

amalphi AG

Reuters: AMLP.F

Bloomberg: AMI:GF

IT Dienstleister vor Neubeginn

Führender IT-Dienstleister in Wachstumssegment

Die 2003 gegründete amalphi AG ist einer der führenden herstellerunabhängigen Third Party Maintenance- (TMP-) Dienstleister für Wartungs- und Reparaturdienstleistungen in Deutschland. Seinen überwiegend mittelständischen Kunden bietet das Unternehmen Dienstleistungen für die Fehlerbehebung von IT-Hardware über kundenspezifische Service Level Agreements (SLAs) an; abgerundet wird das Leistungsspektrum durch individuelle Schulungs- und Beratungsleistungen. Elementarer Bestandteil des Geschäftsmodells ist das Produkt „amalphi IP“ („Investment Protection“), durch das sämtliche Aufwendungen zur Entstörung der Kunden-IT, die amalphi belasten würden, durch eine von amalphi abgeschlossene Versicherung abgedeckt sind.

Wachstumsimpulse durch Internationalisierung

Über ein Netzwerk von Partnern kann amalphi seinen Kunden TPM-Dienstleistungen zukünftig in allen wichtigen Regionen Europas anbieten, ohne selbst mit Niederlassungen oder eigenen lokalen Technikern vertreten sein zu müssen.

Skalierbares Geschäftsmodell

amalphi generiert den Großteil der Erlöse über Verträge mit Laufzeiten von ein bis zwei Jahren. Nach Angaben des Unternehmens werden diese aber zu über 80% verlängert. Auf der Basis der bestehenden Kundenbeziehungen ergeben sich hieraus nach u. E. ein stabiles Kerngeschäft und eine gute Planbarkeit der Umsätze. Mit Blick auf die forcierte Internationalisierung erachten wir das Geschäftsmodell als gut skalierbar, die erforderlichen Ressourcen sind nach Aussagen des Managements vorhanden.

Finanzperformance 2014 und Prognose 2015e

In den Jahren 2013 und 2014 durchlief amalphi eine umfassende Restrukturierung mit dem Ziel, sich zukünftig auf spezifische Markt- und Kundensegmente zu fokussieren und die Kostenbasis deutlich zu senken. Damit konnte amalphi im ersten Quartal 2014 erstmals in der Unternehmensgeschichte einen operativen Gewinn erwirtschaften. Für 2015e erwarten wir einen deutlichen Anstieg der Umsätze auf EUR 4,0 Mio. (+30,0% YoY) und ein operatives Ergebnis von knapp EUR 0,2 Mio. (entsprechend einer EBIT-Marge von 4,1%).

Aufnahme der Coverage mit Buy, Kursziel EUR 3,00

Unser Kursziel von EUR 3,00 je Aktie ist das Ergebnis eines dreistufigen standardisierten DCF-Modells (Primär-Methode). Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 2,20 ergibt sich ein Kurspotenzial von rund 34,6%. Wir nehmen die amalphi-Aktie daher mit einem Buy-Rating in unsere Research Coverage auf.

Schwächen und Risiken

Wir sehen die folgenden operativen Risiken: **(1)** Umsatzsteigerungen sind nur durch geeignetes Vertriebspersonal zu realisieren, um die sich wiederum alle TPM-Anbieter und sonstige IT-Dienstleister bewerben; **(2)** fehlende finanzielle Ressourcen könnten sich als Wachstumsbremse herausstellen; **(3)** der TPM-Markt wächst zwar deutlich, ist aber auch ausgesprochen wettbewerbsintensiv; mittelfristig könnte dies rückläufige Margen zur Folge haben.

Rating: Buy

Risiko: Sehr hoch

Kurs: EUR 2,20

Kursziel: EUR 3,00

ISIN/WKN: DE0008131350/813135

Indizes: -

Transparenzlevel: Entry Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 1,6 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 3,6 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 1.500 Aktien

Hauptversammlung: 11. Juni 2015

EUR Mio. (31/12)	2013	2014	2015e	2016e
Nettoumsatz	3,2	3,1	4,0	4,9
EBITDA	-1,0	-0,4	0,2	0,3
EBIT	-1,0	-0,4	0,2	0,3
EBT	-1,1	-0,5	0,1	0,2
EAT	-1,1	-0,5	0,1	0,2

% vom Umsatz	2013	2014	2015e	2016e
EBITDA	-32%	-13%	5%	7%
EBIT	-33%	-14%	4%	6%
EBT	-34%	-16%	2%	4%
EAT	-34%	-16%	2%	4%

Je Aktie/EUR	2013	2014	2015e	2016e
EPS	-0,66	-0,30	0,05	0,13
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,00	0,00	0,09	0,18
Cashflow	-0,60	0,00	0,16	0,21

%	2013	2014	2015e	2016e
EK-Quote	0%	0%	4%	7%
Gearing	n/a	n/a	n/a	n/a

x	2013	2014	2015e	2016e
KGV	n/a	n/a	47,4	16,4
EV/Umsatz	2,40	1,48	1,09	0,82
EV/EBIT	n/a	n/a	26,6	12,7
KBV	n/a	n/a	25,5	12,2

EUR Mio.	2015e	2016e
Guidance: Umsatz	3,875	-
Guidance: EBIT	0,025	-



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, 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

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary.....	3
Business Profile	4
Aktienperformance und -volatilität	7
Kursziel EUR 3,00 je Aktie – Buy	8
USP durch „amalphi IP“	16
Unternehmensgeschichte	20
Aktionärsstruktur	21
Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken	22
Der Markt für IT-Services	26
Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen	30
Gewinn- und Verlustrechnung2	36
Bilanz	38
Bilanz (normalisiert)	40
Cashflow-Statement	42
Auf einen Blick I	44
Auf einen Blick II	46
DCF-Modell	48
Disclaimer	51

Bitte beachten Sie, dass jedes Kapitel mit einem umfangreichen Executive Summary beginnt.

Executive Summary

Mittels innovativer Produkte zu langfristigen Kundenbeziehungen

amalphi ist einer der führenden deutschen herstellerunabhängigen IT-Dienstleister (Third Party Maintenance, TMP) für die Fehlerbehebung von IT-Hardware über kundenspezifische Service Level Agreements (SLAs). Die Dienstleistungen von amalphi werden in der Regel nach Ablauf des von Herstellern gewährten Garantiezeitraums von drei Jahren nachgefragt, wobei amalphi herstellerunabhängig vergleichbare Serviceleistungen, jedoch nach eigenen Aussagen zu deutlich niedrigeren Kosten als die Hersteller erbringen kann. amalphi konzentriert sich dabei auf den Vertrieb der Dienstleistungen, während die unmittelbaren Leistungen, z. B. im Schadensfall, von externen Spezialisten erbracht werden, mit denen entsprechende Rahmenvereinbarungen bestehen. Elementarer Bestandteil des Geschäftsmodells ist das Produkt „amalphi IP“, durch das sämtliche Aufwendungen zur Entstörung der Kunden-IT, die amalphi belasten würden, durch eine von amalphi abgeschlossene Versicherung abgedeckt sind. Als eine weitere Stärke betrachtet das Unternehmen seine internationalen Partnerbeziehungen, die es ermöglichen, weltweit Services aus einer Hand anzubieten – ein wachsender Pluspunkt gerade bei mittelständischen Unternehmen mit internationaler Aufstellung.

Ergebnis 2014 und Finanzprognose 2015e

Nachdem in den letzten Geschäftsjahren durchgängig keine positiven operativen Ergebnisse erwirtschaftet wurden, konnte amalphi im ersten Quartal 2014 zum ersten Mal in der Unternehmensgeschichte die Gewinnzone erreichen. Im Gesamtjahr 2014 wurde der operative Verlust im Vergleich zu 2013 um -58,1% auf EUR 0,4 Mio. verringert. Für das laufende Geschäftsjahr 2015e erwarten wir eine deutlichen Ausweitung des Geschäftsvolumens auf EUR 4,0 Mio. (+30,0% YoY), womit ein positives Ergebnis (EBIT) von knapp EUR 0,2 Mio. verbunden sein sollte. Für 2016e gehen wir von weiter steigenden Umsätzen auf EUR 4,9 Mio. (+23,5% YoY) und einem EBIT in Höhe von EUR 0,3 Mio. aus.

Aufnahme der Coverage mit Buy, Kursziel EUR 3,00

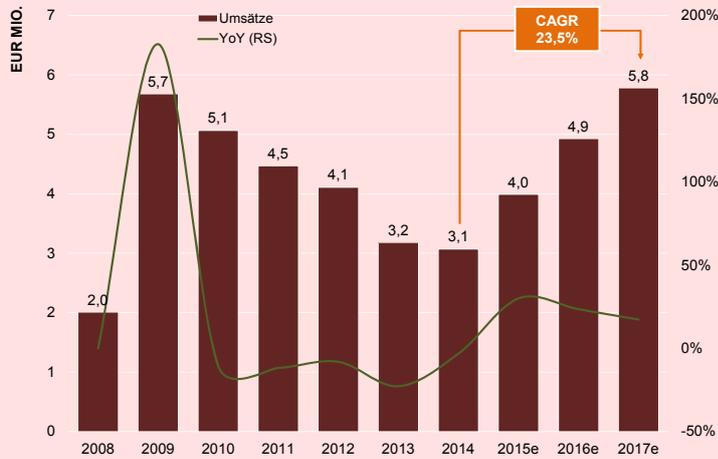
Wir bewerten die amalphi-Aktie anhand eines dreistufigen standardisierten DCF-Modells (Primärmethode) sowie anhand von Peergroup-Multiples (Sekundärmethode). Nachdem amalphi im vergangenen Jahr durch die fundamentale Neuaufstellung eine deutliche Ergebnisverbesserung erzielen konnte, rechnen wir in diesem und dem kommenden Jahr mit einer Fortsetzung des positiven Ergebnis-Trends. Im nachfolgenden Zehnjahreszeitraum, der für unser dreistufiges DCF-Modell die Übergangsphase markiert und mit dem Terminal Value nach Ablauf des Geschäftsjahres 2027e endet, haben wir eine durchschnittliche jährliche Umsatzwachstumsrate von 3,7% angesetzt; in der abschließenden Phase des Terminal Value modellieren wir ein jährliches Wachstum von 0,6%, was den aktuellen quasi-risikolosen Zinsen in Form langlaufender Bundesanleihen entspricht. In einem Bear-Case- bzw. einem Bull-Case-Szenario haben wir alternative Umsatz- und Ertragsszenarien zugrunde gelegt. Bezogen auf rund 1,6 Mio. Aktien ergibt unser DCF-Modell im Base-Case-Szenario ein Kursziel von EUR 3,00 je Aktie. Aus dem Bear-Case-Szenario ermitteln wir ein Kursziel von EUR 2,70, aus dem Bull-Case-Szenario von EUR 3,40 je Aktie. Unser DCF-Modell wird von den Ergebnissen eines marktorientierten Peergroup-Verfahrens bestätigt, in das deutsche Small- und Mid Caps-IT-Dienstleister eingehen und aus dem sich zum Beispiel auf Basis der 2016er Nachsteuerergebnisschätzungen ein Kursziel von EUR 3,40 je Aktie ergibt. Gemessen am gestrigen Schlusskurs von EUR 2,20 beträgt das Kurspotential 36,4%. Wir nehmen daher die Aktien der amalphi AG mit einem Buy-Rating in die Research Coverage auf.

