

**Empfehlung:** **Kaufen**

**Kursziel:** **1,20 Euro**

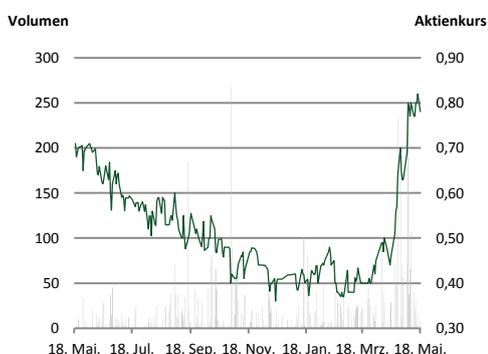
**Kurspotenzial:** **+54 Prozent**

**Aktiendaten**

Kurs (Schlusskurs Vortag)	0,78 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	19,15
Marktkap. (in Mio. Euro)	15,0
Enterprise Value (in Mio. Euro)	17,8
Ticker	O5H
ISIN	CH0022237009

**Kursperformance**

52 Wochen-Hoch (in Euro)	0,84
52 Wochen-Tief (in Euro)	0,35
3 M relativ zum CDAX	+91,1%
6 M relativ zum CDAX	+45,8%



Quelle: Capital IQ

**Aktionärsstruktur**

Streubesitz	69,0%
René C. Jäggi	10,3%
Heinrich Dattler	9,8%
Robert E. Züllig	5,7%
Patrick Winkler	5,2%

**Termine**

Generalversammlung	23. Juni 2015
Q2 Bericht	27. August 2015

**Prognosen Anpassung**

	2015e	2016e	2017e
Umsatz (alt)	8,9	10,5	12,6
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	0,8	1,6	2,7
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	0,02	0,05	0,08
Δ in %	-	-	-

**Analysten**

Alexander Braun	Alexander Drews
+49 40 41111 37 77	+49 40 41111 37 84
a.braun@montega.de	a.drews@montega.de

**Publikation**

Comment	19. Mai 2015
---------	--------------

**Aufwärtstrend bestätigt**

OpenLimit hat heute Q1-Zahlen berichtet, die den Aufwärtstrend des Unternehmens bestätigen. Der Umsatz stieg um 18% auf 1,36 Mio. Euro. Der EBIT-Verlust wurde um rund 100 Tausend Euro auf 0,36 Mio. Euro reduziert. Die wesentlichen Kennzahlen sind nachfolgend dargestellt.

OpenLimit Holding AG - Kennzahlen	Q1/15	Q1/14	yoy
Umsatz	1,4	1,2	18%
EBITDA	0,3	0,1	n.m.
EBIT	-0,4	-0,5	n.m.
EPS	-0,03	-0,03	n.m.

Quelle: Unternehmen

Angaben in Mio. Euro, EPS in Euro

Das Wachstum ist vor allem auf laufende Großaufträge, wie z.B. den Konnektor, zurückzuführen. Den nochmals gesenkten Betriebskosten standen höhere Aufwendungen aus Abschreibungen auf aktivierte Entwicklungsprojekte und negative Währungseffekte gegenüber, so dass sich das Nettoergebnis nur geringfügig verbesserte. Mit einem Cash-Bestand von 0,23 Mio. Euro war die Liquiditätssituation erneut angespannt. Hintergrund ist ein gestiegener Forderungsbestand, der jedoch laut Vorstand nach dem Bilanzstichtag deutlich abgebaut werden konnte. Insgesamt wird im Laufe des Jahres mit einer wesentlichen Verbesserung der Forderungsstruktur gerechnet.

Für 2015 bleiben die Unternehmensziele unverändert. So wird mit einem Wachstum im hohen einstelligen Prozentbereich und einer Verbesserung der Profitabilität gerechnet. Wachstumstreiber dürften vor allem zusätzliche Entwicklungsanforderungen aus dem Projekt Konnektor (Change Request) sowie steigende Umsätze mit truedentity sein.

Wir gehen weiterhin davon aus, dass 2015 ein Übergangsjahr sein wird, in dem OpenLimit eine moderate Umsatz- und Ergebnisverbesserungen erzielen wird. Erst ab 2016 wird es u.E. zu einer deutlichen Wachstumsbeschleunigung kommen, die durch die folgenden zwei Projekte getragen wird:

- **Smart Meter Gateway:** Laut Bundeswirtschaftsministerium soll der Rollout zum 01.01.2017 beginnen. OpenLimit dürfte daher bereits in 2016 erste größere Umsätze mit Feldtests realisieren.
- **Konnektor:** Mitte 2016 ist der bundesweite Rollout der Telematikinfrastruktur im Gesundheitswesen geplant, der zu einem deutlichen Anstieg der Erlöse führen sollte.

