terminal Value mit einer jährlichen **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von etwa 3,0% verbunden ist;
- § Catalis mit einem **Fundamental-beta** von 1,5 bewertet wird, in das neben dem Markt-beta auch Risiken aus der Wettbewerbsintensität (0,2 Punkte), dem Diversifizierungsgrad, der Unternehmensprognose und aus der finanziellen Lage des Unternehmens (jeweils 0,1 Punkte) eingehen;
- § dass die von Catalis aktuell erwirtschafteten Cashflows mit einem durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (**WACC**) von 12,2% diskontiert werden. Neben dem Fundamental-beta von 1,5 setzt sich dieser aus einem quasi-risikolosen Zins von 1,0%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten Risikoprämie für den Gesamtmarkt von derzeit 9,0% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Caps-Aufschlag von 3,0% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management (2,0%) und einer Liquiditätsprämie der Aktie (1,0%) zusammensetzt. Mit einem erwarteten Rating von CCC sehen wir eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 9,0% als angemessen an. Schließlich gehen wir davon aus, dass Catalis eine Zielkapitalstruktur von 50%/50% anstrebt;

TABELLE 2: WACC

Kosten des Eigenkapitals nach CAPM		
Quasi-risikoloser Zinssatz (10y Bundesanleihe)	%	1,0%
Beta		1,5
Erwartete Risikoprämie	%	9,0%
Kosten des Eigenkapitals	%	14,5%
Small Cap-Prämie	%	3,0%
Management-Prämie	%	2,0%
Liquiditätsprämie	%	1,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	50,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	8,8%

QUELLE: SPHENE CAPITAL

TABELLE 2: WACC (FORTS.)

Kosten der Verschuldung		
Quasi-risikoloser Zinssatz (10y Bundesanleihe)	%	1,0%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	9,0%
Kosten des Fremdkapitals	%	10,0%
Steuerquote	%	31,0%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	6,9%
Zielkapitalstruktur	%	50,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	3,5%
WACC basierend auf Marktwerten	%	12,2%

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- § dass Catalis im **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Rückgang der WACC von derzeit 12,2% auf dann 6,0% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Risikoprämie von 5,0% entsprechen würde).

Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 2,40 je Aktie

In unserem dreistufigen DCF-Bewertungsmodell werden 68,0% des ermittelten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, die verbleibenden 32,0% des Unternehmenswertes ergeben sich aus den in der Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows. Aktuell bzw. nach Erreichen des Kursziels wird die Catalis-Aktie mit den folgenden Multiplikatoren bewertet:

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 2,40 je Aktie (unverändert)

TABELLE 3: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL

X	Bewertung zum aktuellen Kurs		Bewertung zum Kursziel EUR 2,40	
	2014e	2015e	2014e	2015e
KGv	14,9x	4,0x	23,7x	6,4x
EV/Umsatz	0,44x	0,32x	0,63x	0,48x
EV/EBIT	5,2x	3,5x	7,3x	5,3x
KBV	1,0x	0,8x	1,5x	1,2x

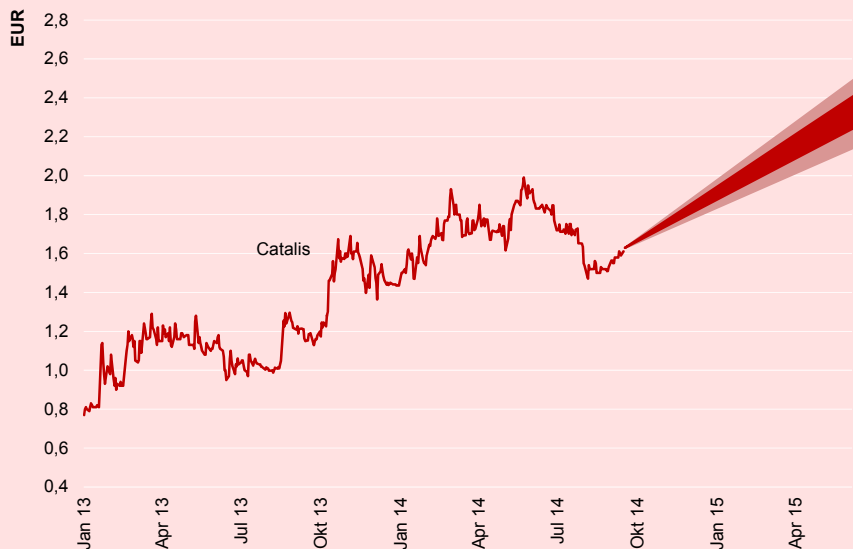
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

In einem Stresstest unterstellen wir folgende Szenarien und Annahmen:

- § **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 eine Verbesserung der operativen Marge im Terminal Value auf 10,5% unterstellt. In diesem Fall würden wir unser Kursziel um EUR 0,10 auf EUR 2,50 je Aktie anheben.
- § **Bear Case-Szenario:** In einem Bear Case-Szenario adjustieren wir die operative Marge im Terminal Value von 7,5% um 300 Basispunkte auf 4,5%. Damit würden wir unter anderem unterstellen, dass die Intensivierung der Test-Aktivitäten im E-Books- und Spieletesten 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 2,20 je Aktie zurückgehen.

Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall ein Kursrisiko bis auf EUR 2,30 und im optimistischen Fall eine Kurschance bis auf EUR 2,50 je Aktie.

ABBILDUNG 1: KURSENTWICKLUNG UND –PROGNOSE



Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 2,40 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.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Katalysatoren für die Kursentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von Catalis in den kommenden Monaten sehen wir **(1)** Meldungen über Royalty-Erträge aus einzelnen Videospielen, **(2)** die Erschließung der neuen Konsolengeneration, **(3)** die Gewinnung weiterer Aufträge im Bereich Casual Games Testing sowie mittelfristig **(4)** weitere Verbesserungen der Profitabilität durch Hebung von Synergieeffekten.

Katalysatoren zur Erreichung des ermittelten Kurszieles

Risiken

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir insbesondere Risiken, **(1)** in der hohen Wettbewerbsintensität unter den Third Party-Entwicklern, und **(2)** darin, dass die internen Entwicklungsabteilungen von Spieleentwicklern, den Kunden von Kuju, für Kuju eine potenzielle Bedrohung bezüglich der Rekrutierung qualifizierten Entwicklungspersonals darstellen.

Risiken

Unternehmensprofil

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)** Kuju ist einer der führenden unabhängigen Spieleentwickler in Europa. 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“). Durch eine Neuverhandlung der Royalty-Verträge profitiert Kuju wesentlich stärker von den Absatzerfolgen der eigen entwickelten Spiele als in der Vergangenheit.

Fokus auf Qualitätssicherung und Videospieldentwicklung

Gewinn- und Verlustrechnung

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Umsatzerlöse	kEUR	38.063	32.005	25.793	26.415	27.683	29.167	30.288	33.215
YoY	%	9,6%	-15,9%	-19,4%	2,4%	4,8%	5,4%	3,8%	9,7%
Fremd- und Materialkosten	kEUR	-3.635	-4.398	-3.758	-4.585	-2.156	-3.683	-3.790	-4.205
in % der Umsätze	%	-9,5%	-13,7%	-14,6%	-17,4%	-7,8%	-12,6%	-12,5%	-12,7%
Aufwand für Personal	kEUR	-22.565	-20.054	-15.563	-16.089	-17.068	-16.624	-17.296	-18.743
in % der Umsätze	%	-59,3%	-62,7%	-60,3%	-60,9%	-61,7%	-57,0%	-57,1%	-56,4%
Verwaltungsaufwendungen	kEUR	-7.665	-7.345	-6.813	-6.836	-6.379	-5.940	-5.752	-6.316
in % der Umsätze	%	-20,1%	-22,9%	-26,4%	-25,9%	-23,0%	-20,4%	-19,0%	-19,0%
EBITDA	kEUR	4.198	208	-341	-1.095	2.080	2.920	3.450	3.951
EBITDA Marge	%	11,0%	0,6%	-1,3%	-4,1%	7,5%	10,0%	11,4%	11,9%
YoY	%	12,9%	-95,0%	n/a	221,1%	n/a	40,4%	18,2%	14,5%
Abschreibungen	kEUR	-1.282	-1.698	-1.363	-2.453	-1.251	-824	-866	-906
Auf Sachanlagen	kEUR	-1.176	-1.395	-1.203	-847	-652	-686	-724	-760
Amortisation	kEUR	-106	-84	-66	-484	-340	-138	-142	-146
Goodwill Impairment	kEUR	0	-219	-94	-1.122	-259	0	0	0
EBIT	kEUR	2.916	-1.490	-1.704	-3.548	829	2.096	2.585	3.045
EBIT Marge	%	7,7%	-4,7%	-6,6%	-13,4%	3,0%	7,2%	8,5%	9,2%
YoY	%	9,0%	-151,1%	14,4%	108,2%	-123,4%	152,8%	23,3%	17,8%
Finanzergebnis	kEUR	-849	-481	-878	-243	-727	-1165	-819	-466
davon sonstige Zinserträge	kEUR	211	133	8	5	-16	0	28	0
davon Zinsaufwendungen	kEUR	-543	-312	-420	-484	-585	-754	-658	-390
in % vom Nettovermögen	kEUR	-6,6%	-4,2%	-5,4%	-4,7%	-6,2%	-10,0%	-11,2%	-10,1%
Währungsdifferenzen	kEUR	-517	-302	-466	236	-126	-411	-190	-76
Einmalaufwendungen	kEUR	0	0	0	0	0	0	-997	0
EBT	kEUR	2.067	-1.971	-2.582	-3.791	102	931	768	2.580
EBT-Marge	%	5,4%	-6,2%	-10,0%	-14,4%	0,4%	3,2%	2,5%	7,8%
Steuern	kEUR	51	1.692	211	-3.637	3	-66	-137	-240
Steuerquote	%	2,5%	-85,8%	-8,2%	95,9%	2,9%	-7,1%	-17,8%	-9,3%
Nettoergebnis vor Minderheiten	kEUR	2.118	-279	-2.371	-7.428	105	865	631	2.340
Anteile Dritter	kEUR	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoerg. nach Drittanteilen	kEUR	2.118	-279	-2.371	-7.428	105	865	631	2.340
Nettomarge	%	5,6%	-0,9%	-9,2%	-28,1%	0,4%	3,0%	2,1%	7,0%
YoY	%	15,7%	-113,2%	749,8%	213,3%	-101,4%	723,8%	-27,0%	270,6%
Anzahl der Aktien	1.000	2.689	3.633	3.788	4.305	6.065	6.242	6.242	6.242
Anzahl Aktien verwässert	1.000	2.864	3.665	3.788	4.305	6.065	7.298	7.298	7.298
EPS	EUR	0,79	-0,08	-0,63	-1,73	0,02	0,14	0,10	0,37
EPS verwässert	EUR	0,74	-0,08	-0,63	-1,73	0,02	0,12	0,09	0,32

