

asknet

Reuters: A5AGn.DE

Bloomberg: A5A:GR

Rating: Buy

Risiko: Hoch

Kurs: EUR 1,32

Kursziel: EUR 4,00

Schon im dritten Quartal profitabel

asknet hat seine Neunmonatszahlen veröffentlicht und erstmals in der Börsengeschichte im saisonal eher schwächeren dritten Quartal auf allen Ertragebenen die Gewinnzone betreten. Ursächlich hierfür sind die Straffung der Organisationsstruktur, die mit einer Personalfreisetzung und Kostenreduzierung verbunden war, sowie die Akquisition eines neuen Großkunden. Wir lassen unser Kursziel von EUR 4,00 je Aktie unverändert und bestätigen unser Buy-Rating.

Veröffentlichung der Q3-Zahlen

Gestern hat asknet seinen Neunmonatsbericht veröffentlicht. Die **Bruttoerlöse** verbesserten sich im dritten Quartal deutlich auf EUR 18,9 Mio. von EUR 14,9 Mio. (+26,8% YoY). Auch die **Service Revenues** konnten im dritten Quartal gesteigert werden, nachdem zum Halbjahr noch ein Rückgang von -5,6% hingenommen werden musste. Verantwortlich für das mit 5,0% allerdings langsamere Wachstum der Service Revenues ist eine gestiegene Materialaufwandsquote (87,6% nach 85,2% in Q3/11), was wiederum auf verringerte Dienstleistungserlöse wie Set up- oder Workshop-Fees (Bereich eDistribution) sowie auf veränderte Rahmenbedingungen beim Verkauf der OEM-Ware eines bedeutenden Softwareherstellers (Bereich ePortals) zurückzuführen ist. Nach der Straffung der Organisationsstruktur und einem deutlichen Personalabbau konnte erstmals in einem dritten Quartal ein positives Ergebnis erzielt werden: **EBIT**, **EBT** wie **Nachsteuerergebnis** verbesserten sich im saisonal eher schwächeren dritten Quartal auf eine schwarze Null, nachdem im vergleichbaren Vorjahreszeitraum noch adjustierte Verluste von jeweils etwa EUR -0,3 Mio. aufgelaufen waren.

Q3/2012		Act.	Erw.	Δ
Umsatz	EUR Mio.	18,9	19,7	4,4%
Service Revenues	EUR Mio.	2,3	2,4	3,9%
in % der Bruttoumsätze	%	12,2%	12,1%	-0,1pp
EBIT	EUR Mio.	0,0	-0,1	n/m
in % der Service Revenues	%	n/a	n/a	n/a
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,0	-0,1	n/m
in % der Service Revenues	%	0,3%	-5,6%	n/a
EPS	EUR	0,00	-0,03	n/m

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bezogen auf neun Monate konnte die unverschuldete Gesellschaft **Vor- und Nachsteuergewinne** von jeweils etwa EUR -0,1 Mio. erzielen. Bei 5,0 Mio. Aktien entspricht dies einem **Ergebnis je Aktie** von EUR -0,02, nachdem im Vorjahreszeitraum noch ein Verlust von EUR -0,26 je Aktie gemeldet worden war. Bedingt durch die starke Geschäftsausweitung und den damit verbundenen Ausbau des Working Capital lag der **operative Cashflow** nach neun Monaten bei EUR -1,3 Mio. (Vj. EUR -4,0 Mio.). Die **Nettofinanzposition** belief sich zum 30.09. auf EUR 4,7 Mio.; durch diese sind gegenwärtig mehr als zwei Drittel der Marktkapitalisierung in Höhe von EUR 6,7 Mio. abgedeckt.

WKN/ISIN: 517330/DE0005173306				
Indizes: -				
Transparenzlevel: Entry Standard				
Gewichtete Anzahl Aktien: 5,0 Mio.				
Marktkapitalisierung: EUR 6,7 Mio.				
Handelsvolumen/Tag: 7.000				
Veröffentlichung 2012er Abschluss: April 2013				
EUR Mio. (31/12)	2010	2011	2012e	2013e
Umsatz	72,7	65,4	74,4	84,4
EBITDA	-0,5	-0,8	0,4	0,9
EBIT	-0,7	-0,9	0,3	0,7
EBT	-0,6	-0,8	0,3	0,8
EAT	-0,6	-0,9	0,3	0,7
% vom Umsatz	2010	2011	2012e	2013e
EBITDA	-0,7%	-1,2%	0,5%	1,0%
EBIT	-0,9%	-1,4%	0,3%	0,9%
EBT	-0,8%	-1,3%	0,4%	0,9%
EAT	-0,9%	-1,3%	0,3%	0,9%
Je Aktie/EUR	2010	2011	2012e	2013e
EPS	-0,12	-0,17	0,05	0,15
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,87	0,70	0,74	0,90
Cashflow	0,19	-0,54	0,20	0,26
%	2010	2011	2012e	2013e
EK-Quote	29,6%	30,3%	26,1%	27,2%
Gearing	-200%	-171%	-193%	-185%
x	2010	2011	2012e	2013e
KGV	n/a	n/a	26,0	8,9
EV/Umsatz	0,07	0,00	n/a	n/a
EV/EBIT	n/a	n/a	n/a	n/a
KBV	3,2	1,8	1,8	1,5
EUR Mio.			2012e	2013e
Guidance: Umsatz			-	-
Guidance: EBIT			>0	-