**Fazit:** Trotz der bereits sehr guten Kursentwicklung in den letzten Monaten sehen wir weiteres Upsidepotenzial für die Aktie. Wir bestätigen daher unsere Kaufempfehlung.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	7,0	8,1	8,9	10,5	12,6
Veränderung yoy	12,0%	16,0%	10,3%	18,0%	20,0%
EBITDA	2,2	3,3	3,6	4,6	5,8
EBIT	-0,4	0,6	0,8	1,6	2,7
Jahresüberschuss	-0,6	0,1	0,3	1,0	1,5
Rohrertragsmarge	132,6%	133,6%	129,7%	123,5%	117,4%
EBITDA-Marge	31,0%	40,5%	40,9%	43,5%	46,0%
EBIT-Marge	-5,7%	7,8%	9,3%	15,6%	21,6%
Net Debt	2,1	2,8	3,1	3,1	2,7
Net Debt/EBITDA	1,0	0,9	0,8	0,7	0,5
ROCE	-4,3%	6,0%	7,4%	13,6%	20,9%
EPS	-0,03	0,01	0,02	0,05	0,08
FCF je Aktie	-0,12	-0,03	0,00	0,00	0,02
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	2,6	2,2	2,0	1,7	1,4
EV/EBITDA	8,2	5,4	4,9	3,9	3,1
EV/EBIT	n.m.	28,2	21,5	10,9	6,5
KGV	n.m.	78,1	39,1	15,6	9,8
P/B	1,9	1,8	1,8	1,6	1,4

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 0,78

**UNTERNEHMENSHINTERGRUND**

Die OpenLimit Holding AG (gegründet 2002) ist ein international führender Anbieter von Softwarelösungen im Bereich elektronische Signatur. Der Hauptsitz des Unternehmens ist Baar (Schweiz). Daneben hat OpenLimit eine Tochtergesellschaft (OpenLimit SignCubes GmbH) mit Sitz in Berlin. Derzeit beschäftigt das Unternehmen insgesamt 68 Mitarbeiter.

OpenLimit bietet ein modulares System von Software-Komponenten zur Erzeugung und Prüfung qualifizierter und fortgeschrittener Signaturen, zur elektronischen Authentifizierung sowie zur beweisichernden Langzeitarchivierung von digitalen Dokumenten.

Die einzelnen Module verknüpft OpenLimit zu maßgeschneiderten Lösungen, die als Client-, Server- oder Integrationslösung eingesetzt werden können – und im Ergebnis die Sicherheit, Qualität und Geschwindigkeit von Prozessen steigern. Jede Lösung von OpenLimit baut auf den SignCubes-Basiskomponenten auf, die vom deutschen Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik nach dem international höchsten Sicherheitsstandard (Common Criteria EAL 4+) für Software-Produkte zertifiziert worden sind.

**Einzartige Positionierung im Zukunftsmarkt digitale Signatur**

Die Signatur Software von OpenLimit:

- ...genießt das weltweit höchste Sicherheitsniveau Common Criteria EAL4+ (bisher einziger Anbieter, der diesen Standard erfüllt).
- Die Vertrauenswürdigkeit der Signatur ist von staatlicher Seite bestätigt.
- Die Signaturen sind konform zum deutschen Signaturgesetz (SiG, SigV)
- Die Signatur-Software erfüllt internationale Standards für elektronische Signaturen, Verschlüsselung und Public-Key-Infrastrukturen.
- Die Signatur-Software genügt handels- und steuerrechtlichen Vorschriften (UstG, GdPDU).
- Aktuell laufen Zertifizierungen für Barrierefreiheit (einziger Anbieter) und eCard-API-Konformität.

**Produkte**

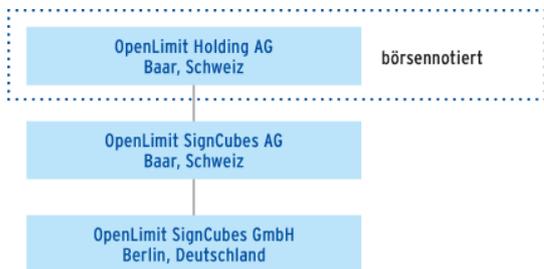
OpenLimit bietet zahlreiche Produkte und Dienstleistungen im Bereich der digitalen Signatur sowie Lösungen für elektronische Archive an, die hier auszugsweise dargestellt werden sollen:

**Digitale Signaturlösungen**

**AusweisApp**

Die AusweisApp ermöglicht es dem Inhaber des neuen Personalausweises (nPA) und anderer Chipkarten sich auf dem elektronischen Weg identifizieren zu können, zum Beispiel beim Besuch der Internetseite einer Behörde. Die Software soll auf dem Computer (im Fachjargon Client) der sich identifizierenden Person (des Bürgers) laufen und eine Identifikation über einen sicheren Server (eID-Server) ermöglichen. Ein besonderer Schwerpunkt wurde hierbei auf den Schutz persönlicher Daten gelegt: Nur berechnigte Anbieter von Dienstleistungen, die also über ein Berechtigungszertifikat verfügen, dürfen die Daten des Ausweises abfragen.

Das Bundesministerium des Innern (BMI) hat den Generalunternehmer Siemens IT Solutions and Services sowie die Bundesdruckerei und OpenLimit Anfang November 2009 beauftragt, die Anwendersoftware für den neuen Personalausweis zu erstellen. Die



Quelle: OpenLimit Holding AG

PC & Signatur-Software OpenLimit CC Sign



Quelle: OpenLimit Holding AG

Fertigstellung der Software erfolgte im November 2010, dem Datum an dem auch die Ausgabe des neuen Personalausweises startete.

In der technischen Definition ist die AusweisApp eine Middleware gemäß eCard API Framework TR-03112 des Bundesamtes für Sicherheit in der Informationstechnik (BSI), die die Kommunikation zu Kartenlesegerät, Chipkarte und der Serverkomponente eID-Server herstellt.