Schwächen und Risiken

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir insbesondere folgende Risiken: **(1)** Die Umsatzsteigerungen sind nur mit geeignetem Vertriebspersonal zu realisieren, die Rekrutierung von gutem Vertriebspersonal ist nach unserer Einschätzung jedoch ein Bottle-Neck; **(2)** Durch die negativen Ergebnisse der letzten Jahre sind die finanziellen Ressourcen begrenzt, was das weitere Wachstum bremsen könnte; **(3)** Der TMP-Markt wächst stark, ist aber auch durch eine hohe Wettbewerbsintensität geprägt, die sinkende Margen zur Folge haben könnte.

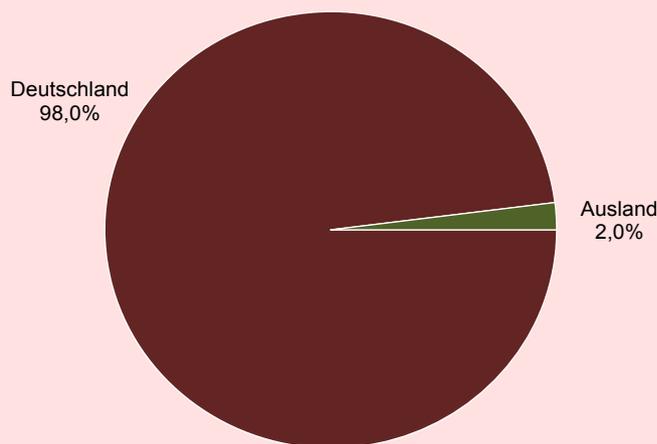
Business Profile

UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



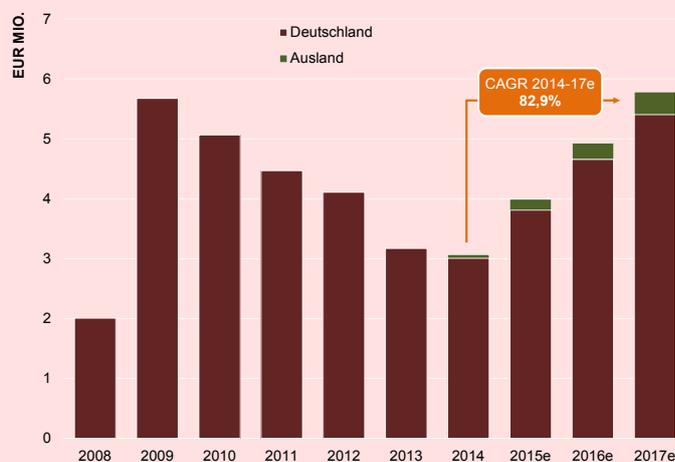
In den vergangenen fünf Jahren sind die Erlöse von amalphi um durchschnittlich -11,6% pro Jahr zurückgegangen. Als Ursache sehen wir eine verfehlte Vertriebsstrategie. Jedoch wurden nach u. E. im vergangenen Jahr die Weichen für einen grundsätzlich geänderten Vertriebsansatz gestellt, so dass wir bis 2017e mit durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten von 23,5% rechnen.

UMSATZ NACH REGIONEN, 2014



Nach einer Strategieänderung im vergangenen Jahr wurden erstmals auch Erlöse im Ausland erwirtschaftet. Die Bedeutung...

UMSATZ NACH REGIONEN

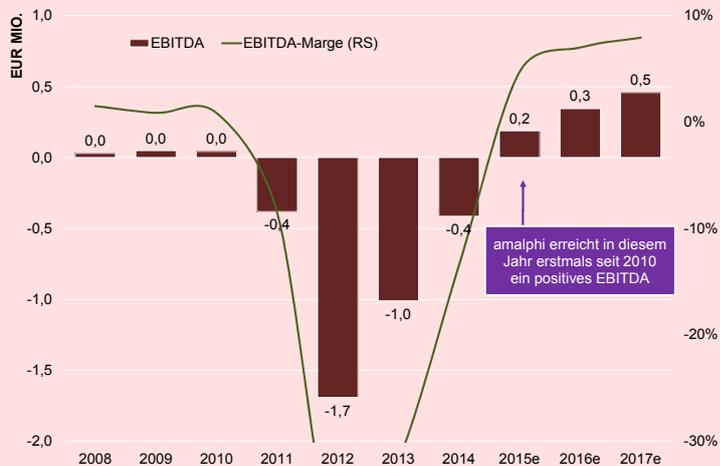


... des Auslandsanteils am Gesamterfolg sollte in den kommenden Jahren nach u. E. weiter zunehmen. Bis 2017e rechnen wir mit einem im Ausland erwirtschafteten Umsatzanteil von 7,6%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

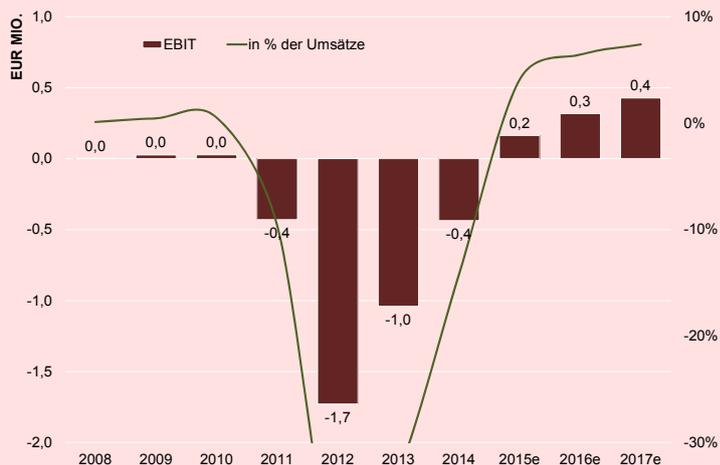
Business Profile (Forts.)

EBITDA UND EBITDA-MARGE



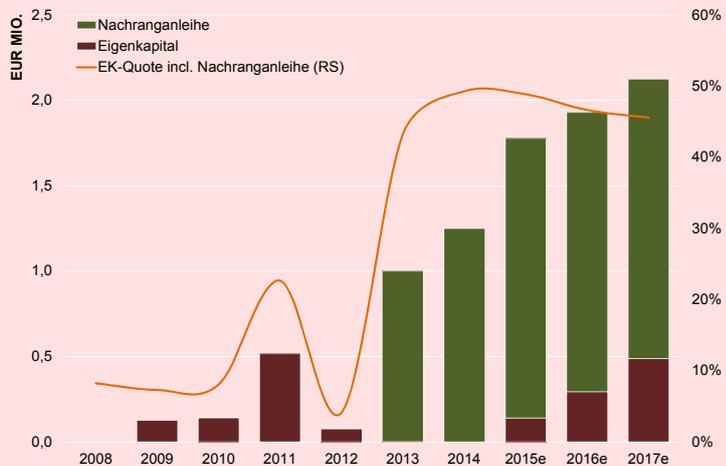
Der Umsatzrückgang in den vergangenen Jahren war mit erheblichen Verlusten verbunden. In dem von uns erwarteten Turnaround rechnen wir bis 2017e mit einem EBITDA-Anstieg auf dann knapp EUR 0,5 Mio. oder 7,9% der Erlöse.

EBIT UND EBIT-MARGE



Abschreibungen fallen bei amalphi nur im niedrigen fünfstelligen Euro-Betrag an. EBITDA und EBIT sollten sich daher weitgehend im Gleichklang bewegen.

EIGENKAPITAL UND EIGENKAPITALQUOTE

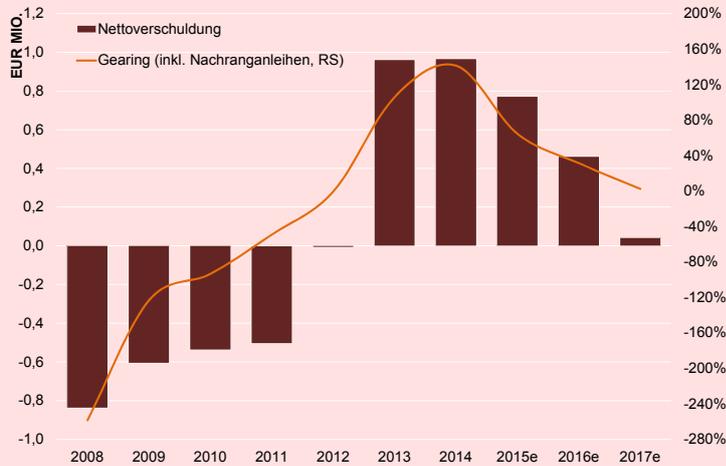


Seit 2011 sind die erwirtschafteten Fehlbeträge nicht mehr durch das Eigenkapital gedeckt. Allerdings konnten durch Private Placements zwei Nachrangianleihen im Volumen von EUR 0,5 Mio. bzw. knapp USD 1,3 Mio. emittiert werden, die wir dem Eigenkapital zugerechnet haben.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

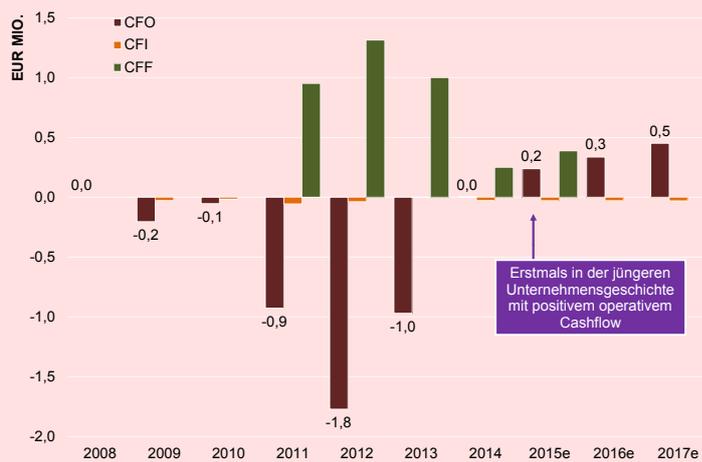
Business Profile (Forts.)