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

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

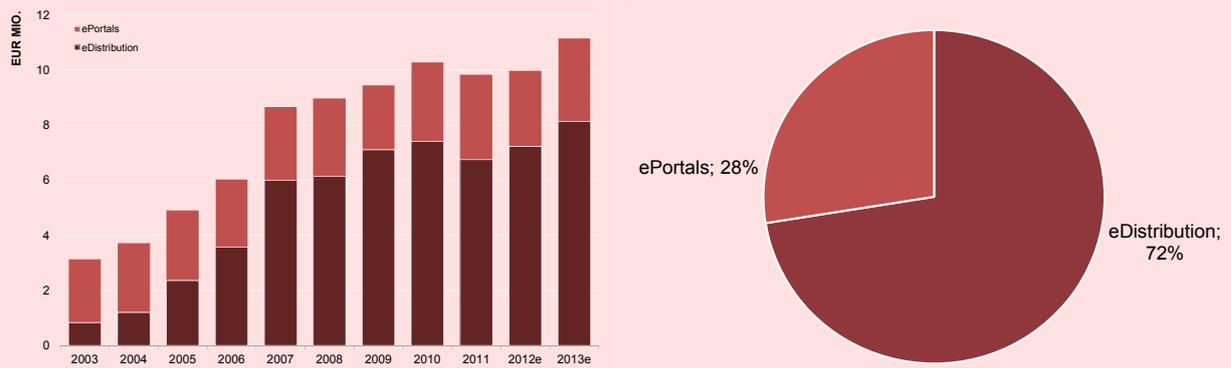
peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Performance nach Geschäftsbereichen

Innerhalb weniger Monate konnte CyberLink zu einem der bedeutendsten Kunden asknets entwickelt werden. Durch seine Gewinnung konnte der Bereich eDistribution im dritten Quartal mit Wachstumsraten von 16,5% den Rückgang der Service Revenues im ersten Halbjahr mehr als kompensieren. Leicht unter den Erwartungen blieb demgegenüber der kleinere Bereich ePortals, bei dem es aufgrund eines veränderten Lizenzabkommens mit einem bedeutenden Softwarehersteller und infolge von Projektverschiebungen zu einem Rückgang der Service Revenues auf etwa EUR 0,6 Mio. (-16,5% YoY) kam. Bezogen auf neun Monate lag der Bereich eDistribution mit EUR 5,1 Mio. um 2,5% über seinem Vorjahreswert, während sich ePortals mit EUR 1,8 Mio. im Jahresvergleich um 13,8% verschlechterte.

Der Bereich eDistribution konnte auf den Wachstumspfad zurückkehren, ePortals sollte dies in Q4 gelingen.

ABBILDUNG 1: UMSATZ NACH BEREICHEN 2003-2013E (LS) UND 2012E (RS)



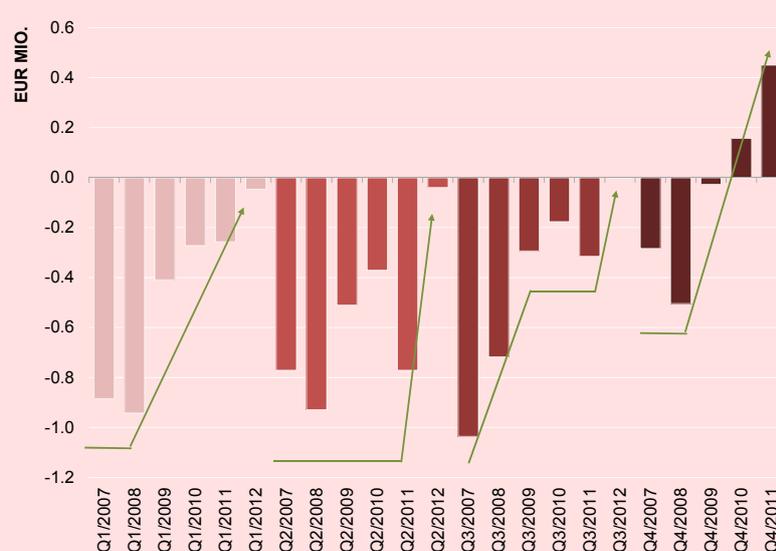
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

asknet konnte seine Ertragslage von Jahr zu Jahr verbessern

Dass diese Verbesserung der operativen Ertragslage keine Eintagsfliege ist, zeigt der langfristige Vergleich. Legt man die einzelnen Quartale nebeneinander, so zeigt sich in nachstehender Abbildung, dass asknet seit 2007, als erstmals Quartalszahlen veröffentlicht wurden, seine Ertragslage sukzessive und nahezu ausnahmslos verbessern konnte.

Die Verbesserung der Ertragslage ist ein langlaufender Trend

ABBILDUNG 2: EBIT NACH QUARTALEN



Seit 2007 ist es asknet bis auf wenige Ausnahmen gelungen, seine operative Ertragslage im Jahresvergleich zu verbessern. Infolge der im Vorjahr durchgeführten Kostensenkungsmaßnahmen fällt der Anstieg des operativen Gewinns im laufenden Jahr wesentlich prägnanter aus als in den Vorjahren.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Guidance bestätigt

Die Guidance, auf Gesamtjahressicht erstmals die operative Gewinnzone zu erreichen, wurde vom Management im Neunmonatsbericht bestätigt. Da asknet als unverschuldete Gesellschaft ein positives Zinsergebnis aufweist und über Verlustvorträge verfügt, ist diese Guidance gleichbedeutend mit einem positiven Nachsteuerergebnis.