#### **Beschreibung nPA**

Der neue Ausweis ist nur noch so groß wie eine EC-Karte. Statt auf einem Magnetstreifen sind die Daten (Identität, elektronisches Foto, digitaler Fingerabdruck möglich) verschlüsselt auf einem RFID-Chip gespeichert. Dabei ist der nPA mit der Funktion des elektronischen Identitätsnachweises ausgerüstet. Die Ausweisinhaber können ein Zertifikat für die qualifizierte elektronische Signatur auf ihren Personalausweis laden. Damit können Prozesse wie Log-in, Adressverifikation und Altersnachweis wirtschaftlicher und schneller realisiert werden.

#### **OpenLimit eID-Server**

Hierbei handelt es sich um die Basis der eID-Funktion zur Authentisierung in eCommerce- und eGovernment-Anwendungen. Der OpenLimit eID-Server übernimmt im Hintergrund die sichere Abwicklung der Authentisierungsvorgänge zwischen dem AusweisApp und dem jeweiligen Dienstanbieter. Es wird bei jeder Online-Datenabfrage vom nPA (z.B. Name, Anschrift, Alter) durch einen dazu berechtigten Webshop eingeschaltet. Außerdem bietet der eID-Server eine einfache Integrationsschnittstelle an, auf deren Basis die Funktionalität zur Online-Authentisierung in bestehende Systeme aufgenommen werden kann.

#### **OpenLimit CC Sign**

Ermöglicht die Erstellung von qualifizierten oder fortgeschrittenen Signaturen sowie die Prüfung vorhandener Signaturen auf ihre Gültigkeit. Dabei können Dokumente per Mausklick signiert und in ein für die Langzeitarchivierung geeignetes Format (PDF/A) konvertiert werden. OEM-Produkte wie z.B. S-TRUST Sign-it basieren auf dieser Basistechnologie.

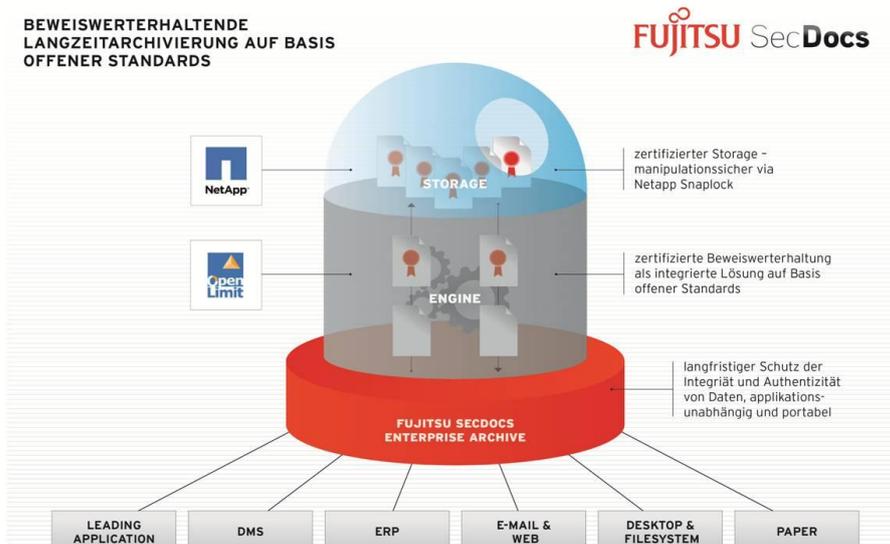
#### **OpenLimit Batch**

Mit den elektronischen Signaturlösungen von OpenLimit können papierbasierte Geschäftsprozesse durchgängig digital und damit äußerst effizient abgebildet werden. OpenLimit Batch wurde speziell für Anwender entwickelt, die viele Dokumente gleichzeitig in einem Arbeitsgang signieren und im Ergebnis Zeit und Geld einsparen wollen. So können beispielsweise dutzende elektronische Rechnungen qualifiziert mit einem Mausklick unterzeichnet und damit die Möglichkeit zum Vorsteuerabzug nach deutschem Recht gesichert werden.

#### **Lösungen für elektronische Archive**

##### **Fujitsu SecDocs**

SecDocs setzt auf den OpenLimit Middleware-Komponenten für die Langzeitspeicherung auf. Das Produkt wird über eine Kooperation mit Fujitsu international vertrieben. In 2010 hat Fujitsu die Zertifikats-ID für die Zertifizierung durch das Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik (BSI) erhalten. Damit ist SecDocs die erste Lösung, die bezüglich der für die Beweiswerterhaltung bei der Langzeitarchivierung entscheidenden Basistechnologien vom BSI evaluiert - und im Ergebnis die weltweit erste Zertifizierung gemäß der internationalen Sicherheitskriterien „Common Criteria EAL4+“ auf Grundlage des ArchiSafe-Schutzprofils und der Technischen Richtlinie 03125 erhalten wird. SecDocs ist damit für den Einsatz auch jenseits der EU-Grenze wie etwa in asiatischen Ländern oder den USA bereit.



Eine Komponente von SecDocs ist MigSafe. Mit diesem Produkt bietet OpenLimit seinen Kunden eine Middleware-Komponente für die sichere und effiziente Beweiswerterhaltung elektronischer Dokumente. Jedes beliebige Dokument wird mit Zeitstempel, elektronischer Signatur und einer eindeutigen Identifikationsnummer versehen. So können die gespeicherten Dokumente inklusive aller Prozessdaten auch nach Jahrzehnten wiedergefunden werden. Für die Kunden resultiert hieraus ein erhebliches Einsparpotential (Papierkosten, Druckkosten,...) sowie Rechtssicherheit (langfristige Gewährleistung der vollen gesetzlichen Beweiskraft elektronisch signierter Dokumente) im Umgang mit den Dokumenten.