NETTOVERSCHULDUNG UND GEARING



Zum Jahresende 2014 betrug die Nettoverschuldung von amalphi EUR 1,0 Mio. Das Zinsergebnis lag 2014 mit deutlich unter EUR -0,1 Mio. aus unserer Sicht im vernachlässigbaren Bereich. Das Gearing inklusive der Nachrangdarlehen mit Eigenkapitalcharakter lag bei 141,4%.

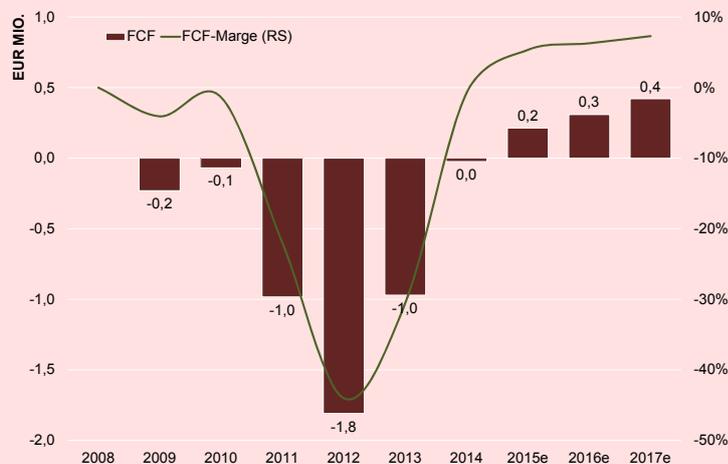
KOMPONENTEN DES CASHFLOW



Erstmals in der jüngeren Unternehmensgeschichte mit positivem operativem Cashflow

Erstmals seit dem Börsengang 2011 ist es amalphi 2014 gelungen, bei den Cashflows den Breakeven-Punkt zu erreichen. Bedingt durch den operativen Turnaround in 2015e rechnen wir auch mit dem Erreichen positiver operativer Cashflows in 2015e und einer weiteren Verbesserung in den Folgejahren.

FREE CASHFLOW UND FCF-MARGE

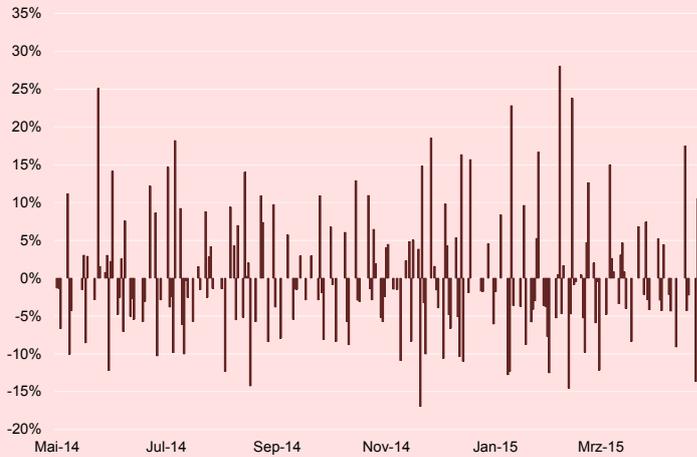


Im laufenden Jahr sollte amalphi in der Lage sein, erstmals positive freie Cashflows zu erwirtschaften. Haupttreiber der Profitabilitätsverbesserung wird nach u. E. die angestrebte Internationalisierung der Geschäftstätigkeit sein.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

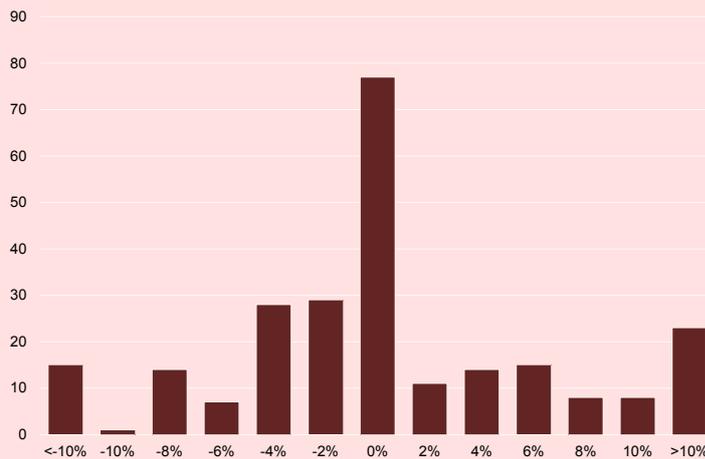
Aktienperformance und -volatilität

VOLATILITÄT



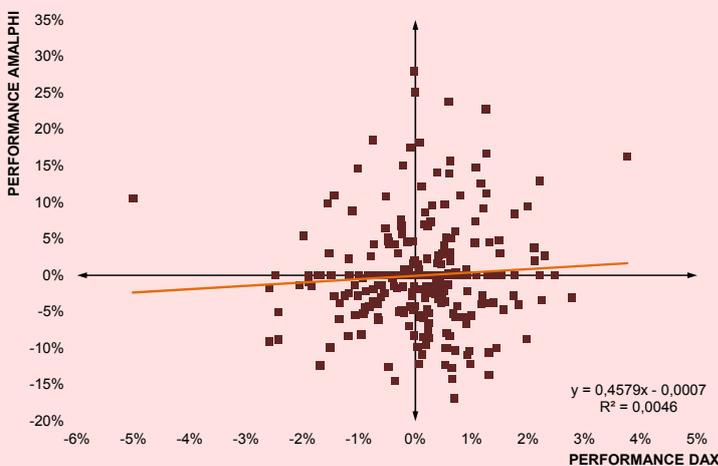
Die Aktie der amalphi AG ist sehr volatil. Tagesschwankungen von mehr als 5% oder sogar 10% sind eher die Regel denn die Ausnahme.

VERTEILUNG DER TÄGLICHEN RENDITEN, LTM



Das Diagramm zeigt eine links-schiefe Verteilung der Tagesrenditen. Die Tagesschwankungen sind über den gesamten Wertebereich verteilt.

GESCHÄTZTES BETA DER TÄGLICHEN RENDITEN, LTM



Es besteht eine leicht positive Korrelation zwischen der Aktie von amalphi und dem DAX.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

Kursziel EUR 3,00 je Aktie – Buy

Wir bewerten die Aktie der amalphi AG anhand eines standardisierten dreistufigen Discounted Cashflow-(DCF-) Modell (Primärmethode) sowie auf der Basis von marktabhängigen Peergroup-Multiplikatoren (Sekundärmethode).

Im vergangenen Jahr konnte amalphi seine Verlustsituation deutlich verbessern und steht nach u. E. kurz vor dem operativen Turnaround. Für das laufende und die kommenden beiden Jahre rechnen wir mit einer Fortsetzung des positiven Umsatz- und Ergebnistrends. Im nachfolgenden Zehnjahreszeitraum, der für unser dreistufiges DCF-Modell die Übergangsphase markiert und mit der Phase des Terminal Value nach Ablauf des Geschäftsjahres 2027e endet, haben wir eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate des operativen Ergebnisses von 7,3% angesetzt. Im Terminal Value modellieren wir ein jährliches Wachstum von 0,6%, was dem quasi-risikolosen Zinssatz in Form langlaufender Bundesanleihen entspricht. In einem Bear-Case- bzw. einem Bull-Case-Szenario haben wir alternative Umsatz- und Ertrags Szenarien zugrunde gelegt. Bezogen auf rund 1,6 Mio. Aktien ergibt unser DCF-Modell im Base-Case-Szenario ein Kursziel von EUR 3,00 je Aktie. Aus dem Bear-Case-Szenario ermitteln wir ein Kursziel von EUR 2,70, aus dem Bull-Case-Szenario von EUR 3,40 je Aktie.

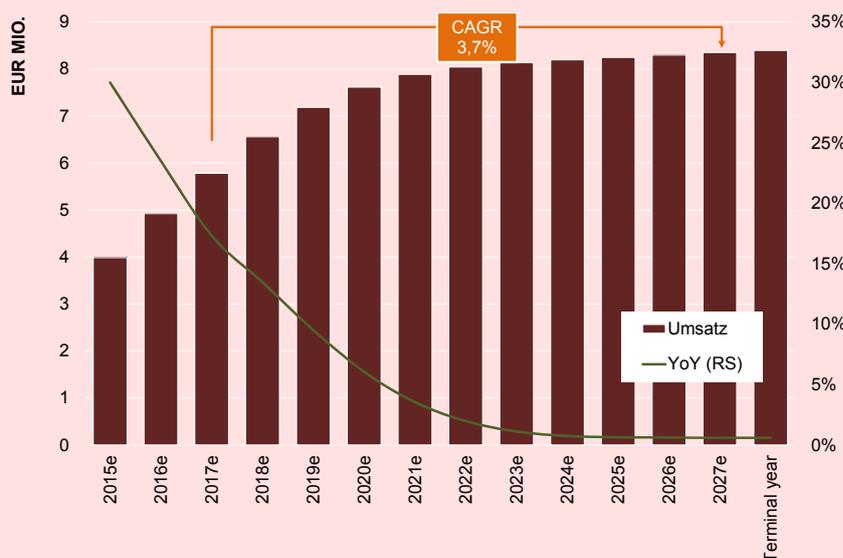
Dieser innere Wert aus dem DCF-Modell wird durch marktabhängige Bewertungsverfahren bestätigt. Nachdem wir sieben repräsentative deutsche IT-Dienstleister ausgewählt und eine Bewertung anhand des KGV-Multiples auf der Basis der Geschäftsjahre 2016e und 2017e vorgenommen haben, ermitteln wir auf Basis unserer Ergebnisprognosen für amalphi sowie den KGV-Consensus-Schätzungen für die Peergroup für amalphi ein Kursziel von EUR 3,40 (2016e) bzw. EUR 4,80 (2017e) je Aktie. Aufgrund des langfristigen Charakters des Turnarounds sehen wir im DCF-Modell die primäre Bewertungsmethode und nehmen die Aktien der amalphi AG mit einem Buy-Rating und einem Kursziel von EUR 3,00 in unsere Research Coverage auf.