Nachdem die Shops von CyberLink erst zum Halbjahr vollständig von asknet übernommen wurden, dürfte sich die Verbesserung der Ertragslage im folgenden Jahr auch ohne Neukundengewinnung weiter fortsetzen.

Zum Jahresende 2012 wird Dr. Waudig das Unternehmen verlassen

Dr. Dietmar Waudig, einer der Gründer von asknet und verantwortlich für die Entwicklung der technologischen Plattform, wird das Unternehmen nach 17 Jahren zum Ende 2012 verlassen. Seine Position als Vorstand wird vorerst nicht besetzt, so dass asknet ab 2013 nur noch von einem Vorstand, Michael Konrad, geleitet werden wird.

In den letzten Monaten kam es zu einem Wiederaufflammen der Übernahmeaktivitäten im E-Commerce-Outsourcing, die die grundsätzliche Werthaltigkeit des Geschäftsmodelles an sich dokumentieren. Aufgrund seiner technologischen Kompetenz, die sich noch nicht in einem entsprechenden Unternehmenswert widerspiegelt, sehen wir asknet daher als einen grundsätzlichen Übernahmekandidaten an.

Übernahmen verdeutlichen den Wert von E-Commerce-Outsourcing

Der Softwaremarkt ist in den letzten Monaten wieder in den Übernahme-Modus zurückgekehrt. Prominente Übernahmen wie die von GSI Commerce durch eBay oder die der Art Technology Group durch Oracle zeigen, dass das Outsourcing von E-Commerce-Plattformen einen Wert darstellt, der von kapitalstarken Gesellschaften auch durch Übernahmen gehoben werden kann. Mit einer Marktkapitalisierung von EUR 6,7 Mio. und einem Enterprise Value von gerade EUR 1,0 Mio. per 12/2012e ist asknet aus unserer Sicht ein potenzielles Übernahmeziel für global tätige Softwareunternehmen auf der Suche nach führenden Technologieplattformen. Insbesondere der Marktführer Digital River könnte nach dem bevorstehenden Managerwechsel seine jüngste M&A-Zurückhaltung aufgeben, um durch externes Wachstum die organischen Wachstumsschwächen auf dem US-amerikanischen Heimatmarkt zu kaschieren.

asknet generiert den Großteil seiner Erlöse über transaktionsabhängige Vertriebsprovisionen. Je erfolgreicher das von asknet betriebene Softwareportal, desto höher fallen auch die Gesamteinnahmen aus. Auf der Kostenseite dominieren Personalaufwendungen und die Billing-Fees, insbesondere die Kosten für eine Bezahlung durch die Kreditkarte. Nachdem asknet im vergangenen Jahr ein Restrukturierungsprogramm durch- und den Personalbestand nachhaltig zurückgeführt hat, dürfte das Unternehmen im laufenden Jahr erstmals die operative Gewinnzone erreichen und diese, getragen von der Gewinnung von CyberLink, einem neuen A-Kunden, im folgenden Jahr weiter ausbauen.

Arrondierung der Prognosen nach Veröffentlichung der Q3-Zahlen

Für das Gesamtjahr rechnen wir mit Service Revenues von EUR 10,0 Mio. (+1,4% YoY) und einem operativen Ergebnis von knapp EUR 0,3 Mio. (EBIT-Marge 2,6%). Damit wird asknet erstmals in der Börsengeschichte auf Gesamtjahressicht ein positives operatives Ergebnis erzielen können. Da das Finanzergebnis der unverschuldeten Gesellschaft positiv ist und Steuern aufgrund hoher steuerlicher Verlustvorträge nicht anfallen, wird damit auch das Nettoergebnis positiv sein. Insgesamt rechnen wir mit einem Nachsteuerergebnis in Höhe von EUR 0,3 Mio., was bei 5,0 Mio. Aktien zu einem Ergebnis je Aktie von EUR 0,05 führt.

Bedingt durch die dann ganzjährige Konsolidierung von CyberLink erwarten wir für das kommende Jahr einen Anstieg der Service Revenues auf EUR 11,2 Mio. (+11,8% YoY) und des EBIT auf rund EUR 0,7 Mio. (entsprechend einer Marge von 6,6%). Mit einem Nachsteuerergebnis in ebendieser Höhe errechnet sich ein Ergebnis je Aktie von EUR 0,15. Unsere Prognosen basieren auf dem aktuellen Kundenstand; die Gewinnung von Neukunden ist in unseren Schätzungen nicht enthalten.

Unser Kursziel von EUR 4,00 je Aktie ist das Ergebnis eines dreistufigen standardisierten DCF-Modells, das von Peergroup-Multiplikatoren des Best Comparables Digital River und einer breiten Palette von Internet-Software-Unternehmen gestützt wird. Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 1,32 je Aktie ergibt sich ein Kurspotenzial von 203,0%. Wir bestätigen unser Buy-Rating.

Warum verwenden wir ein DCF-Modell zur Bewertung von asknet?