### Authentisierungsverfahren

#### truidentity

Mit truidentity bietet OpenLimit eine 2-Faktor-Authentisierungs-Lösung, die sich an der Technologie des neuen Personalausweises und den technischen Richtlinien des Bundesamtes für Sicherheit in der Informationstechnologie (BSI) orientiert. Je nach Anforderung unterstützt truidentity verschiedenste Identitätsverfahren mit unterschiedlichen Sicherheitsanforderungen. Anwendungsgebiete sind beispielsweise die verlässliche Identitätsfeststellung bei Cloud-Diensten oder mobilen Endgeräten.

### Lösungen für sichere Kommunikation

#### Smart Meter Gateway

OpenLimit entwickelt zusammen mit dem Partner Power Plus Communications (PPC) das erste BSI zertifizierte Smart Meter Gateway (SMG). Dieses sichert die Kommunikation von Stromzählerdaten an Energieversorger und Endverbraucher. Angesichts des beschlossenen Smart Meter Roll-out in Deutschland, ergibt sich für OpenLimit in den nächsten Jahren ein enormes Absatzpotenzial.

#### Konnektor

Im Zuge der Einführung der elektronischen Gesundheitskarte wird eine bundesweite Kommunikationsplattform - die Telematikinfrastruktur - im Gesundheitswesen aufgebaut. Als dezentrale Komponente zur sicheren Anbindung von Primärsystemen der Leistungserbringer an die Telematikinfrastruktur fungiert der Konnektor. Der Konnektor beinhaltet zwei Komponenten, den Netz und den Anwendungskonnektor. Der Netzkonnektor baut eine sichere Verbindung zur Telematikinfrastruktur und den beim

Leistungserbringer befindlichen Kartenterminals auf. Der Anwendungskonnektor realisiert die Kommunikation mit den Fachdiensten der zentralen Telematikinfrastruktur. Weiterhin unterstützt der Konnektor den Basisdienst elektronische Signatur.

### Management

**Marc Gurov (CEO)** wurde 1973 in Deutschland geboren. Seit 2009 ist er CEO von OpenLimit. Er besuchte die Schule in Deutschland und in den Vereinigten Staaten. Anschließend studierte er International Business an der Florida Atlantic University in Boca Raton, Florida. Nach Absolvierung des Studiums war Herr Gurov für verschiedene Unternehmen als freier Mitarbeiter in den Vereinigten Staaten mit Schwerpunkt Marketing und Beratung tätig. Seit 2003 ist Marc Gurov in verschiedenen Funktionen für die OpenLimit Group tätig.

**Christian Fuessinger (CFO)** wurde 1973 in Österreich geboren. Er ist seit Juli 2010 Chief Financial Officer & Head of Corporate Affairs und Mitglied der Geschäftsleitung. Nach Abschluss seiner Diplom- und Masterstudien mit Fokus Finanzwesen und Internationales Management war er 10 Jahre bei der Credit Suisse in London tätig. Zuletzt führte er als Director und Co-Head der Buyside Insights Group ein Team von Corporate Finance und Shareholder Value-Experten, welches er 2002 mit gegründet hatte. Zuvor war Herr Fuessinger mehr als drei Jahre lang im Bereich Corporate Finance sowie M&A der CSFB Technology Group tätig und hat davor weitere Investmentbanking-Erfahrung bei Dresdner Kleinwort Benson in Frankfurt gesammelt.

**Armin Lunkeit** (geb. Mai 1978) ist als **Chief Development Officer** seit Dezember 2007 Mitglied der Geschäftsleitung der OpenLimit Group. Er absolvierte ein Studium der Mikrosystemtechnik an der Fachhochschule für Technik und Wirtschaft in Berlin, das er im Jahr 2002 als Dipl. Ing (FH) abschloss. Bereits im Jahr 2000 begann Armin Lunkeit mit der Softwareentwicklung. Nach Abschluss seines Studiums war er bei der OpenLimit SignCubes GmbH zunächst im Bereich der Produktentwicklung beschäftigt, bis er seine jetzige Position übernahm.

**Reinhard Stüber** (Jahrgang 1952) ist als **Senior Vice President** Mitglied der Geschäftsleitung der OpenLimit Group. Er studierte Ingenieurwissenschaften (Dipl. Ing.) mit Schwerpunkt Wasserbau an der Ingenieurhochschule für Wasserwirtschaft in Magdeburg, Deutschland. Von 1973 bis 1993 arbeitete er für verschiedene deutsche Unternehmen als Ingenieur. Anschließend war er Leiter der Abteilung Software bei der UVE GmbH. Im Jahre 2001 übernahm er die Position Business Development der OpenLimit SignCubes AG und seit Januar 2009 repräsentiert Reinhard Stüber das Unternehmen in ausgewählten Projekten.

**Maik Pogoda** ist seit Anfang April 2014 Chief Commercial Officer (CCO) und Mitglied der Geschäftsführung der OpenLimit Gruppe. Er ist verantwortlich für die Bereiche Vertrieb, Marketing und Geschäftsentwicklung. Herr Pogoda arbeitete zuvor u.a. für die Bundesdruckerei und den Marktführer bei sicheren Identitätslösungen HID Global.