Unser Hauptbewertungsverfahren für amalphi ist ein standardisiertes dreistufiges DCF-Modell

Das Geschäftsmodell von amalphi ist wenig kapitalintensiv: Der Kapitalbedarf in Sachanlagen ist vernachlässigbar, das Working Capital stagniert auf niedrigem Niveau bzw. war zuletzt sogar rückläufig. Die Finanzierung des weiteren Wachstums ist daher nicht mit hohen Nettoinvestitionen verbunden. Daraus lässt sich eine grundsätzlich hohe Cash Conversion Rate ableiten. In Verbindung mit dem von uns unterstellten Wachstumsszenario ist demnach ein langfristig angelegtes standardisiertes dreiphasiges DCF-Modell das geeignete Bewertungsverfahren für die Aktien von amalphi (Primärmethode).

Bis 2017e liegen dem Modell unsere detaillierten GuV-, Bilanz- und Cashflowplanungen zugrunde. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2027e endet. Danach modellieren wir den Terminal Value.

ABBILDUNG 1: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Detail- und der Grobplanungsphase belaufen sich auf 23,5% bzw. 3,7%.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Wachstumsannahmen des DCF-Modells

Wir unterstellen für unser dreistufiges DCF-Modell folgende Wachstumsannahmen:

- Ⓢ Der **Phase 1** des DCF-Modells (Detailplanungsphase) legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2017e zugrunde und erwarten durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Umsätze 2014-17e in Höhe von 23,5%.
- Ⓢ In der anschließenden **Phase 2** (zehnjährige Grobplanungsphase), die 2027e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 3,7% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.
- Ⓢ Für die abschließende **Phase 3** des Terminal Value, in der Wachstum per Definition nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken möglich ist, setzen wir als Wachstumsrate den quasi-risikolosen Zins zehnjähriger Bundesanleihen in Höhe von derzeit 0,6% an.

Für unser standardisiertes dreistufiges DCF-Modell unterstellen wir im Einzelnen,

- Ⓢ dass sich die **EBIT-Margen** (bezogen auf die Umsatzerlöse) von 7,4% in 2017e auf 10,4% in 2027e (Peak Margins) sukzessive erhöhen;
- Ⓢ dass die **operativen Margen** in der anschließenden Phase des Terminal Value bei 8,0% liegen;
- Ⓢ ein **Fundamental-beta** von 1,3, das sich bei einem relativ illiquiden Wertpapier wie amalphi in Ermangelung statistisch signifikanter Börsenkurse aus folgenden gesamtwirtschaftlichen und unternehmensspezifischen Faktoren ableitet:

Unsere Annahmen unterstellen eine deutliche Marktdurchdringung insbesondere im europäischen Ausland.

TABELLE 1: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA

Diversifizierungsgrad	0,00
Wettbewerbsintensität	0,10
Reife des Geschäftsmodells	0,00
Regulatorische Risiken	0,00
Finanzielle Risiken	0,10
Risiken der Unternehmensprognose	0,10
Markt-beta	1,00
Fundamental-beta	1,30

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- Ⓢ eine im Zeitablauf rückläufige **Investitionsquote** zum Nettoumsatz, was sich durch einen zunehmenden Reifegrad des Geschäftsmodells rechtfertigen lässt;
- Ⓢ dass sich der **Grenzsteuersatz** während der Grobplanungsperiode aufgrund hoher steuerlicher Verlustvorträge erst nach deren Verbrauch auf einem für Deutschland gültigen Durchschnittsniveau von 32,0% einpendelt;
- Ⓢ eine **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von 4,0% pro Jahr, der einem von uns für amalphi abgeleiteten Rating von CCC zugrunde liegt;
- Ⓢ dass die von amalphi aktuell erwirtschafteten Cashflows mit einem durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (**WACC**) von 12,6% diskontiert werden. Neben dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 1,3 setzt sich dieser aus einem quasi-risikolosen Zins von 0,6%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten Risikoprämie für den Gesamtmarkt (Annahme des geometrischen Mittels) von derzeit 10,1% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Caps-Aufschlag von 1,5% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management (0,5%) und einer Liquiditätsprämie der Aktie (1,0%) zusammensetzt. Mit einem erwarteten Rating von CCC sehen wir eine Risikoprämie für

das Fremdkapital von derzeit etwa 9,0% als angemessen an. Schließlich gehen wir davon aus, dass amalphi eine industrietypischen Zielkapitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von 70%/30% anstrebt;

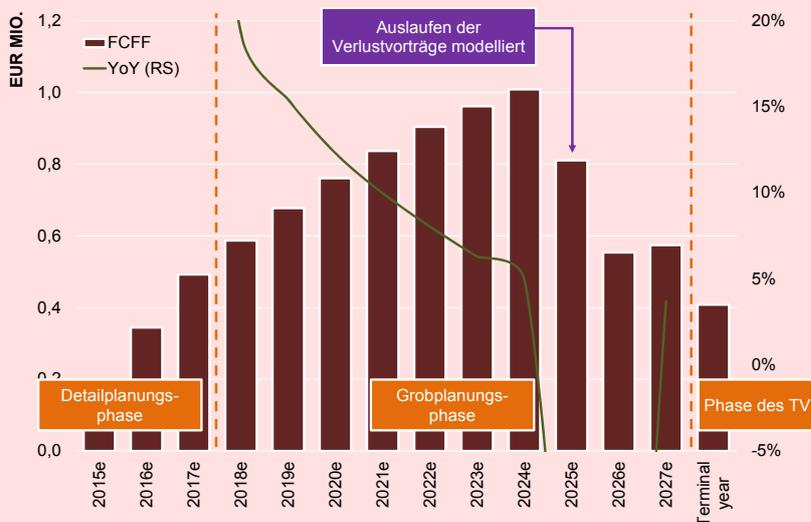
TABELLE 2: WACC

Kosten des Eigenkapitals nach CAPM		
Quasi-risikoloser Zinssatz (10jährige Bundesanleihe)	%	0,6%
Beta		1,3
Erwartete Risikoprämie	%	10,1%
Kosten des Eigenkapitals	%	13,7%
Small Cap-Prämie	%	1,5%
Management-Prämie	%	0,5%
Liquiditätsprämie	%	1,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	70,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	10,7%
Kosten der Verschuldung		
Quasi-risikoloser Zinssatz (10y Bundesanleihe)	%	0,6%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	9,0%
Kosten des Fremdkapitals	%	9,6%
Steuerquote	%	32,0%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	6,5%
Zielkapitalstruktur	%	30,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	2,0%
WACC basierend auf Marktwerten	%	12,6%

QUELLE: SPHENE CAPITAL

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

ABBILDUNG 2: FCFF UND FCFF-WACHSTUM



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Dynamische Entwicklung der freien Cashflows

Unter diesen Vorgaben ergibt sich nebenstehende (vgl. Abbildung 2) Entwicklung der freien Cashflows für die Jahre 2015e bis 2027e. Im Terminal Value modellieren wir aufgrund des dann unterstellten Anstiegs der Reinvestitionsquote einen Rückgang der Free Cashflows, der dann wiederum die Basis für die Ewige Renten-Berechnung stellt.

Auf mittelfristige Sicht ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 3,00 je Aktie

Dabei werden etwa 24,6% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 75,4% aus den in der Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 3,00 je Aktie

TABELLE 3: DCF-MODELL – ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

PV des Terminal Value	EUR Mio.	1,4
PV der Cashflows über 10 Jahre	EUR Mio.	4,4
Summe PV	EUR Mio.	5,8
Finanzschulden	EUR Mio.	-1,3
Cash	EUR Mio.	0,3
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	4,9
Anzahl Aktien	Mio.	1,6
Kursziel je Aktie	EUR	3,00

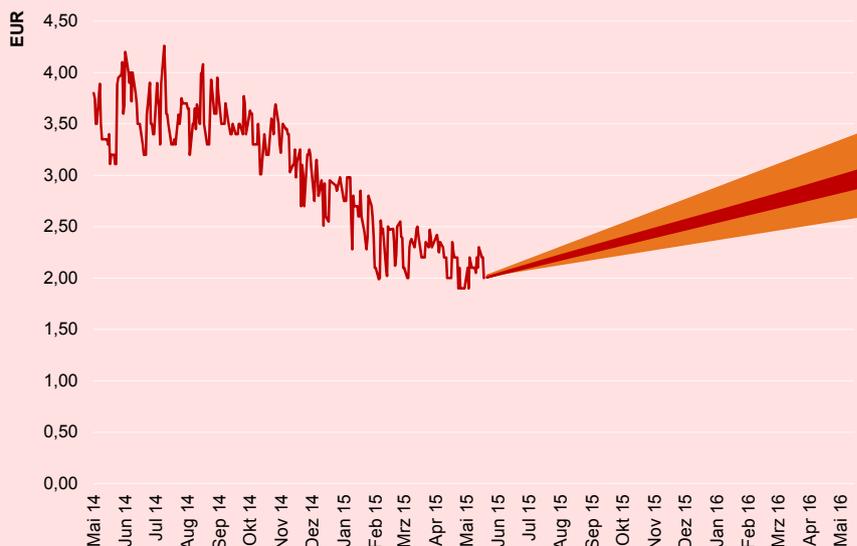
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

In einem Stresstest unterstellen wir folgende Szenarien und Annahmen:

Ⓢ **Bear-Case-Szenario:** In einem Bear-Case-Szenario verringern wir die Terminal Value-EBIT-Marge von angenommenen 8,0% um 300 Basispunkte auf 5,0% und das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf -0,3% von 0,6%. Damit würden wir unterstellen, dass die Ausweitung des regionalen Footprints nicht wie erwartet gelingt. In diesem Bear-Case-Szenario würde der Unternehmenswert von amalphi um EUR 0,30 auf EUR 2,70 je Aktie zurückgehen.

Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall einen Wert des Eigenkapitals von EUR 2,70 je Aktie und im optimistischen Fall von EUR 3,40 je Aktie.