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale 2014)

		Q1/2014	Q2/2014	H1/2014	Q3/2014e	9M/2014e	Q4/2014e	2014e
Umsatzerlöse	KEUR	6.697	7.218	13.915	7.782	21.697	8.591	30.288
YoY	%	-4,6%	0,4%	-2,1%	7,7%	1,2%	11,1%	3,8%
Fremd- und Materialkosten	KEUR	-762	-493	-1.255	-920	-2.175	-1.615	-3.790
in % der Umsätze	%	-11,4%	-6,8%	-9,0%	-11,8%	-10,0%	-18,8%	-12,5%
Aufwand für Personal	KEUR	-4.369	-5.247	-9.616	-4.517	-14.133	-3.163	-17.296
in % der Umsätze	%	-65,2%	-72,7%	-69,1%	-58,0%	-65,1%	-36,8%	-57,1%
Verwaltungsaufwendungen	KEUR	-1.035	-1.200	-2.235	-1.059	-3.294	-2.458	-5.752
in % der Umsätze	%	-15,5%	-16,6%	-16,1%	-13,6%	-15,2%	-28,6%	-19,0%
EBITDA	KEUR	531	278	809	1.286	2.095	1.355	3.450
EBITDA Marge	%	7,9%	3,9%	5,8%	16,5%	9,7%	15,8%	11,4%
YoY	%	-26,1%	-63,5%	-45,3%	92,6%	-2,5%	75,5%	18,2%
Abschreibungen	KEUR	-188	-189	-377	-188	-565	-301	-866
Auf Sachanlagen	KEUR	-188	-189	-377	-188	-565	-159	-724
Amortisation	KEUR	0	0	0	0	0	-142	-142
Goodwill Impairment	KEUR	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	KEUR	343	89	432	1.098	1.530	1.054	2.585
EBIT Marge	%	5,1%	1,2%	3,1%	14,1%	7,1%	12,3%	8,5%
YoY	%	-37,6%	-83,9%	-60,8%	115,4%	-5,1%	118,3%	23,3%
Finanzergebnis	KEUR	-128	-178	-306	-304	-610	-209	-819
davon sonstige Zinserträge	KEUR	0	28	28	0	28	0	28
davon Zinsaufwendungen	KEUR	-128	-245	-373	-150	-523	-135	-658
in % vom Nettovermögen	KEUR	-7,3%	-11,7%	-8,9%	-8,2%	-9,6%	-9,2%	-11,2%
Währungsdifferenzen	KEUR	0	39	39	-154	-115	-74	-190
Einmalaufwendungen	KEUR	0	-997	-997	0	-997	0	-997
EBT	KEUR	215	-1.086	-871	794	-77	845	768
EBT-Marge	%	3,2%	-15,0%	-6,3%	10,2%	-0,4%	9,8%	2,5%
Steuern	KEUR	-60	43	-17	-60	-77	-60	-137
Steuerquote	%	-27,9%	-4,0%	2,0%	-7,6%	100,3%	-7,1%	-17,8%
Nettoergebnis vor Minderheiten	KEUR	155	-46	-888	734	-154	785	631
Anteile Dritter	KEUR	0	0	0	0	0	0	0
Nettoergebnis nach Drittanteilen	KEUR	155	-46	-888	734	-154	785	631
Nettomarge	%	2,3%	-0,6%	-6,4%	9,4%	-0,7%	9,1%	2,1%
YoY	%	-48,2%	-110,1%	n/a	501,8%	-117,5%	n/a	-27,0%
Anzahl der Aktien	1.000	6.242	6.242	6.242	6.242	6.242	6.242	6.242
Anzahl Aktien verwässert	1.000	7.298	7.298	7.298	7.298	7.298	7.298	7.298
EPS	EUR	0,02	-0,01	-0,14	0,12	-0,02	0,13	0,10
EPS verwässert	EUR	0,02	-0,01	-0,12	0,10	-0,02	0,11	0,09