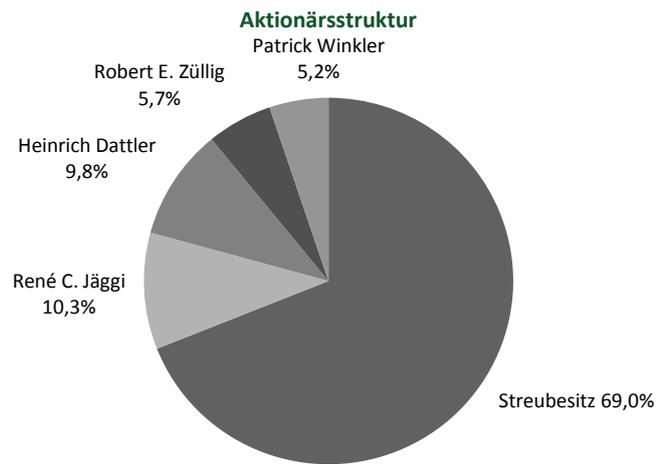
Das operative Management wird durch einen erfahrenen Verwaltungsrat unterstützt.

**René C. Jäggi** ist Delegierter und Präsident des Verwaltungsrates der OpenLimit Holding AG. Zuvor war er u.a. Vorstandsvorsitzender von Adidas sowie dem ehemaligen Bundesligaverein 1. FC Kaiserslautern.

**Prof. Radu Popescu-Zeletin** ist seit 1987 Professor an der Technischen Universität Berlin und Institutsleiter des Fraunhofer-Instituts für Offene Kommunikationssysteme (FOKUS). Als international anerkannter Experte berät Prof. Popescu-Zeletin zahlreiche Hightech-Konzerne sowie nationale und internationale Gremien. Er ist Gründer mehrerer Unternehmen im Bereich Telekommunikation. Seit November 2011 ist er Mitglied des Verwaltungsrats der OpenLimit Holding AG.

### Aktionärsstruktur

Der größte Einzelaktionär bei der OpenLimit Holding AG ist mit einem Anteil von 10,3% René Jäggi. Er ist aktuell Präsident und Delegierter des Verwaltungsrates von OpenLimit. Von 1987 bis 1992 war Herr Jäggi CEO von Adidas. Danach bekleidete er Vorstandsposten beim FC Basel und dem 1. FC Kaiserslautern. Herr Dattler hält einen Anteil von 9,8%. Er ist Gründer der OpenLimit SignCubes AG und leitete das Unternehmen als CEO und Delegierter des Verwaltungsrats bis Dezember 2008. Weitere Aktionäre sind Robert E. Züllig mit 5,7% und Patrick Winkler mit 5,2% der Stimmrechte. Die restlichen 69,0% der Anteile befinden sich im Streubesitz.



Quelle: Unternehmen

ANHANG

DCF Modell

Angaben in Mio.Euro	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	<b>8,9</b>	<b>10,5</b>	<b>12,6</b>	<b>15,1</b>	<b>16,6</b>	<b>18,0</b>	<b>19,2</b>	<b>19,7</b>
<i>Veränderung</i>	10,3%	18,0%	20,0%	20,0%	10,0%	8,0%	7,0%	2,5%
<b>EBIT</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>
<i>EBIT-Marge</i>	9,3%	15,6%	21,6%	22,5%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
<b>NOPAT</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>
<b>Abschreibungen</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>	<b>3,2</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>
<i>in % vom Umsatz</i>	31,7%	28,0%	24,3%	21,2%	21,0%	18,0%	15,0%	13,4%
<b>Liquiditätsveränderung</b>								
- Working Capital	0,3	-0,1	0,0	-0,9	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1
- Investitionen	-3,7	-3,9	-4,1	-3,4	-3,8	-3,7	-4,0	-2,7
<i>Investitionsquote</i>	41,6%	37,1%	32,5%	22,5%	23,0%	20,7%	20,7%	13,5%
<b>Übriges</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Free Cash Flow (WACC-Modell)</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>2,6</b>
<b>WACC</b>	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
Present Value	0,3	0,3	1,0	1,3	1,3	1,2	0,8	19,7
<b>Kumuliert</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>1,7</b>	<b>3,0</b>	<b>4,3</b>	<b>5,4</b>	<b>6,2</b>	<b>26,0</b>

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	26,0
Terminal Value	19,7
Anteil vom Tpv-Wert	76%
Verbindlichkeiten	3,8
Liquide Mittel	1,0
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>23,2</b>

Modellparameter

Aktienzahl (Mio.)	19,15
<b>Wert je Aktie (Euro)</b>	<b>1,20</b>
<b>+Upside / -Downside</b>	<b>54%</b>
<b>Aktienkurs (Euro)</b>	<b>0,78</b>
Fremdkapitalquote	30,0%
Fremdkapitalzins	6,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%
Beta	1,40
WACC	9,4%
ewiges Wachstum	2,5%