ABBILDUNG 3: KURSENTWICKLUNG UND -PROGNOSE



Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 3,00 je Aktie. Voraussetzung ist die Erreichung unserer Ergebnisprognosen. In unserem Bear-Case-Szenario (EUR 2,70) haben wir eine Intensivierung der Wettbewerbsintensität unterstellt. In unserem Bull-Case-Szenario (EUR 3,40) gelingen Unternehmenswachstum und die Margenausweitung noch schneller.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Ⓢ **Bull-Case-Szenario:** Ein Bull-Case-Szenario würde sich insbesondere im Fall einer stärkeren Ausweitung der operativen Margen ergeben, indem et-

wa die Globalisierung stärker als erwartet nachgefragt werden würde. Wir haben in unserem Bull-Case-Szenario ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Freien Cashflows in der Terminal Value-Phase von 1,5% sowie eine Verbesserung der operativen Marge auf 11,0% unterstellt. In diesem Bull-Case-Szenario würden wir unser Kursziel um EUR 0,40 auf EUR 3,40 je Aktie anheben.

Neben einem intrinsischen DCF-Modell (Primärmethode) haben wir die Aktien von amalphi anhand von Marktmultiplikatoren bewertet (Sekundärmethode). Auf Basis der Consensus-Schätzungen 2016e und 2017e sowie unserer eigenen Prognosen für amalphi ergeben sich bei Verwendung des von uns für IT-Dienstleister präferierten KGV-Multiples niedrigere Kursziele für die Aktien der amalphi AG. Sollten unsere Prognosen eintreten, können – zumindest auf kurze Sicht – die Ergebnisse aus dem langfristig angelegten DCF-Modell nicht bestätigt werden, die eine deutliche Unterbewertung der amalphi-Aktie anzeigen.

Neben einem DCF-Modell bietet es sich an, amalphi mit anderen IT-Dienstleistern zu vergleichen.

Neben einem DCF-Modell, über das der intrinsische Wert eines Unternehmens bestimmt wird, bietet es sich an, amalphi anhand einer Peergroup börsennotierter IT-Dienstleister zu bewerten, um daraus eine adäquate Marktbewertung des Unternehmens zu ermitteln. Die Voraussetzungen, in die Peergroup aufgenommen zu werden, ergeben sich primär aus der Industriespezifikation (IT-Dienstleistung).

TABELLE 4: KURS DATEN DER PEERGROUP

	Kurs (EUR)	Anzahl Aktien (Mio.)	Marktkap. (EUR Mio.)
Adesso Group	15,60	5,8	90,4
Allgeier	18,00	9,1	163,3
Cancom	35,70	14,9	531,2
Datagroup	13,32	7,6	101,1
GFT Group	19,41	26,3	511,0
secunet	19,62	6,5	127,5
SNP	14,40	3,7	53,8

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

Geschäftsmodelle der Peergroup

Die Marktkapitalisierung der von uns ausgewählten Unternehmen liegt zwischen EUR 53,8 Mio. und EUR 531,2 Mio. und damit ausnahmslos über dem aktuellen erwarteten Unternehmenswert von amalphi: Die Unternehmen sind im Einzelnen auf folgende Bereiche fokussiert:

- Ⓢ **adesso Group** ist im Bereich der Optimierung von Kerngeschäftsprozessen durch Beratung und Softwareentwicklung sowie die Reduktion von Betriebskosten tätig.
- Ⓢ **Allgeier** positioniert sich als One-Stop-Shop mit umfassendem Lösungs- und Leistungsportfolio.
- Ⓢ **Cancom** ist Cloud-Architekt, Systemintegrator und Managed Services Provider.
- Ⓢ **Datagroup** konzipiert, implementiert und betreibt Business Applikationen und IT-Infrastrukturen.
- Ⓢ **GFT** sieht sich als einer der weltweit führenden IT-Lösungsanbieter, der kundenspezifische IT-Lösungen entwickelt, implementiert und wartet.
- Ⓢ **secunet** ist nach eigenen Angaben ein Anbieter leistungsfähiger IT-Sicherheitslösungen.
- Ⓢ **SNP** bietet die weltweit erste Standardsoftware an, die Änderungen in IT-Systemen automatisiert analysiert und standardisiert umsetzt.

Nachfolgende Tabelle 5 zeigt die aktuellen Bewertungskennzahlen der Peer-group von amalphi:

TABELLE 5: PEERGROUP-BEWERTUNG IM ÜBERBLICK

	KGV (x)		EV/Umsatz (x)		EV/EBITDA (x)	
	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e
Adesso Group	14,7x	13,0x	0,40x	0,34x	6,0x	5,2x
Allgeier	18,9x	17,1x	0,43x	0,38x	6,5x	5,7x
Cancom	25,5x	23,8x	0,52x	0,47x	7,6x	6,9x
Datagroup*	36,5x	33,3x	0,76x	0,67x	7,9x	7,0x
GFT Group	17,3x	16,0x	1,28x	1,15x	11,8x	10,6x
secunet	26,8x	24,8x	0,92x	0,83x	9,9x	8,9x
SNP	28,4x	24,4x	0,97x	0,81x	10,1x	8,4x
Median	25,5x	23,8x	0,76x	0,67x	7,9x	7,0x
amalphi	16,4x	10,9x	0,92x	0,79x	13,2x	9,9x

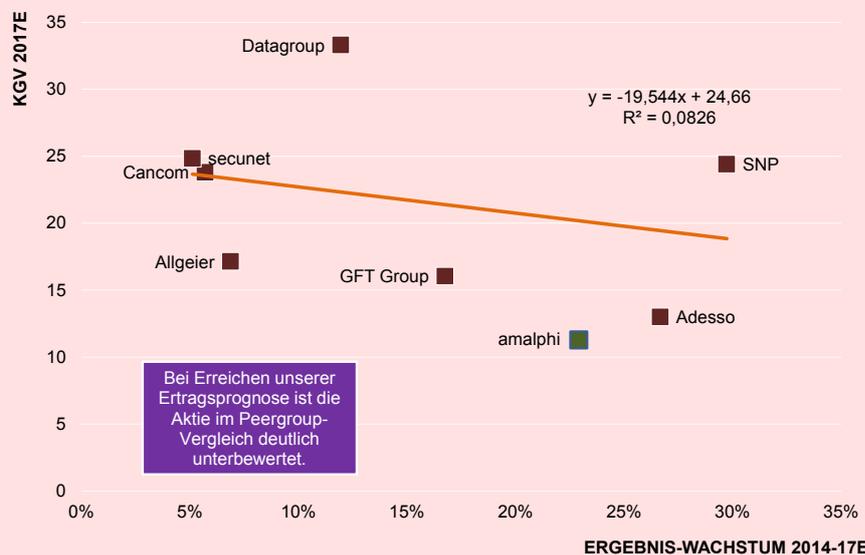
QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

* ANNUALISIERTE WERTE

Relativ homogene Bewertungskennzahlen

Die Bandbreite der Bewertungskennzahlen ist relativ breit gestreut. So liegen die KGVs auf Basis der Consensus-Schätzungen 2017e in der Bandbreite 13,0x und 33,3x, beim EV/Umsatz liegen die Werte zwischen 0,34x und 1,15x und beim EV/EBITDA zwischen 5,2x und 10,6x. Dies lässt darauf schließen, dass es weitere Bewertungsparameter gibt, die eine rein kennzahlenbasierte Einschätzung von IT-Dienstleistern überlagert.

ABBILDUNG 4: PEERGROUP-BEWERTUNG



Der Zusammenhang zwischen Ergebniswachstum und Bewertung der Aktie ist mit einem R2 von 0,0826 leicht negativ geneigt.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

In der IT-Dienstleistungsbranche präferieren wir das KGV gegenüber den EV-basierten Kennzahlen

Grundsätzlich sind die Geschäftsmodelle von IT-Dienstleistern wenig forschungsintensiv und gekennzeichnet durch hohen technischen Fortschritt, hohe durchschnittliche Wachstumsraten, niedrige operative Profitabilitätskennzahlen und niedrige bis fehlende Gewinnausschüttungsquoten. In unserer Peergroup bevorzugen wir das KGV gegenüber den typischen Enterprise Value-basierten Multiplikatoren. Wählen wir zur Ausschaltung von Extremwerten den Median als

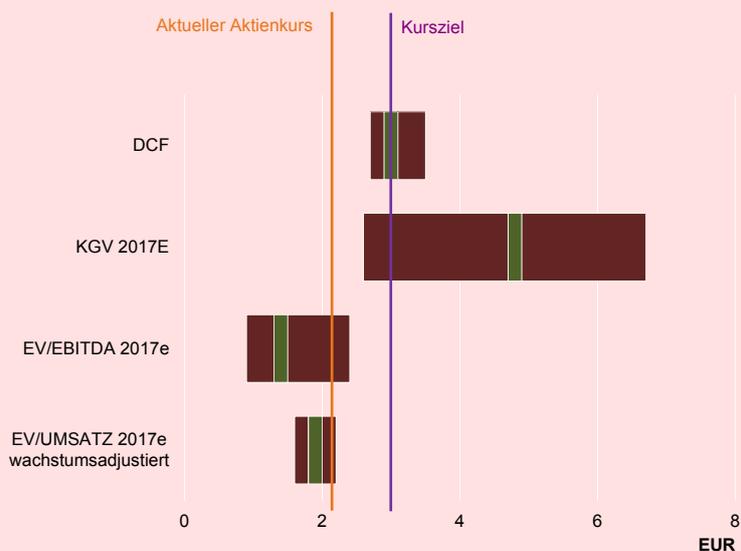
das relevante Zentralmaß, ergibt sich auf Basis der Consensus-Schätzungen 2016e bzw. 2017e eine Bewertung von 25,5x bzw. 23,8x. Demgegenüber ist die Aktie von amalphi mit einem KGV von 16,4x bzw. 10,9x bewertet. Die daraus abzuleitenden Eigenkapitalwerte für amalphi liegen mit EUR 3,40 (2016e) bzw. EUR 4,80 (2017e) je Aktie über dem aus dem DCF-Verfahren ermittelten Wert von EUR 3,00..

Zusammenfassung der Ergebnisse

In der nachstehenden Abbildung haben wir die Ergebnisse der vorgestellten Bewertungsansätze zusammengefasst, wobei wir in der Peergroup-Bewertung die jeweiligen Minimum-, Durchschnitts- und Maximumwerte bzw. im DCF-Verfahren das Bear-, Base- und Bull-Case-Szenario dargestellt haben.