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Langfristige Vermögenswerte	kEUR	17.694	19.148	20.351	17.312	17.013	17.025	16.550	16.550
Geschäfts- und Firmenwerte	kEUR	13.237	13.461	14.105	14.331	14.455	14.172	14.331	14.331
Sonstiges immaterielles Vermögen	kEUR	197	129	906	997	586	667	943	943
Sachanlagen	kEUR	2.546	2.246	1.598	1.794	1.776	1.970	1.060	1.060
Beteiligungen	kEUR	0	0	0	0	0	0	0	0
Latente Steuererstattungsansprüche	kEUR	1.714	3.312	3.742	190	196	216	216	216
Kurzfristige Vermögenswerte	kEUR	9.841	8.567	6.874	8.073	7.840	7.196	8.452	9.877
Forderungen L+L	kEUR	5.489	2.817	3.605	4.035	4.401	4.120	4.321	4.786
Vorräte	kEUR	0	0	0	0	0	0	0	0
Steuern und Sozialversicherungen	kEUR	119	569	77	222	186	0	0	0
Sonstige Vermögensgegenstände	kEUR	3.046	3.797	2.049	2.929	1.787	2.065	2.127	2.191
Ertragssteuern	kEUR	61	284	178	87	90	147	150	153
Zahlungsmittel	kEUR	1.126	1.100	965	800	1.376	864	1.854	2.747
Gesamt Aktiva	kEUR	27.535	27.715	27.225	25.385	24.853	24.221	25.002	26.427
Eigenkapital	kEUR	12.484	14.113	12.406	7.439	7.816	8.929	9.852	12.486
Gezeichnetes Kapital	kEUR	2.689	3.788	3.788	5.887	6.242	625	625	625
Kapitalrücklagen	kEUR	18.540	18.808	18.808	19.384	19.349	19.344	19.344	19.344
Aktienbasierte Vergütung	kEUR	779	366	379	406	438	733	784	839
Gewinnrücklagen	kEUR	-5.162	-5.003	-7.374	-14.802	-14.697	-8.215	-7.584	-5.244
Währungsunterschiede	kEUR	-4.362	-3.846	-3.195	-3.436	-3.516	-3.558	-3.318	-3.078
Langfristige Schulden	kEUR	6.629	187	102	190	196	4.916	4.880	2.886
Finanzschulden	kEUR	6.420	0	0	0	0	4.700	4.664	2.664
Finance Lease Verbindlichkeiten	kEUR	145	91	0	0	0	0	0	0
Latente Steuerschulden	kEUR	64	96	102	190	196	216	216	222
Kurzfristige Schulden	kEUR	8.422	13.415	14.717	17.756	16.841	10.376	10.270	11.054
Finanzschulden	kEUR	880	6.420	5.540	8.625	8.731	2.400	0	0
Überziehungskredit	kEUR	948	1.084	2.281	1.722	688	476	1.184	1.184
Finance Lease Verbindlichkeiten	kEUR	106	186	113	0	0	0	0	0
Verbindlichkeiten L+L	kEUR	3.738	3.779	5.967	5.465	5.627	5.576	7.148	7.917
Steuern und Sozialversicherungen	kEUR	2.455	595	732	1.295	1.353	1.539	1.539	1.539
Steuerschulden	kEUR	207	109	84	53	52	38	42	46
Rückstellungen	kEUR	88	1.242	0	596	390	347	357	368
Gesamt Passiva	kEUR	27.535	27.715	27.225	25.385	24.853	24.221	25.002	26.427

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Normalisierte Fassung)