Quelle: Montega

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2015-2018	19,3%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2015-2020	15,1%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2022	2,5%
EBIT-Marge	2015-2018	17,3%
EBIT-Marge	2015-2020	18,2%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2022	20,0%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

	ewiges Wachstum				
WACC	1,75%	2,25%	2,50%	2,75%	3,25%
9,88%	1,01	1,06	1,09	1,13	1,20
9,63%	1,05	1,11	1,15	1,18	1,26
<b>9,38%</b>	<b>1,10</b>	<b>1,17</b>	<b>1,20</b>	<b>1,24</b>	<b>1,33</b>
9,13%	1,15	1,22	1,26	1,30	1,40
8,88%	1,21	1,28	1,33	1,37	1,48

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

	EBIT-Marge ab 2022e				
WACC	16,00%	18,00%	20,00%	22,00%	24,00%
9,88%	0,91	1,00	1,10	1,20	1,30
9,63%	0,95	1,05	1,15	1,26	1,36
<b>9,38%</b>	<b>0,99</b>	<b>1,10</b>	<b>1,21</b>	<b>1,32</b>	<b>1,42</b>
9,13%	1,04	1,16	1,27	1,38	1,50
8,88%	1,09	1,21	1,33	1,45	1,57

G&V (in Mio. Euro) OpenLimit Holding AG	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Umsatz</b>	<b>7,0</b>	<b>8,1</b>	<b>8,9</b>	<b>10,5</b>	<b>12,6</b>
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviert Eigenleistungen	2,4	3,0	3,0	3,1	3,2
<b>Gesamtleistung</b>	<b>9,4</b>	<b>11,0</b>	<b>11,9</b>	<b>13,6</b>	<b>15,8</b>
Materialaufwand	0,2	0,3	0,4	0,6	1,0
<b>Rohertrag</b>	<b>9,2</b>	<b>10,8</b>	<b>11,5</b>	<b>13,0</b>	<b>14,8</b>
Personalaufwendungen	5,5	6,0	6,2	6,5	6,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,6	1,5	1,7	1,9	2,2
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>2,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>4,6</b>	<b>5,8</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
<b>EBITA</b>	<b>2,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>	<b>4,4</b>	<b>5,6</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9
<b>EBIT</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,7</b>
Finanzergebnis	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-1,0
<b>EBT</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>
EE-Steuern	0,0	0,1	0,0	0,2	0,3
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) OpenLimit Holding AG	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Bestandsveränderungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktiviert Eigenleistungen	34,8%	36,8%	33,7%	29,5%	25,4%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>134,8%</b>	<b>136,8%</b>	<b>133,7%</b>	<b>129,5%</b>	<b>125,4%</b>
Materialaufwand	2,3%	3,3%	4,0%	6,0%	8,0%
<b>Rohertrag</b>	<b>132,6%</b>	<b>133,6%</b>	<b>129,7%</b>	<b>123,5%</b>	<b>117,4%</b>
Personalaufwendungen	78,5%	74,6%	69,7%	61,9%	54,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	23,0%	18,4%	19,1%	18,1%	17,5%
Sonstige betriebliche Erträge	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA</b>	<b>31,0%</b>	<b>40,5%</b>	<b>40,9%</b>	<b>43,5%</b>	<b>46,0%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,4%	0,8%	1,3%	1,3%	1,3%
<b>EBITA</b>	<b>29,6%</b>	<b>39,7%</b>	<b>39,6%</b>	<b>42,2%</b>	<b>44,7%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	35,3%	31,9%	30,3%	26,7%	23,0%
<b>EBIT</b>	<b>-5,7%</b>	<b>7,8%</b>	<b>9,3%</b>	<b>15,6%</b>	<b>21,6%</b>
Finanzergebnis	-2,7%	-4,6%	-5,3%	-4,1%	-7,9%
<b>EBT</b>	<b>-8,3%</b>	<b>3,2%</b>	<b>4,0%</b>	<b>11,5%</b>	<b>13,7%</b>
EE-Steuern	0,4%	1,5%	0,4%	1,7%	2,1%
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-8,8%</b>	<b>1,7%</b>	<b>3,6%</b>	<b>9,8%</b>	<b>11,7%</b>
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-8,8%</b>	<b>1,7%</b>	<b>3,6%</b>	<b>9,8%</b>	<b>11,7%</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in Mio. Euro) OpenLimit Holding AG	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>AKTIVA</b>					
Immaterielle Vermögensgegenstände	4,9	5,3	5,6	5,9	6,2
Sachanlagen	0,1	0,1	0,7	1,4	2,1
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>5,0</b>	<b>5,4</b>	<b>6,3</b>	<b>7,2</b>	<b>8,3</b>
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5,9	6,3	6,1	6,5	6,9
Liquide Mittel	0,6	1,0	0,9	1,0	1,3
Sonstige Vermögensgegenstände	0,9	0,8	0,9	0,8	0,9
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>7,4</b>	<b>8,1</b>	<b>7,8</b>	<b>8,4</b>	<b>9,0</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>12,4</b>	<b>13,5</b>	<b>14,1</b>	<b>15,6</b>	<b>17,3</b>
<b>PASSIVA</b>					
<b>Eigenkapital</b>	<b>8,0</b>	<b>8,1</b>	<b>8,4</b>	<b>9,5</b>	<b>10,9</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Rückstellungen	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5
Zinstragende Verbindlichkeiten	2,5	3,5	3,5	3,7	3,5
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,7	1,6	1,7	2,0	2,4
Sonstige Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>4,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>	<b>6,2</b>	<b>6,4</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>12,4</b>	<b>13,5</b>	<b>14,1</b>	<b>15,6</b>	<b>17,3</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) OpenLimit Holding AG	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>AKTIVA</b>					
Immaterielle Vermögensgegenstände	39,3%	39,1%	39,5%	37,6%	35,7%
Sachanlagen	0,9%	0,8%	4,9%	8,7%	12,1%
Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>40,2%</b>	<b>39,9%</b>	<b>44,4%</b>	<b>46,3%</b>	<b>47,7%</b>
Vorräte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	47,3%	46,8%	43,3%	41,7%	39,9%
Liquide Mittel	5,0%	7,2%	6,3%	6,7%	7,4%
Sonstige Vermögensgegenstände	7,3%	6,3%	6,0%	5,4%	4,9%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>59,6%</b>	<b>60,3%</b>	<b>55,5%</b>	<b>53,8%</b>	<b>52,2%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>					
<b>Eigenkapital</b>	<b>64,3%</b>	<b>60,1%</b>	<b>59,8%</b>	<b>60,6%</b>	<b>63,1%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
Rückstellungen	1,6%	2,5%	3,5%	3,2%	2,9%
Zinstragende Verbindlichkeiten	20,5%	25,6%	24,5%	23,4%	20,0%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Sonstige Verbindlichkeiten	35,5%	40,1%	40,2%	39,6%	36,8%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>35,5%</b>	<b>40,1%</b>	<b>40,2%</b>	<b>39,6%</b>	<b>36,8%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