Die Zusammenfassung der Bewertungsergebnisse macht die Unterbewertung der amalphi-Aktie offensichtlich.

ABBILDUNG 5: ÜBERSICHT ÜBER DIE KURSZIELE



Bedingt durch den Langfristcharakter des Turnarounds sehen wir im DCF-Modell das relevante Bewertungsmaß.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Wir sehen im DCF-Modell die relevante Preisfindungsmethodik: Buy

Aufgrund der operativen Ertragsentwicklung von amalphi sehen wir in einem langfristig ausgelegten DCF-Modell die überlegene Bewertungsmethodik. Auf Sicht von zwölf bis 24 Monaten rechnen wir mit einem Erreichen des Kursziels von EUR 3,00 je Aktie. Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 2,20 ergibt sich dementsprechend ein Kurspotenzial von 36,4%. Daher nehmen wir die Aktie von amalphi mit einem Buy-Rating in unsere Research Coverage auf. Auf der Basis unserer Finanzplanungen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals (Base-Case-Szenario) wäre die amalphi-Aktie mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 6: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL

X	Bewertung zum aktuellen Kurs		Bewertung zum Kursziel EUR 3,00	
	2015e	2016e	2015e	2016e
KGV	47,4x	16,4x	64,7x	22,4x
EV/Umsatz	1,09x	0,82x	1,14x	1,08x
EV/EBIT	26,6x	12,7x	34,5x	16,8x
KBV	25,5x	12,2x	34,7x	16,6x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Katalysatoren für die Kursentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von amalphi in den kommenden Monaten sehen wir (1) Aussagen über eine im Jah-

Katalysatoren für das Erreichen des Kurszieles

resvergleich erneute Ergebnissteigerung; **(2)** Meldungen über eine weitere Ausdehnung der Produktpalette; **(3)** Meldungen über den Einstieg in neue Märkte.

USP durch „amalphi IP“

Im stark fragmentierten Markt der Third Party Maintenance Anbieter (TMPs) grenzt sich amalphi durch seine „amalphi IP“-Lösung ab. Mit dieser bietet das Unternehmen seinen rund 500 Kunden Service- und Wartungslösungen unter Berücksichtigung von kunden- und systemspezifischen Service Level Agreement- (SLA-) Vereinbarungen rund um die unternehmensinterne IT-Hardware an. Das wirtschaftliche Risiko der Schadensbehebung, das für einen TPM-Anbieter wie amalphi erheblich sein kann, hat das Unternehmen dabei auf eine Versicherung ausgelagert.

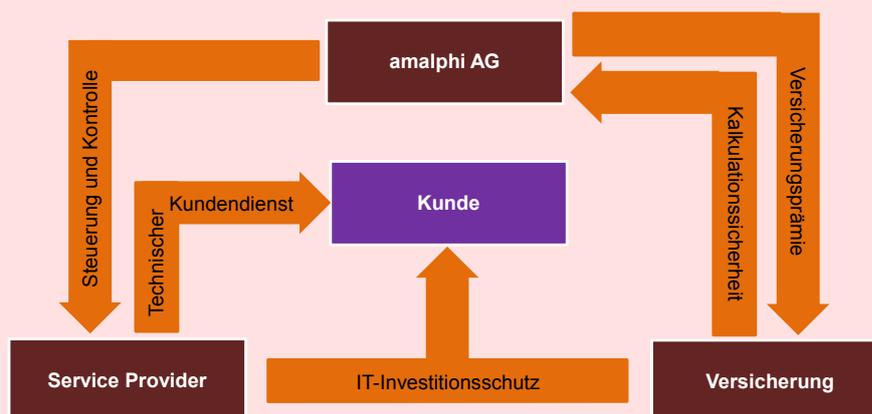
Durch Kooperationen einer der führenden IT-Dienstleister Europas

Mit direktem Zugriff auf weltweit mehr als 1.500 Techniker ist die 2003 in der Nähe von Frankfurt gegründete amalphi nach eigenen Angaben einer der führenden herstellerunabhängigen Spezialanbieter von Multi-Vendor-Wartungsmodellen für den professionellen IT-Anwender. Die Wartungsleistungen werden für Geräte aller namhaften IT-Hersteller angeboten. amalphi konzentriert sich dabei auf den Vertrieb der Dienstleistungen, während die technischen Wartungsleistungen durch externe Service-Provider erbracht werden; diese Konstellation wird unter dem Begriff „amalphi IP“ (Investment Protection) angeboten. Dies bedeutet, dass der Kunde die gekauften Systeme weiter nutzen kann und sie nicht nach in der Regel drei Jahren Nutzungsdauer ablösen muss – was von den Herstellern durch teure Wartungslösungen forciert wird. Dabei arbeitet amalphi mit mehreren Servicepartnern zusammen, um jederzeit den für die jeweilige Aufgabe besten Service-Provider einsetzen zu können.

Kosten aus Wartungsverträgen reicht amalphi an Versicherung weiter

Im Innenverhältnis stellt der Service-Provider amalphi nach erfolgter Wartungsleistung eine Rechnung, die in der Regel aus der Fahrtzeit, der Zeit des Technikers vor Ort und den Kosten des Ersatzteils besteht. Nach Begleichung der Rechnung reicht amalphi diese zur Erstattung an eine Versicherung weiter. Durch diese Konstruktion ergibt sich für amalphi kein wirtschaftliches Risiko aus den abgeschlossenen Wartungsverträgen – ganz im Gegensatz zu anderen TPM-Anbietern, die über einen derartigen Versicherungsschutz nicht verfügen. Für den Wartungskunden würden durch den Versicherungsschutz im Insolvenzfall der amalphi oder eines Service-Providers keine Leistungseinbußen entstehen. Seine getätigten Investments in den Service sind geschützt.

ABBILDUNG 6: GESCHÄFTSMODELL AMALPHI



Die Dienstleistungen werden den Wartungskunden zu fest vereinbarten Konditionen angeboten; die im Wartungsfall der amalphi von den Service Providern in Rechnung gestellten Wartungskosten reicht amalphi an eine Versicherung weiter, so dass amalphi selbst keine finanziellen Risiken aus den Wartungsverträgen tragen muss. Nebeneffekt der Versicherungslösung für den Wartungskunden ist, dass durch diese im Insolvenzfall der amalphi keine Leistungseinbußen entstehen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Aktivitätsschwerpunkte im Überblick

amalphi und die mandatierten Kooperationspartner bieten verschiedene flexible und kundenspezifische Dienstleistungen an, die sich in drei Bereiche zusammenfassen lassen:

- ⑤ den Vertrieb von innovativen IT-Service-Produkten für professionelle IT-Anwender durch eigene Mitarbeiter,
- ⑤ die Wartung von Hardware einschließlich systemnaher Tools durch externe Service Provider und
- ⑤ die Wartung von Hardware einschließlich systemnaher Tools über das eigene Tochterunternehmen service & more IT-Competence (seit 2014).

Vorteile auf beiden Seiten

Während die Vorteile für die Kunden in der (1) Sicherung der hohen Qualität der Serviceausführung, (2) dem Schutz der IT-Investitionen, in (3) einer signifikanten Senkung der IT-Kosten sowie (4) in der Umwandlung von variablen Kosten in Fixkosten liegen, bestehen die Vorteile aus Sicht von amalphi in (1) einer hohen Kalkulationssicherheit – da die Versicherungsprämien bekannt und auf einen bestimmten Zeitraum festgelegt sind –, und (2) in einer Risikominimierung des operativen Geschäfts, da externe Wartungsaufwendungen der Service-Provider durch die Versicherung gedeckt sind und sich damit nicht unmittelbar negativ auf das Ergebnis der amalphi auswirken.

Dezentrale Logistik mit zahlreichen Haupt- und Nebenlagern

Technisches Know-how allein reicht längst nicht mehr dazu aus, um IT-Systeme in Betrieb zu halten. Um schnell und effizient Störungen des Betriebsablaufes beim Kunden vor Ort zu lösen, halten die Service Provider eigene Service- und Logistikangebote vor. Die schnelle Verfügbarkeit von Ersatzteilen und Technikern wird durch dezentrale Lager und Stützpunkte mit einem Bestand von potentiell benötigten Ersatzteilen gesichert. Allein in Deutschland hat amalphi über seine Partner einen ständigen Zugriff auf sieben Hauptlager und 50 Logistikstandorte mit einem großen Bestand an Geräten und Ersatzteilen. In besonders zeitkritischen Umgebungen werden Lager mit Beständen kritischer Teile direkt vor Ort beim Kunden eingerichtet.

Unterstützung der Techniker durch dezentrale Lager und Stützpunkte mit einem Bestand von potentiell benötigten Ersatzteilen

Jederzeitige Erreichbarkeit

Ein weiterer wesentlicher Bestandteil des Konzeptes ist die Unterstützung durch ein am Markt etabliertes Call Center. Dieses ist für den Kunden der zentrale Anlaufpunkt zur Meldung seiner Störung. Hierzu ist das Call Center 24 Stunden an 365 Tagen mit einem deutsch- und englisch-sprachigen, technisch versierten Team besetzt, so dass die Call-Annahme zu jeder Zeit erfolgen kann.

Zur Verbesserung der Ertragslage hat amalphi im vergangenen Jahr durch die Gründung der service & more IT-Competence GmbH die Weichen für eine grundlegende Änderung des Betreuungsansatzes für den Kunden gestellt. Dabei wurde die Wertschöpfungskette durch Insourcing von bislang an dritte Service Provider ausgelagerten Dienstleistungen erweitert.

ABBILDUNG 7: ERWEITERTES GESCHÄFTSMODELL AMALPHI



Das Produktspektrum reicht von der Remote-Überwachung von Hardware über automatisiertes Eskalationsmanagement und Notfall-Recovery bis hin zum Roll-Out von Installationen und Umzügen

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Ausdehnung der Serviceleistungen

Mit der Neugründung der service & more IT-Competence GmbH im Jahr 2014 wurden die Serviceleistungen über das bisherige Kerngeschäft hinaus erweitert.

So sollen Geschäftsvolumen, die bisher an externe Dienstleister vergeben wurden, ins Haus geholt und neue Geschäftsfelder erschlossen werden, um den Bestandskunden zusätzliche Services aus einer Hand anbieten zu können.