Da das Geschäftsmodell von asknet wenig kapitalintensiv ist und sogar aus dem laufenden Working Capital netto Liquiditätsströme vereinnahmt werden können, ist ein langfristig angelegtes standardisiertes dreiphasiges DCF-Modell das geeignete Bewertungsverfahren für asknet. Hierfür spricht auch, dass durch die Kostensenkungen im Vorjahr die Grundlagen für das Erreichen des operativen Break-even gelegt wurden und wir zudem davon ausgehen, dass es dem asknet-Management im oligopolistisch geprägten Markt für Software-Download, in dem die Kundenbeziehungen sehr langfristig ausgelegt sind, gelingen wird, die operative Ertragslage auch über den Beobachtungszeitraum 2012e und 2013e weiter zu steigern.

Ein langfristiges DCF-Modell dürfte die Chancen aus dem Turnaround am besten widerspiegeln

Basisannahmen für das DCF-Modell

Die unserem DCF-Modell zugrunde liegenden Annahmen sind, dass

Bis 2013e liegen dem Modell unsere detaillierten GuV- und Bilanzplanungen zugrunde. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2022e endet.

- ✦ asknet bis zum Jahr 2013e ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Bruttoumsätze von 13,6% und der Service Revenues von 6,6% aufweisen wird;
- ✦ die Service Revenues in der Grobplanungsphase 2014e-2022e ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 3,5% 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 6,6% in 2013e auf 33,8% in 2022e sukzessive erhöhen und im anschließenden Terminal Value bei 37,3% liegen werden. Für die Bruttoumsatzrendite bedeutet dies einen Anstieg auf 5,0% von 0,9% in 2013e;
- ✦ sich der Grenzsteuersatz aufgrund der hohen steuerlichen Verlustvorträge bis 2020e auf einem nur von Mindeststeuern hervorgerufenen Niveau bewegt und 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 Markt-beta 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 4,6% 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 10,6%.
- ✦ 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 10,6% auf dann 8,3%.

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

Dabei werden etwa 66% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 34% aus den in der Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

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

TABELLE 1: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL

x	Bewertung zu aktuell EUR 1,32		Bewertung zu EUR 4,00	
	2012e	2013e	2012e	2013e
EV/Umsatz	n/a*	n/a*	0,17	0,14
EV/EBIT	n/a*	n/a*	50,8	15,9
KGV	26,0	8,9	78,8	27,0

QUELLE: SPHENE CAPITAL

*ANM.: KANN WEGEN NEGATIVEM EV NICHT BERECHNET WERDEN

In einem Stresstest unterstellen wir folgende Szenarien und Annahmen:

✦ **Bear Case-Szenario:** In einem Bear Case-Szenario adjustieren wir die Terminal Value-EBIT-Marge von 5,0% um 300 Basispunkte auf 2,0% 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 2,00 je Aktie zurückgehen.

✦ **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 8,0% bis 2022e unterstellt. In diesem Fall würden wir unser Kursziel um EUR 2,80 auf EUR 6,80 je Aktie anheben.

Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall ein Kursrisiko bis auf EUR 2,00 und im optimistischen Fall eine Kurschance bis auf EUR 6,80 je Aktie.

ABBILDUNG 3: KURSENTWICKLUNG UND -PROGNOSE



QUELLE: ONVISTA, 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

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von asknet in den kommenden Monaten sehen wir (1) Aussagen über die Performance

Katalysatoren zur Erreichung des ermittelten Kurszieles

der Geschäftsentwicklung anlässlich der Veröffentlichung der Gesamtjahreszahlen, (2) die Erreichung der operativen Gewinnzone auf Jahressicht, (3) die Gewinnung weiterer Schlüsselkunden und (4) der weitere Ausbau der Marktpräsenz auf dem asiatischen Kontinent, wie er durch die Gewinnung der taiwanesischen CyberLink eingeleitet wurde.

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 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 berechnete 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