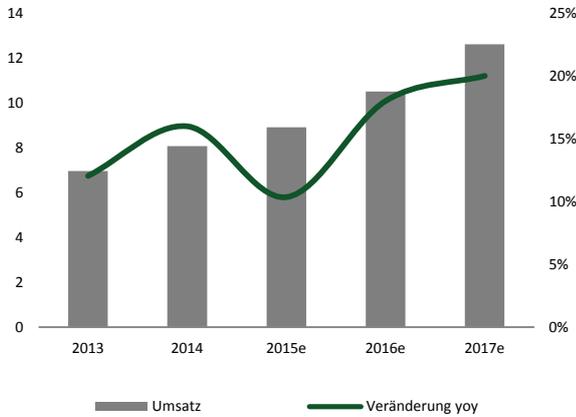
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) OpenLimit Holding AG	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-0,6	0,1	0,3	1,0	1,5
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>2,2</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>
Veränderung Working Capital	-2,0	-0,5	0,3	-0,1	0,0
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>0,2</b>	<b>2,4</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	<b>4,5</b>
CAPEX	-2,5	-3,0	-3,7	-3,9	-4,1
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,9</b>	<b>-4,1</b>
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	1,0	1,0	0,0	0,2	-0,2
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,2</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

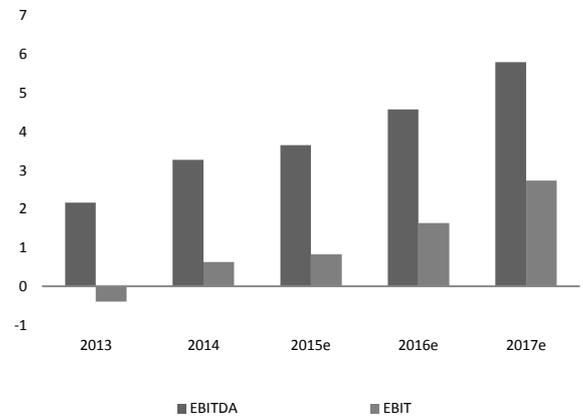
Kennzahlen OpenLimit Holding AG	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Ertragsmargen</b>					
Rohertragsmarge (%)	132,6%	133,6%	129,7%	123,5%	117,4%
EBITDA-Marge (%)	31,0%	40,5%	40,9%	43,5%	46,0%
EBIT-Marge (%)	-5,7%	7,8%	9,3%	15,6%	21,6%
EBT-Marge (%)	-8,3%	3,2%	4,0%	11,5%	13,7%
Netto-Umsatzrendite (%)	-8,8%	1,7%	3,6%	9,8%	11,7%
<b>Kapitalverzinsung</b>					
ROCE (%)	-4,3%	6,0%	7,4%	13,6%	20,9%
ROE (%)	-7,3%	1,7%	3,9%	12,2%	15,5%
ROA (%)	-4,9%	1,0%	2,2%	6,6%	8,5%
<b>Solvenz</b>					
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	2,1	2,8	3,1	3,1	2,7
Net Debt / EBITDA	1,0	0,9	0,8	0,7	0,5
Net Gearing (Net Debt/EK)	0,3	0,3	0,4	0,3	0,2
<b>Kapitalfluss</b>					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-2,3	-0,6	-0,1	0,0	0,4
Capex / Umsatz (%)	36%	38%	42%	37%	33%
Working Capital / Umsatz (%)	46%	55%	51%	42%	36%
<b>Bewertung</b>					
EV/Umsatz	2,6	2,2	2,0	1,7	1,4
EV/EBITDA	8,2	5,4	4,9	3,9	3,1
EV/EBIT	-	28,2	21,5	10,9	6,5
EV/FCF	-	-	-	-	40,9
KGV	-	78,1	39,1	15,6	9,8
P/B	1,9	1,8	1,8	1,6	1,4
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