Umfassendes Service Angebot

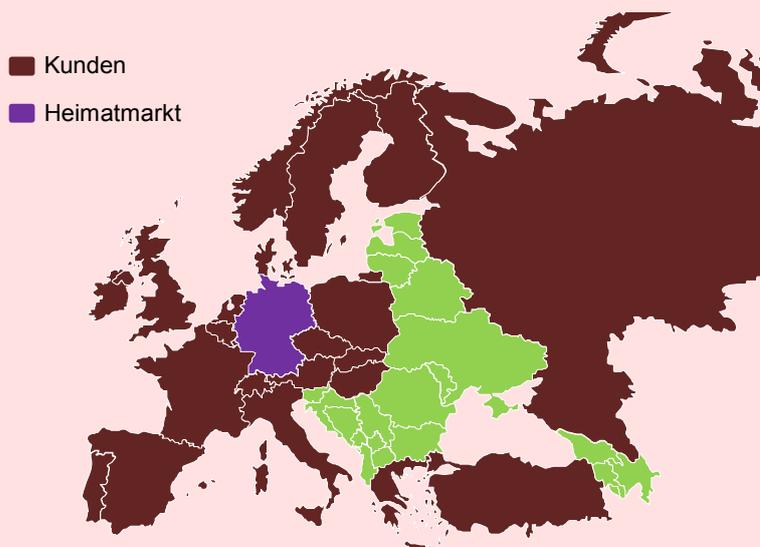
Das Dienstleistungsspektrum der 2014 gegründeten Tochtergesellschaft service & more beinhaltet:

- Ⓢ **Managed Services:** Hierzu gehören die Remote-Überwachung von Hardware, Diensten und Betriebszuständen zu jeder Tages- und Nachtzeit (7x24) sowie ein automatisiertes Eskalationsmanagement. Eine lückenlose Kontrolle aller Systeme ist insbesondere für produzierende Unternehmen vor dem Hintergrund drohender Produktionsunterbrechungen und Umsatzeinbußen unerlässlich. Zu den Managed Services gehören weiterhin der Helpdesk sowie das Bestandsmanagement, innerhalb dessen alle betriebsinternen Hardware- und Software-Systeme aufgenommen und dokumentiert werden. Durch eine exakte Übersicht dieser Systeme lassen sich Fehler und Schwachstellen zeitnah aufdecken und beheben.
- Ⓢ **Projektunterstützung:** Beginnend mit der Analyse umfassen die Dienstleistungen auch Machbarkeitsstudien und Empfehlungen für Notfälle. Ein zunehmend wichtiger Baustein sind die Beratung und Planung bezüglich Backup und Recovery, also die Implementierung und Inbetriebnahme von Systemen, die bei Ausfällen den Zugriff auf Daten eines Zweitsystems ermöglichen, und die Wiederherstellung verloren gegangener Daten.
- Ⓢ **Roll-Out:** Hierunter versteht man die Auslieferung und Installation von Hardware an die vom Kunden gewünschten Standorte, die Schulung und Einweisung der Mitarbeiter sowie die entsprechende Dokumentation.
- Ⓢ **Umzüge:** Zuletzt umfasst das Dienstleistungsspektrum den kompletten Umzugsprozess, von der Planung des Umzugs über den Abbau von Rechenzentren und den Transport bis zum Wiederaufbau und der Inbetriebnahme am neuen Standort. Bei Bedarf wird auch die umweltgerechte Entsorgung von Teilen angeboten.

Europaweite Reichweite der Serviceleistungen

Über ein Netzwerk von Partnern kann amalphi TPM-Dienstleistungen in allen wichtigen Regionen Europas anbieten. Dies ist insbesondere für Kunden bedeutend, die europaweite Aktivitäten verfolgen und Produktionsstätten oder Niederlassungen in verschiedenen Ländern unterhalten.

ABBILDUNG 8: GEOGRAPHISCHE PRÄSENZ (EUROPA)



Bereits heute kann amalphi durch Partner auf ein internationales Netzwerk von lokalen Technikern zugreifen, ohne selbst mit Niederlassungen vertreten sein zu müssen. Da bisher allerdings vor allem kleinere Projekte von den Kunden in Auftrag gegeben wurden, sind die Umsätze noch gering. Geht die Unternehmensstrategie auf, vermehrt international ausgerichtete Kunden zu akquirieren, dürften die Umsätze deutlich steigen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

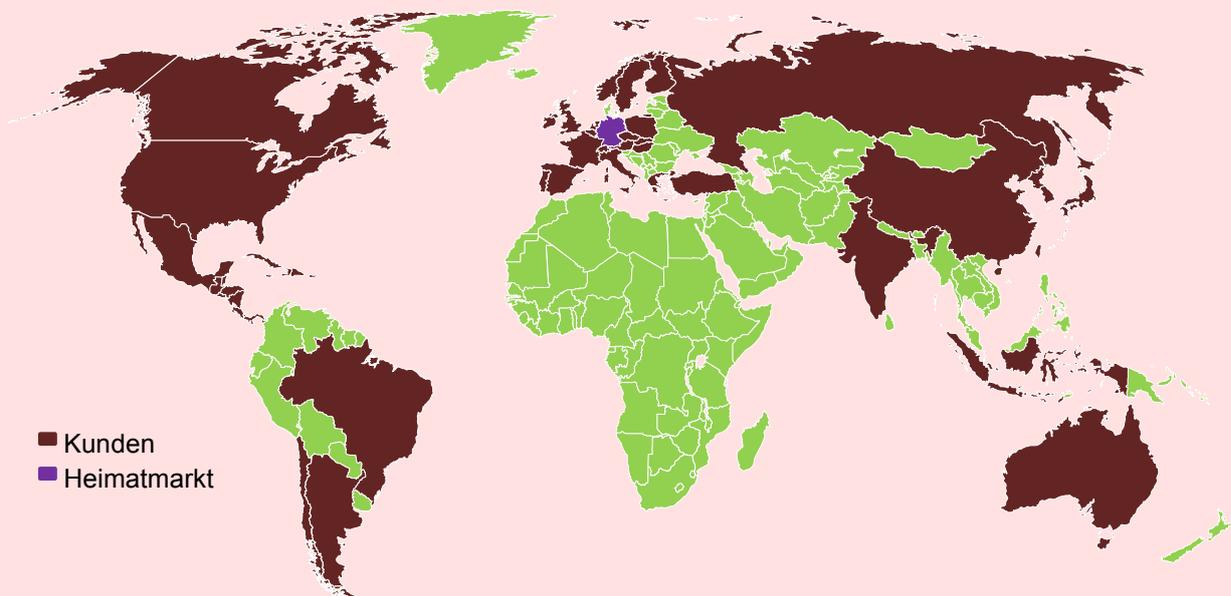
Sogar eine globale Präsenz kann amalphi anbieten

Durch Kooperationen mit international aufgestellten Partnern ist amalphi sogar in der Lage, weltweit einheitliche Service- und Wartungskonzepte anzubieten. Durch dieses Netzwerk unterscheidet sich amalphi von den meisten kleineren TPM-Anbietern, die oftmals nur regional vertreten sind. Zu den Unternehmen, die amalphi weltweit betreut, gehören große Reedereien ebenso wie führende Einzelhandelsunternehmen.

Ziel ist es, deutsche Unternehmen bei ihrer Expansion im Ausland zu begleiten und diesen ein Servicekonzept basierend auf einem deutschen Preismodell anzubieten.

Die Unternehmensstrategie, international tätige Unternehmen in den Fokus der Kundenakquisition zu rücken, wurde im vergangenen Jahr verabschiedet. Dabei gilt die besondere Aufmerksamkeit den sogenannten Hidden Champions, deutschen Unternehmen also, die weltweit tätig sind und einheitliche Service- und Wartungsverträge auch für ihre ausländischen Niederlassungen abschließen wollen. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass die Kunden nach u. E. vermutlich mit kleineren Erstaufträgen die Fähigkeiten und Potenziale des Service-Providers testen, ehe sie größere internationale Aufträge vergeben. Insofern werden erst die kommenden Jahre zeigen, inwieweit es amalphi gelingt, die gewählte Internationalisierungsstrategie erfolgreich umzusetzen.

ABBILDUNG 9: GEOGRAPHISCHE PRÄSENZ (WELT)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Langfristige, aber keine exklusive Kundenbeziehungen

amalphi verfügt nach u. E. über ein ausgewogenes Kundenportfolio, in dem der größte Kunde etwa 7,7% (2014) zum Umsatz beiträgt. Insofern bestehen zwar Abhängigkeiten von einzelnen Auftraggebern, diese sind laut Aussage der Gesellschaft jedoch beherrschbar. Da die Kunden im Durchschnitt sehr gute Bonitäten aufweisen, hatte amalphi bisher keine größeren Forderungsausfälle zu verzeichnen. Typische Kunden von amalphi sind mittelständische Unternehmen und Großkonzerne aus unterschiedlichen Branchen wie Banken, Versicherungen, Produktion, Dienstleistungen, Handel und Behörden.

Die Laufzeit der Verträge bewegt sich in der Regel zwischen ein und zwei Jahren, also eher im kurzfristigen Bereich. Da allerdings ca. 80% aller bestehenden Verträge verlängert werden, kann die Kundenbindung als nach u. E. langfristig qualifiziert werden. Allerdings werden Service-Verträge von den Geschäftskunden in der Regel nicht mit amalphi allein abgeschlossen, sondern aus Risikoerwägungen an mehrere TPM-Dienstleister vergeben.

Unternehmensgeschichte

Überblick über die Unternehmensgeschichte

Von Anfang an bestand der Geschäftszweck der im Juni 2003 von Hans-Jürgen Kuhn gegründeten amalphi AG in der Konzeption und der Erbringung herstellerunabhängiger Wartungs- und Service-Dienstleistungen im Bereich der IT-Hardware. Heute ist amalphi einer der führenden deutschen herstellerunabhängigen IT-Dienstleister (Third Party Maintenance, TPM) für die Fehlerbehebung von IT-Hardware über kundenspezifische Service Level Agreements (SLAs). Die Dienstleistungen von amalphi werden in der Regel nach Ablauf der von Herstellern gewährten Garantielaufzeit von drei Jahren nachgefragt, wobei amalphi herstellerunabhängig vergleichbare Serviceleistungen – jedoch nach eigenen Aussagen zu deutlich niedrigeren Kosten als die Hersteller selbst – erbringen kann. Für dieses Konzept erhielt amalphi mehrmals die Auszeichnung „Innovationspreis des Mittelstands“.