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Bruttoerlöse	EUR Mio.	41,8	64,9	74,7	68,9	72,7	65,4	74,4	84,4
YoY	%	19,0%	55,2%	15,1%	-7,7%	5,4%	-10,0%	13,7%	13,5%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,2	0,4	0,7	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
Gesamtleistung	EUR Mio.	42,0	65,3	75,4	69,1	72,8	65,6	74,6	84,6
YoY	%	19,0%	55,3%	15,5%	-8,3%	5,3%	-9,8%	13,7%	13,4%
Materialaufwand	EUR Mio.	-35,8	-56,2	-65,8	-59,5	-62,4	-55,6	-64,4	-73,2
in % der Gesamtleistung	%	-85,2%	-86,2%	-87,3%	-86,1%	-85,7%	-84,7%	-86,3%	-86,5%
Rohrertrag	EUR Mio.	6,2	9,0	9,6	9,6	10,4	10,0	10,2	11,4
YoY	%	23,0%	44,6%	6,3%	0,5%	7,8%	-3,4%	1,6%	11,6%
in % der Gesamtleistung	%	14,8%	13,8%	12,7%	13,9%	14,3%	15,3%	13,7%	13,5%
Service Revenues	EUR Mio.	6,0	8,7	8,9	9,5	10,3	9,8	10,0	11,2
YoY	EUR Mio.	23,1%	43,5%	2,6%	6,3%	8,8%	-4,3%	1,4%	11,8%
in % der Gesamtleistung	EUR Mio.	14,4%	13,3%	11,8%	13,7%	14,1%	15,0%	13,4%	13,2%
Personalaufwand	EUR Mio.	-5,1	-6,1	-6,3	-5,7	-5,7	-5,9	-4,8	-4,7
in % der Bruttoerlöse	%	-12,3%	-9,3%	-8,4%	-8,2%	-7,8%	-9,0%	-6,4%	-5,6%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-7,7	-5,7	-6,2	-5,0	-5,3	-4,9	-5,0	-5,8
in % der Bruttoerlöse	%	-18,4%	-8,8%	-8,3%	-7,3%	-7,2%	-7,5%	-6,8%	-6,9%
EBITDA	EUR Mio.	-6,6	-2,8	-2,9	-1,1	-0,5	-0,8	0,4	0,9
in % der Service Revenues	%	-108,9%	-32,0%	-32,7%	-11,6%	-5,2%	-7,7%	3,8%	7,7%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,2	-0,2	-0,2	-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.	-6,7	-3,0	-3,1	-1,2	-0,7	-0,9	0,3	0,7
YoY	%	457,2%	-55,8%	3,9%	-59,9%	-46,6%	34,9%	-128,6%	188,3%
YoY	EUR Mio.	0,2	0,3	1,4	0,4	-0,5	1,3	0,2	0,2
in % der Service Revenues	%	-111,4%	-34,3%	-34,8%	-13,1%	-6,4%	-9,1%	2,6%	6,6%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	-0,1	0,3	0,3	0,1	0,1	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	0,0
EBT	EUR Mio.	-6,9	-2,7	-2,9	-1,1	-0,6	-0,8	0,3	0,8
in % der Service Revenues	%	-114,6%	-31,3%	-32,2%	-12,0%	-5,7%	-8,6%	2,8%	6,9%
Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % des EBT	%	0,1%	0,3%	1,0%	1,0%	6,0%	3,3%	-9,0%	-3,0%
Nettoergebnis	EUR Mio.	-6,9	-2,7	-2,9	-1,1	-0,6	-0,9	0,3	0,7
in % der Service Revenues	%	-114,8%	-31,4%	-32,5%	-12,1%	-6,0%	-8,9%	2,6%	6,7%
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	-1,38	-0,54	-0,57	-0,23	-0,12	-0,17	0,05	0,15
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL									

Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale)

		Q1/12	Q2/12	H1/12	Q3/12	9M/12	Q4/12e	2012e
Bruttoerlöse	EUR Mio.	16,3	17,2	33,5	18,9	52,3	22,0	74,4
YoY	%	-9,5%	17,9%	2,8%	26,8%	10,3%	22,5%	13,7%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,1	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,2
Gesamtleistung	EUR Mio.	16,4	17,2	33,6	18,9	52,5	22,1	74,6
YoY	%	-9,4%	17,8%	2,7%	27,0%	10,3%	22,5%	13,7%
Materialaufwand	EUR Mio.	-14,0	-14,9	-28,9	-16,6	-45,4	-19,0	-64,4
in % der Gesamtleistung	%	-85,5%	-86,3%	-85,9%	-87,6%	-86,5%	-85,9%	-86,3%
Rohrertrag	EUR Mio.	2,4	2,4	4,7	2,3	7,1	3,1	10,2
YoY	%	-14,8%	5,8%	-5,7%	6,6%	-1,9%	10,5%	1,6%
in % der Gesamtleistung	%	14,5%	13,7%	14,1%	12,4%	13,5%	14,1%	13,7%
Service Revenues	EUR Mio.	2,3	2,3	4,6	2,3	6,9	3,1	10,0
YoY	EUR Mio.	-15,2%	6,3%	-5,6%	5,0%	-2,3%	10,6%	1,4%
in % der Gesamtleistung	EUR Mio.	14,0%	13,4%	13,7%	12,2%	13,1%	14,0%	13,4%
Personalaufwand	EUR Mio.	-1,2	-1,2	-2,5	-1,1	-3,6	-1,2	-4,8
in % der Bruttoerlöse	%	-7,6%	-7,2%	-7,4%	-5,8%	-6,8%	-5,5%	-6,4%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-1,2	-1,1	-2,3	-1,2	-3,5	-1,5	-5,0
in % der Bruttoerlöse	%	-7,1%	-6,6%	-6,8%	-6,5%	-6,7%	-7,0%	-6,8%
EBITDA	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4
in % der Service Revenues	%	-0,7%	-0,4%	-0,6%	1,4%	0,1%	12,0%	3,8%
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	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	0,3
YoY	%	-82,2%	-94,9%	-91,7%	-100,7%	-93,8%	-24,9%	-128,6%
YoY	EUR Mio.	-0,1	1,1	0,2	-0,1	0,2	0,0	0,2
in % der Service Revenues	%	-2,0%	-1,7%	-1,9%	0,1%	-1,2%	11,0%	2,6%
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	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	0,3
in % der Service Revenues	%	-1,7%	-1,5%	-1,6%	0,3%	-1,0%	11,3%	2,8%
Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % des EBT	%	20,0%	18,6%	19,3%	-10,6%	22,5%	-3,0%	-9,0%
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	0,3
in % der Service Revenues	%	-2,0%	-1,7%	-1,9%	0,3%	-1,2%	10,9%	2,6%
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	-0,01	-0,02	0,00	-0,02	0,07	0,05