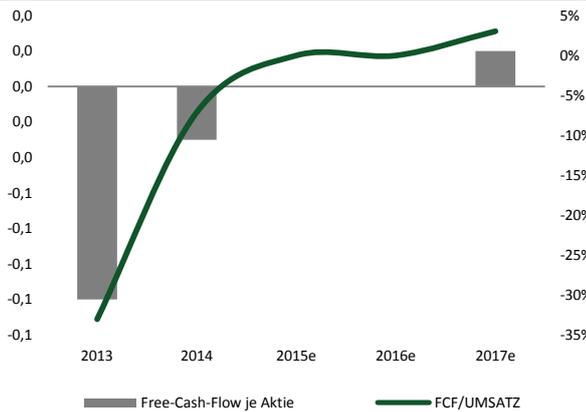
Umsatzentwicklung



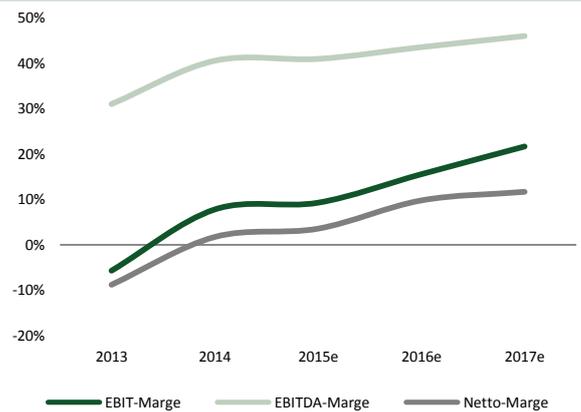
Ergebnisentwicklung



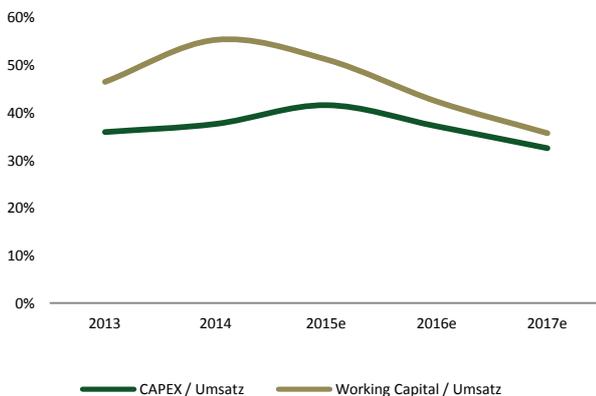
Free-Cash-Flow Entwicklung



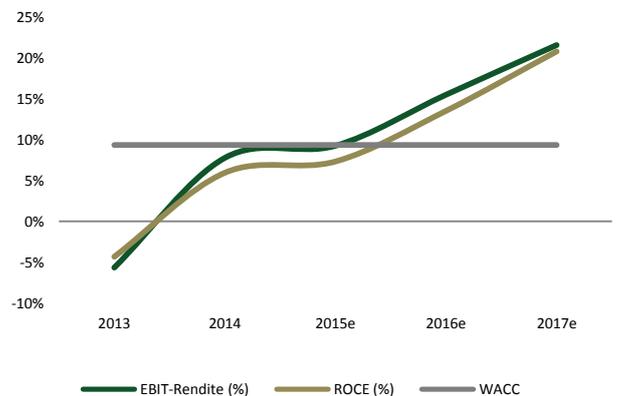
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



Ebit-Rendite / ROCE



## DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind.

Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten.

Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnete Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weiter-geleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

### **Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über mögliche Interessenkonflikte (Stand: 19.05.2015):**

Montega AG hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

### **Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 19.05.2015):**

Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

### **Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile:**

Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

### **Bedeutung des Anlageurteils:**

- Kaufen:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.
- Halten:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.
- Verkaufen:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

### **Zuständige Aufsichtsbehörde:**

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Lurgiallee 12

60439 Frankfurt

## Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Ersteinschätzung)	23.04.2010	1,71	2,50	+46%
Kaufen	07.05.2010	1,69	2,50	+48%
Kaufen	17.08.2010	1,37	2,50	+82%
Kaufen	27.08.2010	1,48	2,50	+69%
Kaufen	06.09.2010	1,44	2,50	+74%
Kaufen	29.11.2010	1,74	2,45	+41%
Kaufen	03.03.2011	1,40	2,45	+75%
Kaufen	20.04.2011	1,29	2,35	+82%
Kaufen	20.05.2011	1,02	1,70	+67%
Kaufen	08.09.2011	0,63	1,30	+106%
Kaufen	24.11.2011	0,42	1,10	+162%
Kaufen	03.05.2012	0,95	1,50	+58%
Kaufen	21.05.2012	0,83	1,50	+82%
Kaufen	24.08.2012	0,69	1,40	+103%
Kaufen	21.11.2012	0,51	1,30	+157%
Kaufen	29.04.2013	0,42	1,30	+210%
Kaufen	16.05.2013	0,42	1,30	+210%
Kaufen	07.08.2013	0,64	1,30	+105%
Kaufen	22.08.2013	0,60	1,30	+117%
Kaufen	18.11.2013	0,65	1,30	+101%
Kaufen	03.12.2013	0,61	1,30	+113%
Kaufen	24.04.2014	0,71	1,30	+83%
Kaufen	15.05.2014	0,69	1,30	+88%
Kaufen	28.08.2014	0,54	1,30	+139%
Kaufen	13.11.2014	0,47	1,30	+177%
Kaufen	24.04.2015	0,57	1,20	+111%
Kaufen	19.05.2015	0,78	1,20	+54%