

## Catalis

Reuters: XAE1.DE

Bloomberg: XAE1:GR

### Q1 im Rahmen der Erwartungen

Die gestern veröffentlichten Finanzzahlen für das erste Quartal 2014 lagen im Rahmen der Management-erwartungen. Der Vorstand hält daher seine erst vor wenigen Tagen angepasste Guidance für das Gesamtjahr aufrecht. Auch wir bestätigen unser Buy-Rating und unser aus einem dreistufigen standardisierten DCF-Modell abgeleitetes Kursziel von EUR 2,40 (Base Case-Szenario).

#### Übersicht über das erste Quartal auf Konzernebene

Die Zahlen des saisonal eher schwachen ersten Quartals lagen unter den vergleichbaren Vorjahreszahlen und auch unter unseren Erwartungen, jedoch im Rahmen der Management-Erwartungen. Auf Konzernebene verringerte sich der Umsatz im Jahresvergleich auf EUR 6,7 Mio. von EUR 7,0 Mio. in Q1/2013 (-4,6% YoY), das operative Ergebnis sank auf EUR 0,3 Mio. von knapp EUR 0,6 Mio. (-37,6% YoY), was einer EBIT-Marge von 5,1% (Vj.: 7,8%) entspricht.

#### Übersicht über das erste Quartal nach Bereichen

Während sich die Erlöse im Bereich Qualitätssicherung (Testronic) bei EUR 4,7 Mio. (+1,7% YoY) stabilisierten, sanken die Umsätze im Bereich Spieleentwicklung (Kuju) um 16,3% auf EUR 1,9 Mio. (Vj.: EUR 2,2 Mio.). Vergleichbar war auch die operative Ertragslage der beiden Bereiche, die bei Testronic bei EUR 0,5 Mio. auf hohem Niveau blieb, während sie sich bei Kuju auf EUR 0,1 Mio. (Vj.: EUR 0,3 Mio.) verringerte. Angabegemäß befinden sich bei Kuju mehrere Spiele in der Pipeline, darunter Nintendos Pokemon, aus denen sich im Einzelfall erhebliche Umsatzpotenziale ergeben können.

#### Bestätigung der Guidance

Die Guidance für das Geschäftsjahr 2014e, wonach das Management einen Konzernumsatz von mindestens EUR 31,0 Mio. (Vj.: EUR 29,2 Mio.) und ein operatives Ergebnis von mindestens EUR 1,6 Mio. (Vj.: EUR 2,1 Mio.) erwartet, wurde im Quartalsbericht bestätigt. In dieser Ertragsprognose sind Einmalaufwendungen in Höhe von knapp EUR 0,9 Mio. aus der Anpassung der Aktionärsstruktur und der Begebung eines Wandeldarlehens enthalten.

#### Anpassung unserer Prognosen 2014e und 2015e

Nach der Veröffentlichung der Q1-Zahlen arrondieren wir unsere Umsatzprognosen und rechnen nunmehr für 2014e und 2015e mit Erlösen in Höhe von EUR 31,7 Mio. (bislang EUR 32,6 Mio.) und EUR 33,9 Mio. (bislang EUR 36,4 Mio.). Unsere EBIT-Schätzungen belassen wir bei EUR 2,0 Mio. (2014e) und EUR 2,9 Mio. (2015e) unverändert. Bezogen auf 6,2 Mio. Aktien ergeben sich unverwässerte Ergebnisse je Aktie von EUR 0,17 (2014e) bzw. EUR 0,37 (2015e).

#### Bestätigung des Kurszieles von EUR 2,40 - Buy

Unser unverändertes Kursziel von EUR 2,40 je Aktie (Base Case-Szenario) ist das Ergebnis eines dreistufigen standardisierten DCF-Modells. Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 1,85 je Aktie ergibt sich auf Sicht von zwölf Monaten ein Kurspotenzial von 29,7%. Wir bestätigen daher unser Buy-Rating.

Rating: Buy Risiko: Hoch

Kurs: EUR 1,85

Kursziel: EUR 2,40 (unverändert)

WKN/ISIN: A1T98Z/NL0010447306

Indizes: -

Transparenzlevel: General Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 6,2 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 11,5 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 10.000 Stück Aktien

Veröffentlichung Q2/2014: Ende August 2014

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

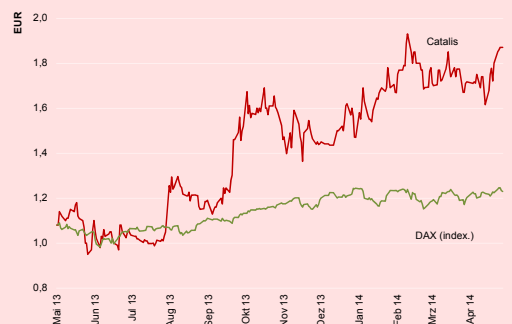
% vom Umsatz	2012	2013	2014e	2015e
EBITDA	7,5%	10,0%	9,0%	11,2%
EBIT	3,0%	7,2%	6,3%	8,5%
EBT	0,4%	3,2%	4,1%	7,5%
EAT	0,4%	3,0%	3,4%	6,8%