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Langfristige Vermögenswerte	%	64%	69%	75%	68%	68%	70%	66%	63%
Geschäfts- und Firmenwerte	%	48%	49%	52%	56%	58%	59%	57%	54%
Sonstiges immaterielles Vermögen	%	1%	0%	3%	4%	2%	3%	4%	4%
Sachanlagen	%	9%	8%	6%	7%	7%	8%	4%	4%
Beteiligungen	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Latente Steuererstattungsansprüche	%	6%	12%	14%	1%	1%	1%	1%	1%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	36%	31%	25%	32%	32%	30%	34%	37%
Forderungen L+L	%	20%	10%	13%	16%	18%	17%	17%	18%
Vorräte	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Steuern und Sozialversicherungen	%	0%	2%	0%	1%	1%	0%	0%	0%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	11%	14%	8%	12%	7%	9%	9%	8%
Ertragssteuern	%	0%	1%	1%	0%	0%	1%	1%	1%
Zahlungsmittel	%	4%	4%	4%	3%	6%	4%	7%	10%
Gesamt Aktiva	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Eigenkapital	%	45%	51%	46%	29%	31%	37%	39%	47%
Gezeichnetes Kapital	%	10%	14%	14%	23%	25%	3%	2%	2%
Kapitalrücklagen	%	67%	68%	69%	76%	78%	80%	77%	73%
Aktienbasierte Vergütung	%	3%	1%	1%	2%	2%	3%	3%	3%
Gewinnrücklagen	%	-19%	-18%	-27%	-58%	-59%	-34%	-30%	-20%
Währungsunterschiede	%	-16%	-14%	-12%	-14%	-14%	-15%	-13%	-12%
Langfristige Schulden	%	24%	1%	0%	1%	1%	20%	20%	11%
Finanzschulden	%	23%	0%	0%	0%	0%	19%	19%	10%
Finance Lease Verbindlichkeiten	%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Latente Steuerschulden	%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
Kurzfristige Schulden	%	31%	48%	54%	70%	68%	43%	41%	42%
Finanzschulden	%	3%	23%	20%	34%	35%	10%	0%	0%
Überziehungskredit	%	3%	4%	8%	7%	3%	2%	5%	4%
Finance Lease Verbindlichkeiten	%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten L+L	%	14%	14%	22%	22%	23%	23%	29%	30%
Steuern und Sozialversicherungen	%	9%	2%	3%	5%	5%	6%	6%	6%
Steuerschulden	%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rückstellungen	%	0%	4%	0%	2%	2%	1%	1%	1%
Gesamt Passiva	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Cashflow-Statement

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Konzernergebnis	KEUR	2.118	-279	-2.371	-7.428	105	865	631	2.340
Abschreibungen	KEUR	1.282	1.698	1.363	2.453	1.251	824	866	906
Veränderung der Rückstellungen	KEUR	-1.564	1.154	-1.242	596	-206	-43	10	11
Aktienbasierte Vergütung	KEUR	48	25	27	27	32	295	51	55
Veränderung der latenten Steuern	KEUR	-51	-1.692	-211	3.637	-7	-5	138	248
Δ sonstige Aktiva	KEUR	-818	1.471	1.452	-1.455	812	189	-263	-529
Δ Verbindlichkeiten u. a. Passiva	KEUR	-201	-1.819	2.325	61	220	135	1.572	769
Bereinigungen/ geleistete Zinszahlungen	KEUR	-113	-18	-513	-44	-9	-810	0	0
CFO	KEUR	490	407	822	-2.158	2.214	2.204	3.636	4.189
Investitionen Immaterielles Vermögen	KEUR	61	-16	-843	-575	71	-219	-418	-146
Investitionen Sachanlagen	KEUR	-1.861	-1.095	-555	-1.043	-634	-880	187	-760
Bereinigungen	KEUR	-207	164	23	-1.094	-272	-56	0	0
CFI	KEUR	-2.007	-947	-1.375	-2.712	-835	-1.155	-232	-906
FCF	KEUR	-1.517	-540	-553	-4.870	1.379	1.049	3.404	3.283
Barkapitalerhöhungen	KEUR	0	1.367	-12	2.675	320	-5.622	0	0
Δ Finanzverbindlichkeiten	KEUR	-880	-880	-880	3.085	106	-1.631	-2.436	-2.000
Auszahlungen Dividende	KEUR	0	0	0	0	0	0	0	0
Bereinigungen/ geleistete Zinszahlungen	KEUR	940	136	1.197	-559	-1.034	5.410	22	-390
CFF	KEUR	60	623	305	5.201	-608	-1.843	-2.414	-2.390
Δ Liquide Mittel	KEUR	-1.596	-26	-135	-165	576	-512	990	893
Liquide Mittel am Anfang der Periode	KEUR	2.722	1.126	1.100	965	800	1.376	864	1.854
Liquide Mittel am Ende der Periode*	KEUR	1.126	1.100	965	800	1.376	864	1.854	2.747