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,6	0,4	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,6
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,2	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
Beteiligungen	EUR Mio.	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	17,0	16,4	13,8	13,0	14,4	11,3	13,8	17,0
Vorräte	EUR Mio.	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1	0,2	0,3
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	3,3	5,4	5,0	4,6	5,1	4,8	5,8	3,3
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.	0,4	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	0,8	0,4
Liquide Mittel	EUR Mio.	12,9	9,9	8,2	8,0	8,8	6,1	7,0	12,9
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	17,6	17,0	14,4	13,4	14,9	11,7	14,1	17,6
PASSIVA									
Eigenkapital	EUR Mio.	11,7	9,0	6,2	5,0	4,4	3,5	3,7	11,7
Grundkapital	EUR Mio.	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Kapitalrücklage	EUR Mio.	7,2	4,3	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	7,2
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	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.	-0,5	-0,4	-0,2	-0,1	-0,7	-1,6	-1,3	-0,5
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.	1,1	1,6	1,3	1,4	1,1	1,2	1,8	1,1
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	4,8	6,4	6,9	7,0	9,2	6,8	8,6	4,8
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.	4,3	5,7	6,4	6,3	8,4	6,2	7,7	4,3
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,5	0,7	0,5	0,6	0,9	0,6	0,9	0,5
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	17,6	17,0	14,4	13,4	14,9	11,7	14,1	17,6
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL									

Bilanz (Normalisierte Fassung)

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Langfristiges Vermögen	%	3,3%	2,5%	2,3%	1,9%	2,0%	2,0%	1,7%	3,3%
Immaterielles Vermögen	%	1,0%	0,7%	0,7%	0,5%	0,3%	0,2%	0,2%	1,0%
Sachanlagevermögen	%	1,4%	1,2%	1,0%	1,4%	1,7%	1,8%	1,5%	1,4%
Beteiligungen	%	1,0%	0,5%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristiges Vermögen	%	96,3%	96,7%	96,1%	96,8%	96,9%	96,9%	97,2%	96,3%
Vorräte	%	1,9%	2,2%	2,2%	1,4%	1,5%	1,1%	1,1%	1,9%
Forderungen aus Lieferung & Leistung	%	18,6%	32,0%	34,6%	34,0%	34,1%	41,1%	41,1%	18,6%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%
Forderungen aus nicht eingez. Kapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	2,3%	4,0%	2,4%	2,1%	1,9%	2,7%	5,3%	2,3%
Liquide Mittel	%	73,4%	58,5%	57,0%	59,3%	59,3%	52,0%	49,7%	73,4%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,3%	0,8%	1,6%	1,4%	1,1%	1,2%	1,1%	0,3%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%							
PASSIVA									
Eigenkapital	%	66,5%	53,0%	42,8%	37,2%	29,6%	30,3%	26,4%	66,5%
Grundkapital	%	28,6%	29,6%	35,1%	37,5%	33,9%	43,1%	35,7%	28,6%
Kapitalrücklage	%	40,8%	25,4%	8,9%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	40,8%
Währungsanpassungen	%	0,0%	0,1%	0,4%	0,4%	0,5%	0,8%	0,2%	0,0%
Verlustvortrag	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzverlust/-gewinn	%	-2,9%	-2,2%	-1,6%	-1,0%	-4,8%	-13,6%	-9,4%	-2,9%
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	%	6,0%	9,4%	8,9%	10,5%	7,6%	10,1%	12,7%	6,0%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	27,4%	37,5%	47,9%	51,9%	62,0%	58,5%	60,7%	27,4%
Bankschulden	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verb. aus Lieferung & Leistungen	%	24,6%	33,6%	44,8%	47,1%	56,2%	53,3%	54,7%	24,6%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	2,8%	3,9%	3,1%	4,8%	5,8%	5,2%	6,0%	2,8%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,1%	0,3%	0,4%	0,8%	1,1%	0,2%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%							
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL									

Cashflow-Statement

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-6,9	-2,7	-2,9	-1,1	-0,6	-0,9	0,3	0,7
Abschreibungen	EUR Mio.	0,2	0,2	0,2	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.	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	-1,0	-2,2	0,5	0,4	-0,5	0,3	-1,0	-1,0
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-0,3	-0,3	0,4	0,1	0,0	0,0	-0,4	0,0
Δ aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	-0,1	0,5	-0,3	0,1	-0,3	0,1	0,6	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.	1,2	1,4	0,7	-0,1	2,0	-2,1	1,5	1,5
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	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	1,7	0,3	-0,2	0,2	0,2	-0,3	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-5,4	-2,9	-1,7	-0,1	1,0	-2,7	0,8	1,3
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	-0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
Free Cashflow	EUR Mio.	-5,8	-3,0	-1,8	-0,2	0,8	-2,8	0,7	1,1
Δ Grundkapital	EUR Mio.	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	7,2	-2,9	-3,0	-1,2	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.	-1,4	0,2	-0,2	0,2	0,2	-0,2	0,2	0,0
Abzügl. Dividende Vorjahr	EUR Mio.	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	6,8	2,7	0,0	1,0	-0,2	0,2	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	14,7	0,0	-3,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	8,9	-3,0	-4,8	-0,2	0,8	-2,8	0,9	1,1
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.	3,0	12,9	9,9	8,2	8,0	8,8	6,1	7,0
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	12,9	9,9	8,2	8,0	8,8	6,1	7,0	8,2
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL									