EUR (je Aktie)	2012	2013	2014e	2015e
EPS (basic)	0,02	0,14	0,17	0,37
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	1,29	1,43	1,65	2,07
Cashflow	0,37	0,35	0,66	0,64

%	2012	2013	2014e	2015e
EK-Quote	31,4%	36,9%	41,8%	49,8%
Gearing	121%	85%	46%	22%

x	2012	2013	2014e	2015e
KGV	44,5	10,4	10,8	5,0
EV/Umsatz	0,46	0,54	0,47	0,36
EV/EBIT	15,3	7,5	7,6	4,2
KBV	0,6	1,0	1,1	0,9

EUR Mio.	2013	2014e	2015e
Guidance: Umsatz		>31,0	-
Guidance: EBIT		>1,6	-



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

**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 1,85. Nach der guten Kursentwicklung im laufenden Jahr und einem auf Sicht von zwölf Monaten erwarteten Kurspotenzial von 29,7% 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.

#### **Basisannahmen für das DCF-Modell**

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

- ⑤ Catalis in der Detailplanungsphase der kommenden beiden Jahren durchschnittliche jährliche Umsatzwachstumsraten von 7,9% aufweisen wird;
- ⑤ die Umsätze in der Grobplanungsphase 2015e-2024e ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 4,0% erreichen werden;
- ⑤ sich die wichtigen Performance-Kennzahlen während der Grobplanungsphase, also von 2015e bis 2024e, einem langfristig durchsetzbaren Niveau nähern werden;
- ⑤ sich die EBIT-Marge in der Grobplanungsphase auf bis zu 9,0% sukzessive erhöhen wird und im anschließenden Terminal Value eine EBIT-Marge von 7,5% aufrechterhalten werden kann;
- ⑤ sich der Grenzsteuersatz aufgrund der steuerlichen Verlustvorträge bis einschließlich 2015e auf einem nur von Mindeststeuern hervorgerufenen Niveau bewegen und danach auf ein durchschnittliches Niveau von 30,0% ansteigen wird;
- ⑤ die durchschnittlichen Wachstumsraten der FCF im Terminal Value bei 1,6% liegen, was dem aktuellen risikolosen Zinssatz einer zehnjährigen Bundesanleihe entspricht;
- ⑤ Catalis ein Fundamental-beta von 1,5 aufweist. In diesen Wert gehen Risiken aus der Wettbewerbsintensität mit 0,2 Punkten, Risiken aus der Finanzstruktur, aus dem Diversifizierungsgrad und der Unternehmensprognose mit jeweils 0,1 Punkten ein.
- ⑤ Catalis einen im Zeitablauf stetig steigenden Kapitalumschlag aufweist, was sich in steigenden Reinvestitionen (Capex, Working Capital und M&A) niederschlagen sollte;
- ⑤ Catalis ein langfristiges Credit-Rating von CCC aufweist, was im Terminal Value mit einer jährlichen Insolvenzwahrscheinlichkeit von etwa 3,0% verbunden ist;
- ⑤ dass sich die aktuellen WACC aus dem risikolosen Zins von derzeit 1,6% – ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen – und einer implizit ermittelten Risikoprämie (geometrisches Mittel) für den Gesamtmarkt von aktuell knapp 8,6% zusammensetzen. Auf dem aktuellen Niveau lassen sich nur grobe Annahmen über die wahrscheinlichen Risikoprämien für das Fremdkapital treffen; wir haben unsere Risikoprämie für das zinstragende Fremdkapital nach der erfolgreichen Einwerbung des Wandeldarlehens um 100 Basispunkte auf 8,0% reduziert. Schließlich rechnen wir damit, dass Catalis eine industrietypische Zielkapitalstruktur von ~50%/50% anstrebt. Damit ergeben sich gewichtete Kapitalkosten in Höhe von aktuell 11,4%.

Bis 2015e liegen dem Modell unsere detaillierten GuV- und Bilanzplanungen zugrunde. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2024e endet.

- 3 dass Catalis im Terminal Value Kapitalkosten haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden. Demzufolge unterstellen wir bis zum Terminal Value einen sukzessiven Rückgang der WACC von derzeit 11,4% auf dann 8,6%.

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

Dabei werden 50,1% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 49,9% aus den in der Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

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

**TABELLE 1: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL**

X	Bewertung zu aktuell EUR 1,85		Bewertung zu PT EUR 2,40	
	2014e	2015e	2014e	2015e
KGV	10,8x	5,0x	14,0x	6,5x
EV/Umsatz	0,47x	0,36x	0,58x	0,46x
EV/EBIT	7,6x	4,2x	9,3x	5,4x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**In einem Stresstest betrachten wir folgende Szenarien:**

Szenario-Analyse

- 3 **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% und erhöhen den risikolosen Zinssatz während des Terminal Value auf 2,5% von aktuell 1,6%. 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.