* Ohne Bank Overdraft

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Segmente

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Konzern									
Umsatzerlöse	kEUR	38.063	32.005	25.793	26.415	27.683	29.167	30.288	33.215
YoY	%	9,6%	-15,9%	-19,4%	2,4%	4,8%	5,4%	3,8%	9,7%
EBIT	kEUR	2.916	-1.490	-1.704	-3.548	829	2.096	2.585	3.045
EBIT-Marge	%	7,7%	-4,7%	3,8%	-73,8%	2,1%	6,2%	12,3%	12,7%
YoY	%	9,0%	-151,1%	14,4%	108,2%	-123,4%	152,8%	23,3%	17,8%
Testronic									
Umsatzerlöse	kEUR	15.002	12.353	13.446	13.954	16.163	19.866	21.890	25.183
YoY	%	7,3%	-17,7%	8,8%	3,8%	15,8%	22,9%	10,2%	15,0%
EBIT	kEUR	1.928	-252	957	916	935	1.527	2.150	2.403
EBIT-Marge	%	12,9%	-2,0%	7,1%	6,6%	5,8%	7,7%	9,8%	9,5%
YoY	%	-31,3%	-113,1%	n/a	-4,3%	2,1%	63,3%	40,8%	11,7%
Kuju									
Umsatzerlöse	kEUR	23.061	19.652	12.347	12.267	10.988	8.858	8.345	8.033
YoY	%	11,1%	-14,8%	-37,2%	-0,6%	-10,4%	-19,4%	-5,8%	-3,7%
EBIT	kEUR	1.908	46	-1.169	-157	1.061	1.661	1.331	1.608
EBIT-Marge	%	8,3%	0,2%	-9,5%	-1,3%	9,7%	18,8%	16,0%	20,0%
YoY	%	31,0%	-97,6%	n/a	-86,6%	n/a	56,6%	-19,8%	20,8%
DDP									
Umsatzerlöse	kEUR	0	0	0	194	532	443	53	0
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	174,2%	-16,7%	-88,0%	-100,0%
EBIT	kEUR	0	0	-399	-2.976	-35	284	27	0
EBIT-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
YoY	%	n/a	n/a	n/a	645,9%	-98,8%	n/a	-90,5%	-100,0%
Corporate									
Umsatzerlöse	kEUR	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
EBIT	kEUR	-920	-1.284	-1.093	-1.331	-1.132	-1.376	-924	-965
EBIT-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
YoY	%	-42,0%	39,6%	-14,9%	21,8%	-15,0%	21,6%	-32,9%	4,5%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN									

Auf einen Blick I

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Key Data									
Umsatz	KEUR	38.063	32.005	25.793	26.415	27.683	29.167	30.288	33.215
Rohertrag	KEUR	34.428	27.607	22.035	21.830	25.527	25.484	26.498	29.010
EBITDA	KEUR	4.198	208	-341	-1.095	2.080	2.920	3.450	3.951
EBIT	KEUR	2.916	-1.490	-1.704	-3.548	829	2.096	2.585	3.045
EBT	KEUR	2.067	-1.971	-2.582	-3.791	102	931	768	2.580
Nettoergebnis	KEUR	2.118	-279	-2.371	-7.428	105	865	631	2.340
Anzahl Mitarbeiter		544	434	366	344	330	349	350	350
Je Aktie									
Kurs Hoch	EUR	12,60	3,90	3,20	3,40	1,37	1,69		
Kurs Tief	EUR	2,30	1,50	1,30	1,00	0,43	0,77		
Kurs Durchschnitt	EUR	7,45	2,70	2,25	2,20	0,81	1,19		
Schlusskurs	EUR	3,20	2,40	2,60	2,20	0,77	1,44	1,51	1,51
EPS (basic)	EUR	0,79	-0,08	-0,63	-1,73	0,02	0,14	0,10	0,37
EPS (verwässert)	EUR	0,74	-0,08	-0,63	-1,73	0,02	0,12	0,09	0,32
BVPS	EUR	4,64	3,88	3,28	1,73	1,29	1,43	1,58	2,00
CFPS	EUR	0,18	0,11	0,22	-0,50	0,37	0,35	0,58	0,67
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR								2,40
Performance bis Kursziel	%								58,9%
Profitabilitätskennzahlen									
Rohertragsmarge	%	90,5%	86,3%	85,4%	82,6%	92,2%	87,4%	87,5%	87,3%
EBITDA-Marge	%	11,0%	0,6%	n/a	n/a	7,5%	10,0%	11,4%	11,9%
EBIT-Marge	%	7,7%	-4,7%	n/a	n/a	3,0%	7,2%	8,5%	9,2%
EBT-Marge	%	5,4%	-6,2%	n/a	n/a	0,4%	3,2%	2,5%	7,8%
Netto-Marge	%	5,6%	-0,9%	n/a	n/a	0,4%	3,0%	2,1%	7,0%
FCF-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	5,0%	3,6%	11,2%	9,9%
ROE	%	16,7%	-2,1%	-17,9%	-74,9%	1,4%	10,3%	6,7%	20,9%
NWC/Umsatz	%	4,6%	-3,0%	-9,2%	-5,4%	-4,4%	-5,0%	-9,3%	-9,4%
Pro-Kopf-Umsatz	KEUR	70,0	73,7	70,5	76,8	83,9	83,6	86,5	94,9
Pro-Kopf-EBIT	KEUR	5,4	-3,4	-4,7	-10,3	2,5	6,0	7,4	8,7
Capex/Umsatz	%	-4,9%	-3,4%	-2,2%	-3,9%	-2,3%	-3,0%	0,6%	-2,3%
Wachstumsraten									
Umsatz	%	9,6%	-15,9%	-19,4%	2,4%	4,8%	5,4%	3,8%	9,7%
Rohertrag	%	16,8%	-19,8%	-20,2%	-0,9%	16,9%	-0,2%	4,0%	9,5%
EBITDA	%	12,9%	-95,0%	n/a	221,1%	n/a	40,4%	18,2%	14,5%
EBIT	%	9,0%	n/a	14,4%	108,2%	n/a	152,8%	23,3%	17,8%
EBT	%	24,1%	n/a	31,0%	46,8%	n/a	812,7%	-17,5%	235,8%
Nettoergebnis	%	15,7%	n/a	749,8%	213,3%	n/a	723,8%	-27,0%	270,6%
EPS	%	15,7%	n/a	715,0%	-6,0%	n/a	700,4%	-27,0%	270,6%
CFPS	%	-74,8%	-38,5%	93,7%	n/a	n/a	-3,3%	65,0%	15,2%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN									