Segmente

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Bruttoerlöse	EUR Mio.	41,8	64,9	74,7	68,9	72,7	65,4	74,4	84,4
eDistribution	EUR Mio.	24,8	44,4	53,6	47,4	45,5	42,2	54,1	62,3
ePortals	EUR Mio.	17,0	20,5	21,1	21,5	27,1	23,2	20,3	22,1
YoY	%	19,0%	55,2%	15,1%	-7,7%	5,4%	-10,0%	13,7%	13,5%
eDistribution	%	47,5%	78,9%	20,7%	-11,5%	-4,0%	-7,4%	28,3%	15,1%
ePortals	%	-7,1%	20,6%	2,9%	1,7%	26,1%	-14,3%	-12,8%	9,1%
Anteile	%	100,0%							
eDistribution	%	59,3%	68,4%	71,7%	68,8%	62,7%	64,5%	72,8%	73,8%
ePortals	%	40,7%	31,6%	28,3%	31,2%	37,3%	35,5%	27,2%	26,2%
Service-Erlöse	EUR Mio.	6,0	8,7	9,0	9,5	10,3	9,8	10,0	11,2
eDistribution	EUR Mio.	3,6	6,0	6,1	7,1	7,4	6,7	7,2	8,1
ePortals	EUR Mio.	2,5	2,7	2,8	2,3	2,9	3,1	2,7	3,0
YoY	%	23,1%	43,5%	3,6%	5,3%	8,8%	-4,3%	1,4%	11,8%
eDistribution	%	51,4%	67,7%	2,4%	15,7%	4,2%	-8,9%	7,2%	12,4%
ePortals	%	-3,2%	8,4%	6,3%	-17,3%	22,8%	7,7%	-11,4%	10,2%
Anteile	%	100,0%							
eDistribution	%	59,3%	69,2%	68,4%	75,2%	72,0%	68,5%	72,5%	72,9%
ePortals	%	40,7%	30,8%	31,6%	24,8%	28,0%	31,5%	27,5%	27,1%
in % der Bruttoerlöse	%	14,4%	13,4%	12,0%	13,7%	14,2%	15,1%	13,4%	13,2%
eDistribution	%	14,4%	13,5%	11,5%	15,0%	16,3%	16,0%	13,4%	13,1%
ePortals	%	14,4%	13,0%	13,4%	10,9%	10,6%	13,3%	13,6%	13,7%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Auf einen Blick I

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Key Data									
Umsatz	EUR Mio.	41,8	64,9	74,7	68,9	72,7	65,4	74,4	84,4
Rohertrag	EUR Mio.	6,2	9,0	9,6	9,6	10,4	10,0	10,2	11,4
Service Revenues	EUR Mio.	6,0	8,7	8,9	9,5	10,3	9,8	10,0	11,2
EBITDA	EUR Mio.	-6,6	-2,8	-2,9	-1,1	-0,5	-0,8	0,4	0,9
EBIT	EUR Mio.	-6,7	-3,0	-3,1	-1,2	-0,7	-0,9	0,3	0,7
EBT	EUR Mio.	-6,9	-2,7	-2,9	-1,1	-0,6	-0,8	0,3	0,8
Nettoergebnis	EUR Mio.	-6,9	-2,7	-2,9	-1,1	-0,6	-0,9	0,3	0,7
Anzahl Mitarbeiter		95	99	99	95	98	81	88	88
Je Aktie									
Kurs Hoch	EUR	9,20	11,80	12,49	4,10	4,17	3,49	2,23	
Kurs Tief	EUR	8,70	7,30	4,00	2,08	2,56	0,89	1,17	
Kurs Durchschnitt	EUR	8,89	8,99	7,58	3,10	3,24	2,25	1,65	
Kurs Schlusskurs	EUR	9,00	11,80	4,10	3,03	2,76	1,26	1,32	1,32
EPS	EUR	-1,38	-0,54	-0,57	-0,23	-0,12	-0,17	0,05	0,15
BVPS	EUR	2,32	1,79	1,22	0,99	0,87	0,70	0,74	0,90
CFPS	EUR	-1,07	-0,57	-0,33	-0,03	0,19	-0,54	0,17	0,26
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	%								203,0%
Profitabilitätskennzahlen									
EBITDA-Marge*	%	-108,9%	-32,0%	-32,7%	-11,6%	-5,2%	-7,7%	3,8%	7,7%
EBIT-Marge*	%	-111,4%	-34,3%	-34,8%	-13,1%	-6,4%	-9,1%	2,6%	6,6%
EBT-Marge*	%	-114,6%	-31,3%	-32,2%	-12,0%	-5,7%	-8,6%	2,8%	6,9%
Netto-Marge*	%	-114,8%	-31,4%	-32,5%	-12,1%	-6,0%	-8,9%	2,6%	6,7%
FCF-Marge*	%	-96,5%	-34,2%	-20,1%	-2,2%	7,8%	-28,1%	7,1%	9,9%
ROE	%	-59,2%	-30,3%	-47,0%	-23,0%	-14,0%	-24,7%	6,9%	16,5%
NWC/Umsatz	%	-10,0%	5,9%	-9,2%	-14,0%	-27,4%	-10,1%	-15,3%	-17,8%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	440	656	755	726	741	808	845	959
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	-70,8	-30,0	-31,2	-13,0	-6,8	-11,0	2,9	8,4
Capex/Umsatz	%	0,7%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,1%	0,2%	0,2%
Wachstumsraten									
Umsatz	%	19,0%	55,2%	15,1%	-7,7%	5,4%	-10,0%	13,7%	13,5%
Rohertrag	%	23,0%	44,6%	6,3%	0,5%	7,8%	-3,4%	1,6%	11,6%
Service Revenues	%	23,1%	43,5%	2,6%	6,3%	8,8%	-4,3%	1,4%	11,8%
EBITDA	%	476,2%	-57,8%	4,8%	-62,4%	-51,2%	42,1%	n/a	128,0%
EBIT	%	457,2%	-55,8%	3,9%	-59,9%	-46,6%	34,9%	n/a	188,3%
EBT	%	446,0%	-60,8%	5,5%	-60,3%	-48,7%	45,3%	n/a	173,7%
Nettoergebnis	%	446,1%	-60,7%	6,2%	-60,3%	-46,1%	41,5%	n/a	191,6%
EPS	%	n/a	-60,7%	6,2%	-60,3%	-46,1%	41,4%	n/a	191,6%
CFPS	%	n/a	-47,0%	-40,9%	-91,8%	n/a	n/a	n/a	57,7%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL * Basis Service Revenues									