**ABBILDUNG 1: KURSENTWICKLUNG UND –PROGNOSE**



Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 2,40 je Aktie. In unserem Bear Case-Szenario haben wir Rückschläge im Einstieg in neue Geschäftsmodelle (E-Books- oder Spieletesten) zum Beispiel in einem „Double Dip“ Umfeld unterstellt. In unserem Bull Case-Szenario gelingt die Neupositionierung noch stärker und noch schneller.

QUELLE: ONVISTA , SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

- 3 **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.

### **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 Videospiele, (2) den Launch 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

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

## Gewinn- und Verlustrechnung

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>kEUR</b>	<b>38.063</b>	<b>32.005</b>	<b>25.793</b>	<b>26.415</b>	<b>27.683</b>	<b>29.167</b>	<b>31.656</b>	<b>33.926</b>
YoY	%	9,6%	-15,9%	-19,4%	2,4%	4,8%	5,4%	8,5%	7,2%
Fremd- und Materialkosten	kEUR	-3.635	-4.398	-3.758	-4.585	-2.156	-3.683	-4.523	-4.892
in % der Umsätze	%	-9,5%	-13,7%	-14,6%	-17,4%	-7,8%	-12,6%	-14,3%	-14,4%
Aufwand für Personal	kEUR	-22.565	-20.054	-15.563	-16.089	-17.068	-16.624	-18.348	-18.884
in % der Umsätze	%	-59,3%	-62,7%	-60,3%	-60,9%	-61,7%	-57,0%	-58,0%	-55,7%
Verwaltungsaufwendungen	kEUR	-7.665	-7.345	-6.813	-6.836	-6.379	-5.940	-5.929	-6.338
in % der Umsätze	%	-20,1%	-22,9%	-26,4%	-25,9%	-23,0%	-20,4%	-18,7%	-18,7%
<b>EBITDA</b>	<b>kEUR</b>	<b>4.198</b>	<b>208</b>	<b>-341</b>	<b>-1.095</b>	<b>2.080</b>	<b>2.920</b>	<b>2.856</b>	<b>3.812</b>
EBITDA Marge	%	11,0%	0,6%	-1,3%	-4,1%	7,5%	10,0%	9,0%	11,2%
YoY	%	12,9%	-95,0%	n/a	221,1%	n/a	40,4%	-2,2%	33,5%
Abschreibungen	kEUR	-1.282	-1.698	-1.363	-2.453	-1.251	-824	-873	-914
Auf Sachanlagen	kEUR	-1.176	-1.395	-1.203	-847	-652	-686	-731	-767
Amortisation	kEUR	-106	-84	-66	-484	-340	-138	-142	-146
Goodwill Impairment	kEUR	0	-219	-94	-1.122	-259	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>kEUR</b>	<b>2.916</b>	<b>-1.490</b>	<b>-1.704</b>	<b>-3.548</b>	<b>829</b>	<b>2.096</b>	<b>1.983</b>	<b>2.898</b>
EBIT Marge	%	7,7%	-4,7%	-6,6%	-13,4%	3,0%	7,2%	6,3%	8,5%
YoY	%	9,0%	-151,1%	14,4%	108,2%	-123,4%	152,8%	-5,4%	46,2%
Finanzergebnis	kEUR	-849	-481	-878	-243	-727	-1165	-673	-339
davon sonstige Zinserträge	kEUR	211	133	8	5	-16	0	0	0
davon Zinsaufwendungen	kEUR	-543	-312	-420	-484	-585	-754	-482	-262
in % vom Nettovermögen	kEUR	-6,6%	-4,2%	-5,4%	-4,7%	-6,2%	-10,0%	-10,1%	-9,4%
Währungsdifferenzen	kEUR	-517	-302	-466	236	-126	-411	-191	-77
<b>EBT</b>	<b>kEUR</b>	<b>2.067</b>	<b>-1.971</b>	<b>-2.582</b>	<b>-3.791</b>	<b>102</b>	<b>931</b>	<b>1.309</b>	<b>2.560</b>
EBT-Marge	%	5,4%	-6,2%	-10,0%	-14,4%	0,4%	3,2%	4,1%	7,5%
Steuern	kEUR	51	1.692	211	-3.637	3	-66	-240	-240
Steuerquote	%	2,5%	-85,8%	-8,2%	95,9%	2,9%	-7,1%	-18,3%	-9,4%
Nettoergebnis vor Minderheiten	kEUR	2.118	-279	-2.371	-7.428	105	865	1.069	2.320
Anteile Dritter	kEUR	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoerg. nach Drittanteilen</b>	<b>kEUR</b>	<b>2.118</b>	<b>-279</b>	<b>-2.371</b>	<b>-7.428</b>	<b>105</b>	<b>865</b>	<b>1.069</b>	<b>2.320</b>
Nettomarge	%	5,6%	-0,9%	-9,2%	-28,1%	0,4%	3,0%	3,4%	6,8%
YoY	%	15,7%	-113,2%	749,8%	213,3%	-101,4%	723,8%	23,6%	116,9%
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
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>0,79</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,63</b>	<b>-1,73</b>	<b>0,02</b>	<b>0,14</b>	<b>0,17</b>	<b>0,37</b>
<b>EPS verwässert</b>	<b>EUR</b>	<b>0,74</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,63</b>	<b>-1,73</b>	<b>0,02</b>	<b>0,12</b>	<b>0,15</b>	<b>0,32</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale 2014)