Auf einen Blick II

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Bilanzkennzahlen									
Sachanlagevermögen	KEUR	17.694	19.148	20.351	17.312	17.013	17.025	16.550	16.550
Umlaufvermögen	KEUR	9.841	8.567	6.874	8.073	7.840	7.196	8.452	9.877
Eigenkapital	KEUR	12.484	14.113	12.406	7.439	7.816	8.929	9.852	12.486
Verbindlichkeiten	KEUR	15.051	13.602	14.819	17.946	17.037	15.292	15.150	13.941
EK-Quote	%	45,3%	50,9%	45,6%	29,3%	31,4%	36,9%	39,4%	47,2%
Gearing	%	68,1%	55,1%	64,0%	139,1%	120,5%	84,8%	59,4%	30,8%
Working Capital	KEUR	1.751	-962	-2.362	-1.430	-1.226	-1.456	-2.827	-3.131
Capital Employed	KEUR	4.494	1.413	142	1.361	1.136	1.181	-824	-1.128
Enterprise Value									
Anzahl Aktien	Mio.	2,7	3,6	3,8	4,3	6,1	6,2	6,2	6,2
Marktkapitalisierung Hoch	KEUR	33.881	14.168	12.121	14.636	8.309	10.550		
Marktkapitalisierung Tief	KEUR	6.185	5.449	4.924	4.305	2.608	4.807		
Marktkapitalisierung Durchschn.	KEUR	20.033	9.809	8.523	9.470	4.912	7.428		
Marktkapitalisierung Schlusskurs	KEUR	8.605	8.719	9.849	9.470	4.670	8.989	9.426	9.426
Nettoverschuldung	KEUR	7.122	6.404	6.856	9.547	8.043	6.712	3.994	1.100
Pensionsrückstellungen	KEUR	0	0	0	0	0	0	0	0
Anteile Dritter	KEUR	0	0	0	0	0	0	0	0
Finanzanlagen Anlageverm.	KEUR	0	0	0	0	0	0	0	0
Enterprise Value Hoch	KEUR	41.003	20.572	18.977	24.183	16.352	17.262		
Enterprise Value Tief	KEUR	13.307	11.853	11.780	13.852	10.651	11.519		
Enterprise Value Durchschnitt	KEUR	27.155	16.213	15.379	19.017	12.955	14.140		
Enterprise Value Schlusskurs	KEUR	15.727	15.123	16.705	19.017	12.713	15.701	13.420	10.526
Bewertungskennzahlen									
EV/Umsatz Hoch	x	1,08	0,64	0,74	0,92	0,59	0,59		
EV/Umsatz Tief	x	0,35	0,37	0,46	0,52	0,38	0,39		
EV/Umsatz Durchschnitt	x	0,71	0,51	0,60	0,72	0,47	0,48		
EV/Umsatz Schlusskurs	x	0,41	0,47	0,65	0,72	0,46	0,54	0,44	0,32
EV/EBIT Hoch	x	14,1	n/a	n/a	n/a	19,7	8,2		
EV/EBIT Tief	x	4,6	n/a	n/a	n/a	12,8	5,5		
EV/EBIT Durchschnitt	x	9,3	n/a	n/a	n/a	15,6	6,7		
EV/EBIT Schlusskurs	x	5,4	n/a	n/a	n/a	15,3	7,5	5,2	3,5
KGV Hoch	x	16,0	n/a	n/a	n/a	79,1	12,2		
KGV Tief	x	2,9	n/a	n/a	n/a	24,8	5,6		
KGV Durchschnitt	x	9,5	n/a	n/a	n/a	46,8	8,6		
KGV Schlusskurs	x	4,1	n/a	n/a	n/a	44,5	10,4	14,9	4,0
KBV	x	0,7	0,6	0,8	1,3	0,6	1,0	1,0	0,8
KCF	x	17,6	21,4	12,0	n/a	2,1	4,1	2,6	2,3
FCF-yield	%	-17,6%	-6,2%	-5,6%	-51,4%	29,5%	11,7%	36,1%	34,8%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cashflow									
Operativer Cashflow	KEUR	490	407	822	-2.158	2.214	2.204	3.636	4.189
Investiver Cashflow	KEUR	-2.007	-947	-1.375	-2.712	-835	-1.155	-232	-906
Free Cashflow	KEUR	-1.517	-540	-553	-4.870	1.379	1.049	3.404	3.283
Finanz Cashflow	KEUR	60	623	305	5.201	-608	-1.843	-2.414	-2.390
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN									