Auf einen Blick II

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Bilanzkennzahlen									
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,6	0,4	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3
Umlaufvermögen	EUR Mio.	17,0	16,6	14,0	13,2	14,6	11,5	13,9	16,1
Eigenkapital	EUR Mio.	11,7	9,0	6,2	5,0	4,4	3,5	3,7	4,5
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	5,9	8,0	8,2	8,4	10,5	8,2	10,4	11,9
EK-Quote	%	66,5%	53,0%	42,8%	37,2%	29,6%	30,3%	26,4%	27,5%
Gearing	%	-110,3%	-110,4%	-133,0%	-159,3%	-200,2%	-171,5%	-188,2%	-180,9%
Working Capital	EUR Mio.	-0,7	0,1	-1,1	-1,6	-3,1	-1,3	-1,8	-2,2
Capital Employed	EUR Mio.	-0,6	0,5	-0,8	-1,3	-2,8	-1,0	-1,5	-2,0
Enterprise Value									
Anzahl Aktien	Mio.	5.040	5.040	5.040	5.040	5.040	5.044	5.044	5.044
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	46,4	59,5	62,9	20,7	21,0	17,6	11,2	
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	43,8	36,8	20,2	10,5	12,9	4,5	5,9	
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	44,8	45,3	38,2	15,6	16,3	11,3	8,3	
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	45,4	59,5	20,7	15,3	13,9	6,4	6,7	6,7
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-12,9	-9,9	-8,2	-8,0	-8,8	-6,1	-7,0	-8,2
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.	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	33,3	49,4	54,7	12,7	12,2	11,5	4,2	
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	30,8	26,8	11,9	2,5	4,1	-1,6	-1,1	
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	31,7	35,3	29,9	7,7	7,5	5,3	1,3	
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	32,3	49,4	12,4	7,3	5,1	0,3	-0,4	-1,6
Bewertungskennzahlen									
EV/Umsatz Hoch	x	0,80	0,76	0,73	0,18	0,17	0,18	0,06	n/a
EV/Umsatz Tief	x	0,74	0,41	0,16	0,04	0,06	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	0,76	0,54	0,40	0,11	0,10	0,08	0,02	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	0,77	0,76	0,17	0,11	0,07	0,00	n/a	n/a
EV/Service Revenues Hoch	x	5,51	5,70	6,15	1,34	1,19	1,17	0,42	n/a
EV/Service Revenues Tief	x	5,09	3,09	1,34	0,27	0,40	n/a	n/a	n/a
EV/Service Revenues Durchschnitt	x	5,25	4,07	3,37	0,81	0,73	0,54	0,13	n/a
EV/Service Revenues Schlusskurs	x	5,34	5,70	1,40	0,77	0,49	0,03	n/a	n/a
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	11,2	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2,1	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3,4	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a							
EV/EBIT	x	n/a							
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	43,9	n/a
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	23,1	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	32,5	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	26,0	8,9
KBV	x	3,9	6,6	3,4	3,1	3,2	1,8	1,8	1,5
KCF	x	n/a	n/a	n/a	n/a	16,7	n/a	9,9	n/a
FCF-yield	%	-12,8%	-5,0%	-8,7%	-1,3%	5,8%	-43,6%	10,7%	16,6%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cashflow									
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-5,4	-2,9	-1,7	-0,1	1,0	-2,7	0,8	1,3
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
Free Cashflow	EUR Mio.	-5,8	-3,0	-1,8	-0,2	0,8	-2,8	0,7	1,1
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	14,7	0,0	-3,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL									

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die

Sphene capital

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

Disclaimer

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

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

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

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

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

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

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

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

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

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

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

Sphene Capital GmbH verwendet die folgenden Keys:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
16.11.2012	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

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