		Q1/2014	Q2/2014e	H1/2014e	Q3/2014e	9M/2014e	Q4/2014e	2014e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>KEUR</b>	<b>6.697</b>	<b>7.483</b>	<b>14.180</b>	<b>8.243</b>	<b>22.424</b>	<b>9.232</b>	<b>31.656</b>
YoY	%	-4,6%	4,1%	-0,2%	14,1%	4,6%	19,4%	8,5%
Fremd- und Materialkosten	KEUR	-762	-1.050	-1.812	-975	-2.787	-1.736	-4.523
in % der Umsätze	%	-11,4%	-14,0%	-12,8%	-11,8%	-12,4%	-18,8%	-14,3%
Aufwand für Personal	KEUR	-4.369	-5.015	-9.384	-5.263	-14.647	-3.701	-18.348
in % der Umsätze	%	-65,2%	-67,0%	-66,2%	-63,8%	-65,3%	-40,1%	-58,0%
Verwaltungsaufwendungen	KEUR	-1.035	-973	-2.008	-1.169	-3.177	-2.753	-5.929
in % der Umsätze	%	-15,5%	-13,0%	-14,2%	-14,2%	-14,2%	-29,8%	-18,7%
<b>EBITDA</b>	<b>KEUR</b>	<b>531</b>	<b>445</b>	<b>976</b>	<b>837</b>	<b>1.813</b>	<b>1.043</b>	<b>2.856</b>
EBITDA Marge	%	7,9%	5,9%	6,9%	10,2%	8,1%	11,3%	9,0%
YoY	%	-26,1%	-41,5%	-34,1%	25,3%	-15,6%	35,1%	-2,2%
Abschreibungen	KEUR	-188	-196	-384	-188	-572	-301	-873
Auf Sachanlagen	KEUR	-188	-196	-384	-188	-572	-159	-731
Amortisation	KEUR	0	0	0	0	0	-142	-142
Goodwill Impairment	KEUR	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>KEUR</b>	<b>343</b>	<b>249</b>	<b>592</b>	<b>649</b>	<b>1.241</b>	<b>742</b>	<b>1.983</b>
EBIT Marge	%	5,1%	3,3%	4,2%	7,9%	5,5%	8,0%	6,3%
YoY	%	-37,6%	-55,0%	-46,4%	27,2%	-23,1%	53,7%	-5,4%
Finanzergebnis	KEUR	-128	-96	-224	-272	-496	-177	-673
davon sonstige Zinserträge	KEUR	0	0	0	0	0	0	0
davon Zinsaufwendungen	KEUR	-128	-133	-261	-118	-379	-103	-482
in % vom Nettovermögen	KEUR	-7,3%	-8,5%	-8,3%	-7,6%	-8,1%	-8,6%	-10,1%
Währungsdifferenzen	KEUR	0	37	37	-154	-117	-74	-191
<b>EBT</b>	<b>KEUR</b>	<b>215</b>	<b>153</b>	<b>368</b>	<b>377</b>	<b>745</b>	<b>565</b>	<b>1.309</b>
EBT-Marge	%	3,2%	2,0%	2,6%	4,6%	3,3%	6,1%	4,1%
Steuern	KEUR	-60	-60	-120	-60	-180	-60	-240
Steuerquote	%	-27,9%	-39,3%	-32,6%	-15,9%	-24,2%	-10,6%	-18,3%
Nettoergebnis vor Minderheiten	KEUR	155	93	248	317	565	505	1.069
Anteile Dritter	KEUR	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoergebnis nach Drittanteilen</b>	<b>KEUR</b>	<b>155</b>	<b>93</b>	<b>248</b>	<b>317</b>	<b>565</b>	<b>505</b>	<b>1.069</b>
Nettomarge	%	2,3%	1,2%	1,7%	3,8%	2,5%	5,5%	3,4%
YoY	%	-48,2%	-79,6%	-67,2%	159,6%	-35,6%	n/a	23,6%
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
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>0,02</b>	<b>0,01</b>	<b>0,04</b>	<b>0,05</b>	<b>0,09</b>	<b>0,08</b>	<b>0,17</b>
<b>EPS verwässert</b>	<b>EUR</b>	<b>0,02</b>	<b>0,01</b>	<b>0,03</b>	<b>0,04</b>	<b>0,08</b>	<b>0,07</b>	<b>0,15</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>kEUR</b>	<b>17.694</b>	<b>19.148</b>	<b>20.351</b>	<b>17.312</b>	<b>17.013</b>	<b>17.025</b>	<b>16.550</b>	<b>16.550</b>
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
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>kEUR</b>	<b>9.841</b>	<b>8.567</b>	<b>6.874</b>	<b>8.073</b>	<b>7.840</b>	<b>7.196</b>	<b>8.090</b>	<b>9.337</b>
Forderungen L+L	kEUR	5.489	2.817	3.605	4.035	4.401	4.120	4.516	4.889
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	1.297	2.105
<b>Gesamt Aktiva</b>	<b>kEUR</b>	<b>27.535</b>	<b>27.715</b>	<b>27.225</b>	<b>25.385</b>	<b>24.853</b>	<b>24.221</b>	<b>24.640</b>	<b>25.887</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>kEUR</b>	<b>12.484</b>	<b>14.113</b>	<b>12.406</b>	<b>7.439</b>	<b>7.816</b>	<b>8.929</b>	<b>10.290</b>	<b>12.904</b>
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	-7.146	-4.826
Währungsunterschiede	kEUR	-4.362	-3.846	-3.195	-3.436	-3.516	-3.558	-3.318	-3.078
<b>Langfristige Schulden</b>	<b>kEUR</b>	<b>6.629</b>	<b>187</b>	<b>102</b>	<b>190</b>	<b>196</b>	<b>4.916</b>	<b>3.816</b>	<b>1.822</b>
Finanzschulden	kEUR	6.420	0	0	0	0	4.700	3.600	1.600
Finance Lease Verbindlichkeiten	kEUR	145	91	0	0	0	0	0	0
Latente Steuerschulden	kEUR	64	96	102	190	196	216	216	222
<b>Kurzfristige Schulden</b>	<b>kEUR</b>	<b>8.422</b>	<b>13.415</b>	<b>14.717</b>	<b>17.756</b>	<b>16.841</b>	<b>10.376</b>	<b>10.534</b>	<b>11.160</b>
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	7.412	8.023
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
<b>Gesamt Passiva</b>	<b>kEUR</b>	<b>27.535</b>	<b>27.715</b>	<b>27.225</b>	<b>25.385</b>	<b>24.853</b>	<b>24.221</b>	<b>24.640</b>	<b>25.887</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN



## Bilanz (Normalisierte Fassung)

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	%	<b>64%</b>	<b>69%</b>	<b>75%</b>	<b>68%</b>	<b>68%</b>	<b>70%</b>	<b>67%</b>	<b>64%</b>
Geschäfts- und Firmenwerte	%	48%	49%	52%	56%	58%	59%	58%	55%
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%
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	%	<b>36%</b>	<b>31%</b>	<b>25%</b>	<b>32%</b>	<b>32%</b>	<b>30%</b>	<b>33%</b>	<b>36%</b>
Forderungen L+L	%	20%	10%	13%	16%	18%	17%	18%	19%
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%	5%	8%
<b>Gesamt Aktiva</b>	%	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>45%</b>	<b>51%</b>	<b>46%</b>	<b>29%</b>	<b>31%</b>	<b>37%</b>	<b>42%</b>	<b>50%</b>
Gezeichnetes Kapital	%	10%	14%	14%	23%	25%	3%	3%	2%
Kapitalrücklagen	%	67%	68%	69%	76%	78%	80%	79%	75%
Aktienbasierte Vergütung	%	3%	1%	1%	2%	2%	3%	3%	3%
Gewinnrücklagen	%	-19%	-18%	-27%	-58%	-59%	-34%	-29%	-19%
Währungsunterschiede	%	-16%	-14%	-12%	-14%	-14%	-15%	-13%	-12%
<b>Langfristige Schulden</b>	%	<b>24%</b>	<b>1%</b>	<b>0%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>20%</b>	<b>15%</b>	<b>7%</b>
Finanzschulden	%	23%	0%	0%	0%	0%	19%	15%	6%
Finance Lease Verbindlichkeiten	%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Latente Steuerschulden	%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
<b>Kurzfristige Schulden</b>	%	<b>31%</b>	<b>48%</b>	<b>54%</b>	<b>70%</b>	<b>68%</b>	<b>43%</b>	<b>43%</b>	<b>43%</b>
Finanzschulden	%	3%	23%	20%	34%	35%	10%	0%	0%
Überziehungskredit	%	3%	4%	8%	7%	3%	2%	5%	5%
Finance Lease Verbindlichkeiten	%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten L+L	%	14%	14%	22%	22%	23%	23%	30%	31%
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%
<b>Gesamt Passiva</b>	%	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