DCF-Modell

		2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TV
Umsatz	kEUR	30.288	33.215	36.164	38.856	41.066	42.701	43.823	44.585	45.151	45.635	46.098	46.559
Umsatzwachstum	%	3,8%	9,7%	8,9%	7,4%	5,7%	4,0%	2,6%	1,7%	1,3%	1,1%	1,0%	1,0%
EBIT	kEUR	2.585	3.045	3.326	3.586	3.802	3.966	4.084	4.168	4.234	4.294	4.351	3.492
EBIT-Marge	%	8,5%	9,2%	9,2%	9,2%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,4%	9,4%	9,4%	7,5%
Steuerquote (τ)	%	17,8%	9,3%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
EBIT(1-τ)	kEUR	2.124	2.762	2.295	2.474	2.623	2.737	2.818	2.876	2.922	2.963	3.002	2.409
Reinvestment	kEUR	-232	-906	-1.450	-1.765	-2.140	-2.553	-2.922	-3.077	-2.959	-2.787	-2.715	-248
FCFF	kEUR	1.892	1.856	846	709	484	183	-104	-201	-37	175	287	2.162
WACC	%	12,2%	12,2%	11,5%	10,8%	10,1%	9,4%	8,8%	8,1%	7,4%	6,7%	6,0%	6,0%
PV(FCFF)	kEUR	1.892	1.654	676	512	317	110	-57	-102	-18	78	121	
Terminal Cashflow	kEUR	2.162											
Terminal Cost of Capital	kEUR	6,0%											
Insolvenzwahrscheinlichkeit im TV	%	3,0%											
Terminal Value	kEUR	26.213											
PV (Terminal Value)	kEUR	10.990											
PV (Detail- und Grobplanungsphase)	kEUR	5.182											
Wert der operativen Assets	kEUR	16.171											
Finanzschulden	kEUR	-2.664											
Überziehungskredit	kEUR	-1.184											
Cash	kEUR	2.747											
Wert des Eigenkapitals	kEUR	15.071											
Anzahl Aktien	1,000	6.242											
Wert je Aktie (verwässert)	EUR	2,40											

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Studie wurde erstellt durch die

Sphenecapital

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%.

Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von uns prognostizierten Ergebnis aufgrund von unternehmens- oder marktspezifischen Gegebenheiten um mehr als 20% abweicht:

Risiko	Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit
Sehr hoch	>80%
Hoch	50-80%
Mittel	20-50%
Niedrig	<20%

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 eine ihr nahestehende Person/nahestehendes 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:

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
17.09.2014	EUR 2,40	Buy	8
20.05.2014	EUR 2,40	Buy	8
09.05.2014	EUR 2,40	Buy	8
24.02.2014	EUR 2,50	Buy	8
05.11.2013	EUR 2,50	Buy	8
22.08.2013	EUR 2,20	Buy	8
16.07.2013	EUR 2,10	Buy	8
05.06.2013	EUR 0,21 (vor Zusammenlegung)	Buy	8
20.03.2013	EUR 0,21 (vor Zusammenlegung)	Buy	8
22.01.2013	EUR 0,18 (vor Zusammenlegung)	Buy	8
28.11.2012	EUR 0,18 (vor Zusammenlegung)	Buy	8
16.08.2012	EUR 0,18 (vor Zusammenlegung)	Buy	1; 8
16.07.2012	EUR 0,20 (vor Zusammenlegung)	Buy	1; 8
09.07.2012	EUR 0,22 (vor Zusammenlegung)	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.