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	1.069	2.320
Abschreibungen	KEUR	1.282	1.698	1.363	2.453	1.251	824	873	914
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	241	248
Δ sonstige Aktiva	KEUR	-818	1.471	1.452	-1.455	812	189	-458	-436
Δ Verbindlichkeiten u. a. Passiva	KEUR	-201	-1.819	2.325	61	220	135	1.836	611
Bereinigungen/ geleistete Zinszahlungen	KEUR	-113	-18	-513	-44	-9	-810	0	0
<b>CFO</b>	<b>KEUR</b>	<b>490</b>	<b>407</b>	<b>822</b>	<b>-2.158</b>	<b>2.214</b>	<b>2.204</b>	<b>4.105</b>	<b>3.984</b>
Investitionen Immaterielles Vermögen	KEUR	61	-16	-843	-575	71	-219	-418	-146
Investitionen Sachanlagen	KEUR	-1.861	-1.095	-555	-1.043	-634	-880	179	-767
Bereinigungen	KEUR	-207	164	23	-1.094	-272	-56	0	0
<b>CFI</b>	<b>KEUR</b>	<b>-2.007</b>	<b>-947</b>	<b>-1.375</b>	<b>-2.712</b>	<b>-835</b>	<b>-1.155</b>	<b>-239</b>	<b>-914</b>
<b>FCF</b>	<b>KEUR</b>	<b>-1.517</b>	<b>-540</b>	<b>-553</b>	<b>-4.870</b>	<b>1.379</b>	<b>1.049</b>	<b>3.866</b>	<b>3.070</b>
Barkapitalerhöhungen	KEUR	0	1.367	-12	2.675	320	-5.622	0	0
Δ Finanzverbindlichkeiten	KEUR	-880	-880	-880	3.085	106	-1.631	-3.500	-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	67	-262
<b>CFF</b>	<b>KEUR</b>	<b>60</b>	<b>623</b>	<b>305</b>	<b>5.201</b>	<b>-608</b>	<b>-1.843</b>	<b>-3.433</b>	<b>-2.262</b>
Δ Liquide Mittel	KEUR	-1.596	-26	-135	-165	576	-512	433	808
Liquide Mittel am Anfang der Periode	KEUR	2.722	1.126	1.100	965	800	1.376	864	1.297
<b>Liquide Mittel am Ende der Periode*</b>	<b>KEUR</b>	<b>1.126</b>	<b>1.100</b>	<b>965</b>	<b>800</b>	<b>1.376</b>	<b>864</b>	<b>1.297</b>	<b>2.105</b>

\* Ohne Bank Overdraft

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Segmente

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
<b>Konzern</b>									
Umsatzerlöse	kEUR	38.063	32.005	25.793	26.415	27.683	29.167	31.656	33.926
YoY	%	9,6%	-15,9%	-19,4%	2,4%	4,8%	5,4%	8,5%	7,2%
EBIT	kEUR	2.916	-1.490	-1.704	-3.548	829	2.096	1.983	2.898
EBIT-Marge	%	7,7%	-4,7%	3,8%	-73,8%	2,1%	6,2%	8,0%	8,4%
YoY	%	9,0%	-151,1%	14,4%	108,2%	n/a	152,8%	-5,4%	46,2%
<b>Testronic</b>									
Umsatzerlöse	kEUR	15.002	12.353	13.446	13.954	16.163	19.866	22.793	25.020
YoY	%	7,3%	-17,7%	8,8%	3,8%	15,8%	22,9%	14,7%	9,8%
EBIT	kEUR	1.928	-252	957	916	935	1.527	1.317	1.756
EBIT-Marge	%	12,9%	-2,0%	7,1%	6,6%	5,8%	7,7%	5,8%	7,0%
YoY	%	-31,3%	-113,1%	n/a	-4,3%	2,1%	63,3%	-13,7%	33,3%
<b>Kuju</b>									
Umsatzerlöse	kEUR	23.061	19.652	12.347	12.267	10.988	8.858	8.786	8.906
YoY	%	11,1%	-14,8%	-37,2%	-0,6%	-10,4%	-19,4%	-0,8%	1,4%
EBIT	kEUR	1.908	46	-1.169	-157	1.061	1.661	1.879	2.387
EBIT-Marge	%	8,3%	0,2%	-9,5%	-1,3%	9,7%	18,8%	21,4%	26,8%
YoY	%	31,0%	-97,6%	n/a	-86,6%	n/a	56,6%	13,1%	27,0%
<b>DDP</b>									
Umsatzerlöse	kEUR	0	0	0	194	532	443	77	0
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	174,2%	-16,7%	-82,6%	-100,0%
EBIT	kEUR	0	0	-399	-2.976	-35	284	-24	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	-108,5%	-100,0%
<b>Corporate</b>									
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	-1.190	-1.244
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%	-13,5%	4,6%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN									

## Auf einen Blick I

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
<b>Key Data</b>									
Umsatz	KEUR	38.063	32.005	25.793	26.415	27.683	29.167	31.656	33.926
Rohertrag	KEUR	34.428	27.607	22.035	21.830	25.527	25.484	27.133	29.034
EBITDA	KEUR	4.198	208	-341	-1.095	2.080	2.920	2.856	3.812
EBIT	KEUR	2.916	-1.490	-1.704	-3.548	829	2.096	1.983	2.898
EBT	KEUR	2.067	-1.971	-2.582	-3.791	102	931	1.309	2.560
Nettoergebnis	KEUR	2.118	-279	-2.371	-7.428	105	865	1.069	2.320
Anzahl Mitarbeiter		544	434	366	344	330	349	350	350
<b>Je Aktie</b>									
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	1,85	1,85
EPS (basic)	EUR	0,79	-0,08	-0,63	-1,73	0,02	0,14	0,17	0,37
EPS (verwässert)	EUR	0,74	-0,08	-0,63	-1,73	0,02	0,12	0,15	0,32
BVPS	EUR	4,64	3,88	3,28	1,73	1,29	1,43	1,65	2,07
CFPS	EUR	0,18	0,11	0,22	-0,50	0,37	0,35	0,66	0,64
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	%								29,7%
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>									
Rohertragsmarge	%	90,5%	86,3%	85,4%	82,6%	92,2%	87,4%	85,7%	85,6%
EBITDA-Marge	%	11,0%	0,6%	n/a	n/a	7,5%	10,0%	9,0%	11,2%
EBIT-Marge	%	7,7%	-4,7%	n/a	n/a	3,0%	7,2%	6,3%	8,5%
EBT-Marge	%	5,4%	-6,2%	n/a	n/a	0,4%	3,2%	4,1%	7,5%
Netto-Marge	%	5,6%	-0,9%	n/a	n/a	0,4%	3,0%	3,4%	6,8%
FCF-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	5,0%	3,6%	12,2%	9,0%
ROE	%	16,7%	-2,1%	-17,9%	-74,9%	1,4%	10,3%	11,1%	20,0%
NWC/Umsatz	%	4,6%	-3,0%	-9,2%	-5,4%	-4,4%	-5,0%	-9,1%	-9,2%
Pro-Kopf-Umsatz	KEUR	70,0	73,7	70,5	76,8	83,9	83,6	90,4	96,9
Pro-Kopf-EBIT	KEUR	5,4	-3,4	-4,7	-10,3	2,5	6,0	5,7	8,3
Capex/Umsatz	%	-4,9%	-3,4%	-2,2%	-3,9%	-2,3%	-3,0%	0,6%	-2,3%
<b>Wachstumsraten</b>									
Umsatz	%	9,6%	-15,9%	-19,4%	2,4%	4,8%	5,4%	8,5%	7,2%
Rohertrag	%	16,8%	-19,8%	-20,2%	-0,9%	16,9%	-0,2%	6,5%	7,0%
EBITDA	%	12,9%	-95,0%	n/a	221,1%	n/a	40,4%	-2,2%	33,5%
EBIT	%	9,0%	n/a	14,4%	108,2%	n/a	152,8%	-5,4%	46,2%
EBT	%	24,1%	n/a	31,0%	46,8%	n/a	812,7%	40,6%	95,5%
Nettoergebnis	%	15,7%	n/a	749,8%	213,3%	n/a	723,8%	23,6%	116,9%
EPS	%	15,7%	n/a	715,0%	-6,0%	n/a	700,4%	23,6%	116,9%
CFPS	%	-74,8%	-38,5%	93,7%	n/a	n/a	-3,3%	86,3%	-3,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN									

## Auf einen Blick II

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
<b>Bilanzkennzahlen</b>									
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	8.090	9.337
Eigenkapital	KEUR	12.484	14.113	12.406	7.439	7.816	8.929	10.290	12.904
Verbindlichkeiten	KEUR	15.051	13.602	14.819	17.946	17.037	15.292	14.350	12.983
EK-Quote	%	45,3%	50,9%	45,6%	29,3%	31,4%	36,9%	41,8%	49,8%
Gearing	%	68,1%	55,1%	64,0%	139,1%	120,5%	84,8%	46,5%	21,6%
Working Capital	KEUR	1.751	-962	-2.362	-1.430	-1.226	-1.456	-2.896	-3.135
Capital Employed	KEUR	4.494	1.413	142	1.361	1.136	1.181	-893	-1.132
<b>Enterprise Value</b>									
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	11.548	11.548
Nettoverschuldung	KEUR	7.122	6.404	6.856	9.547	8.043	6.712	3.487	679
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	15.035	12.227
<b>Bewertungskennzahlen</b>									
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	0,47	0,36
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	7,6	4,2
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	10,8	5,0
KBV	x	0,7	0,6	0,8	1,3	0,6	1,0	1,1	0,9
KCF	x	17,6	21,4	12,0	n/a	2,1	4,1	2,8	2,9
FCF-yield	%	-17,6%	-6,2%	-5,6%	-51,4%	29,5%	11,7%	33,5%	26,6%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Cashflow</b>									
Operativer Cashflow	KEUR	490	407	822	-2.158	2.214	2.204	4.105	3.984
Investiver Cashflow	KEUR	-2.007	-947	-1.375	-2.712	-835	-1.155	-239	-914
Free Cashflow	KEUR	-1.517	-540	-553	-4.870	1.379	1.049	3.866	3.070
Finanz Cashflow	KEUR	60	623	305	5.201	-608	-1.843	-3.433	-2.262
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN									

## DCF-Modell

		2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TV
<b>Umsatz</b>	<b>kEUR</b>	<b>31.656</b>	<b>33.926</b>	<b>36.187</b>	<b>38.266</b>	<b>40.031</b>	<b>41.439</b>	<b>42.536</b>	<b>43.419</b>	<b>44.188</b>	<b>44.916</b>	<b>45.639</b>	<b>46.369</b>
Umsatzwachstum	%	8,5%	7,2%	6,7%	5,7%	4,6%	3,5%	2,6%	2,1%	1,8%	1,6%	1,6%	1,6%
<b>EBIT</b>	<b>kEUR</b>	<b>1.983</b>	<b>2.898</b>	<b>3.109</b>	<b>3.307</b>	<b>3.480</b>	<b>3.623</b>	<b>3.740</b>	<b>3.839</b>	<b>3.930</b>	<b>4.017</b>	<b>4.104</b>	<b>3.478</b>
EBIT-Marge	%	6,3%	8,5%	8,6%	8,6%	8,7%	8,7%	8,8%	8,8%	8,9%	8,9%	9,0%	7,5%
Steuerquote (τ)	%	18,3%	9,4%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
<b>EBIT(1-τ)</b>	<b>kEUR</b>	<b>1.619</b>	<b>2.626</b>	<b>2.177</b>	<b>2.315</b>	<b>2.436</b>	<b>2.536</b>	<b>2.618</b>	<b>2.688</b>	<b>2.751</b>	<b>2.812</b>	<b>2.873</b>	<b>2.434</b>
Reinvestment	kEUR	-239	-914	-1.063	-1.255	-1.472	-1.684	-1.833	-1.870	-1.834	-1.804	-1.805	-340
<b>FCFF</b>	<b>kEUR</b>	<b>1.380</b>	<b>1.713</b>	<b>1.114</b>	<b>1.060</b>	<b>964</b>	<b>852</b>	<b>785</b>	<b>818</b>	<b>916</b>	<b>1.008</b>	<b>1.068</b>	<b>2.095</b>
WACC	%	11,4%	11,4%	11,1%	10,8%	10,5%	10,1%	9,8%	9,5%	9,2%	8,9%	8,6%	8,6%
<b>PV(FCFF)</b>	<b>kEUR</b>	<b>1.380</b>	<b>1.538</b>	<b>900</b>	<b>774</b>	<b>637</b>	<b>511</b>	<b>429</b>	<b>408</b>	<b>418</b>	<b>423</b>	<b>412</b>	
Terminal Cashflow	kEUR	2.095											
Terminal Cost of Capital	kEUR	8,6%											
Insolvenzwahrscheinlichkeit im TV	%	3,0%											
Terminal Value	kEUR	20.319											
PV (Terminal Value)	kEUR	7.841											
PV (Detail- und Grobplanungsphase)	kEUR	7.829											
<b>Wert der operativen Assets</b>	<b>kEUR</b>	<b>15.670</b>											
										<b>TV CAGR</b>			
										<b>EUR</b>	<b>0,7%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,3%</b>
										<b>4,5%</b>	2,24	2,13	2,02
										1,90	1,78	1,66	1,53
Finanzschulden	kEUR	-1.600								2,07	1,94	1,82	1,69
Überziehungskredit	kEUR	-1.184								2,23	2,11	1,98	1,85
Cash	kEUR	2.105								<b>2,40</b>	2,28	2,14	2,01
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>kEUR</b>	<b>14.991</b>								2,57	2,44	2,31	2,17
Anzahl Aktien	1,000	6.242								2,74	2,61	2,47	2,32
<b>Wert je Aktie (verwässert)</b>	<b>EUR</b>	<b>2,40</b>								2,90	2,77	2,63	2,48
<b>TV EBIT-Marge</b>													
										10,5%	3,27	3,15	3,03
										2,90	2,77	2,63	2,48

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Studie wurde erstellt durch die

**Sphene**capital

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

#### Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH erstellt und ist in der Bundesrepublik Deutschland nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise 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)
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.