Zur Finanzierung der weiteren Unternehmensexpansion erfolgte im August 2011 ein Listing an der Frankfurter Wertpapierbörse. Ein Jahr später wurde über eine Kapitalerhöhung erstmals externes Kapital eingeworben. Im Jahr 2014 wurde das Tochterunternehmen service & more GmbH gegründet, um zusätzliche Dienstleistungen im Bereich IT anbieten zu können. Gegenwärtig hat amalphi nach eigenen Angaben Zugriff auf rund 1.500 Techniker weltweit, davon 200 in Deutschland.

ABBILDUNG 10: UNTERNEHMENSGESCHICHTE IM ÜBERBLICK



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bis zum Börsengang im Jahr 2011 war amalphi ein gründergeführtes Unternehmen. Nach dem Börsengang erfolgten personelle Veränderungen, so dass sich das Management aktuell aus dem Alleinvorstand Siegfried Schmidt und einem dreiköpfigen Aufsichtsrat zusammensetzt.

Erfahrenes Management

Die Mitarbeiter von amalphi setzen sich zum überwiegenden Teil aus Vertriebs-spezialisten, vor-Ort- und Helpdesk-Technikern sowie Projektmanagern zusammen. Geleitet wird das Unternehmen derzeit von **Siegfried Schmidt** (CEO), der 2013 in den Vorstand der Gesellschaft berufen wurde. Davor war Siegfried Schmidt bereits als verantwortlicher Direktor für die Bereiche Sales & Marketing über mehrere Jahre für amalphi tätig. Insgesamt blickt Siegfried Schmidt auf mehr als 30 Jahre internationale Erfahrung in leitenden Funktionen in der IT- und Telekommunikationstechnologie zurück.

Aufsichtsrat

Auch die Mitglieder des Aufsichtsrats wurden im Zuge der Börsennotierung neu gewählt. Der Aufsichtsrat setzt sich aus drei Mitgliedern zusammen:

- ⑤ **Peter Biewald** ist seit Mai 2011 Vorsitzender des Aufsichtsrats von amalphi. Nach mehreren Positionen im Finanzbereich bei Großkonzernen ist Peter Biewald derzeit Finanzvorstand eines börsennotierten Unternehmens, der Catalis SE. Darüber hinaus hat er weitere Aufsichtsrats- und Beiratsmandate inne.
- ⑤ **Joachim Gläser** ist stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender und bereits seit Gründung der amalphi AG im Aufsichtsrat des Unternehmens. Joachim Gläser ist Insolvenzverwalter mit einer eigenen Kanzlei.
- ⑤ **Markus Künzle** ist seit mehr als 20 Jahren als selbständiger Vermögensverwalter tätig.

Aktionärsstruktur

Nach dem Börsengang im Jahr 2011, bei dem 1,0 Mio. Stück Aktien notiert wurden, hat amalphi zwei Kapitalerhöhungen durchgeführt und dabei EUR 1,3 Mio. eingeworben. Aktuell sind rund 1,6 Mio. Stück Aktien ausgegeben, die sich nach Aussage der Gesellschaft vollständig im Free Float befinden. Darüber hinaus hat das Unternehmen durch Private Placements zwei Nachrangdarlehen im Volumen von EUR 0,5 Mio. bzw. knapp USD 1,3 Mio. emittiert.

Notierung im Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse

Die Aktien der amalphi AG sind im Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse notiert. Verantwortlich für das Listing zeichnete die BankM, die für die Gesellschaft nach wie vor als Listing Partner aktiv ist. Als reines Listing war der Börsengang nicht mit einer Kapitalerhöhung verbunden. Nach dem Börsengang wurden allerdings in zwei Kapitalerhöhungen insgesamt EUR 1,3 Mio. eingeworben.

Managergeführtes Unternehmen

Der Gesellschaft sind keine Aktionäre bekannt, die über nennenswerte Anteile am Unternehmen verfügen. Schätzungen des Managements zufolge liegt der Free Float bei 100%. Dies entspricht einer Free Float-Marktkapitalisierung von aktuell EUR 3,6 Mio. Das Management hält derzeit keine Aktien an der Gesellschaft.

Keine Dividende bis Ende unseres Prognosehorizonts erwartet

Als klassisches Wachstumsunternehmen wird nach u. E. von amalphi nicht erwartet, dass das Unternehmen in der derzeitigen Phase des Lebenszyklus Dividenden ausschütten wird. Innerhalb unseres Prognosehorizonts haben wir dementsprechend keine Gewinnausschüttung modelliert.

Bis mindestens 2017e rechnen wir nicht mit einer Dividendenausschüttung.

Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken

Wir sehen folgende unternehmensbezogene **Stärken** von amalphi:

Stärken

- ⑤ **Multi Vendor Expertise:** amalphi deckt praktisch alle Hardwareplattformen aller bekannten Hersteller ab und kann somit als One-Stop-Shopping-Lösung betrachtet werden.
- ⑤ **Investitionsschutz durch das Produkt „amalphi IP“:** Die Besonderheit von amalphi IP besteht darin, dass sämtliche Aufwendungen zur Entstörung der Kunden-IT, die bei amalphi anfallen, von amalphi bei einer deutschen Versicherung abgedeckt sind. Damit ergibt sich für amalphi kein wirtschaftliches Risiko aus den abgeschlossenen Wartungsverträgen – ganz im Gegensatz zu anderen TPM-Anbietern, die über einen derartigen Versicherungsschutz nicht verfügen.
- ⑤ **Attraktive Preisgestaltung:** amalphi ist in der Lage, die erbrachten Services deutlich günstiger als die relevanten OEMs anzubieten. Die sich hieraus auf der Kundenseite ergebende Kostenersparnis ist nach Unternehmensangaben signifikant und gerade in Zeit erhöhten Kostendrucks ein Argument, sich für amalphi als herstellerunabhängigen Service Provider zu entscheiden.
- ⑤ **Hohe Kundentreue:** Aufgrund der hohen Wechselrisiken sind die Kundenbeziehungen langfristig angelegt. Der Verlust eines Kunden ist zwar grundsätzlich möglich, aber in der Realität selten, sofern vertragskonform geliefert wird. So hat amalphi nach eigenen Angaben seit der Unternehmensgründung aus dem regulären Geschäft nur wenige Kunden an Wettbewerber verloren.
- ⑤ **Weltweiter Service:** amalphi gehört zu einer geringen Anzahl von Unternehmen, die den Kunden über ihr Netzwerk weltweit IT-Services anbieten können. Gerade für das exportorientierte Deutschland mit einer Vielzahl von international tätigen Unternehmen ist dies nach u. E. ein entscheidendes Kriterium bei der Auswahl des Service-Providers.
- ⑤ **Hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells:** Durch die Partnerstruktur im Service-Bereich ist das Geschäftsmodell von amalphi grundsätzlich hoch skalierbar, da der Aufbau einer eigenständigen Service-Struktur vermieden werden kann.
- ⑤ **Bonitätsstarkes Kundenportefeuille:** Das Kundenportefeuille von amalphi zeichnet sich nach Einschätzung des Managements durch seine hohe Bonität aus. Forderungsausfälle fallen dementsprechend nur selten an. Dies wird belegt durch die Gewinn- und Verlustrechnung des Unternehmens, in der Abschreibungen von Forderungen praktisch keine Rolle spielen.
- ⑤ **Mix aus externen Service-Providern und eigenen Mitarbeitern:** Zentrales Element der Unternehmensstrategie ist es, durch die Kooperation mit externen Dienstleistern die Kostenstrukturen möglichst flexibel zu halten. So wurde erst im Jahr 2014 eine eigene Servicegesellschaft, die service & more IT-Competence GmbH, aufgebaut, deren Geschäftszweck darin besteht, IT-Service-Opportunitäten über das bisherige Stammgeschäft hinaus wahrzunehmen.
- ⑤ **Marktvolumen und steigende Profitabilität:** Durch das inzwischen angepasste, schlanke Geschäftsmodell sollte amalphi im Jahr 2015e nach unseren Schätzungen erstmals seit dem Börsengang profitabel werden und Umsätze sowie Profitabilität in den nachfolgenden Jahren weiter ausbauen können. Hierzu dürfte auch der erhebliche Kostendruck bei den Endkunden beitragen, da TPM- (Third Party Maintenance-) Modelle den Kunden erhebliche Kostenvorteile bei praktisch identischen Serviceleistungen anbieten können.
- ⑤ **Intelligente Kundenakquisition:** Die aktive Kundenakquisition von amalphi konzentriert sich auf ausgewählte Hidden Champions, in deren Auftrag amalphi in der Regel tätig wird, und erfolgt überwiegend durch persönliche Kontakte. Breit angelegte und damit teure Marketingkampagnen über klassi-

sche Werbeträger sind daher nicht erforderlich.

- ⑤ **Effiziente Auftragsabwicklung:** Eine weitere Stärke des Unternehmens sieht das Management in der Einhaltung der mit den Kunden abgeschlossenen SLAs. Hier wird derzeit eine Quote von über 95% erzielt. Das zeugt von einem sehr hohen Qualitätsstandard.
- ⑤ **Kein externes Wachstum:** In der Vergangenheit hat sich amalphi – ganz im Gegensatz zu vielen anderen, gerade börsennotierten IT-Dienstleistern – externem Wachstum enthalten. Von den mit externem Wachstum insbesondere im IT-Umfeld verbundenen Problemen – wie unterschiedliche Unternehmenskulturen oder der Verlust wichtiger Schlüsselmitarbeiter nach Übernahmen – ist amalphi damit verschont geblieben.

Wir sehen die folgenden unternehmensbezogenen **Schwächen** von amalphi:

Schwächen

- ⑤ **Negatives Eigenkapital:** Das Eigenkapital von amalphi wird seit 2013 nicht mehr durch das Vermögen gedeckt. Zum Ausgleich wurden zwei Nachranganleihen mit einem Gesamtbetrag von insgesamt rund EUR 1,6 Mio. begeben. In unseren Schätzungen gehen wir zwar davon aus, dass amalphi bis zum Ende unserer Detailplanungsphase Freie Cashflows erwirtschaften wird, die zur vollständigen Tilgung der Anleihen ausreichen, eine Verfehlung unserer Prognosen könnte jedoch gravierende Konsequenzen auf die Stellung der Aktionäre haben.
- ⑤ **Es bestehen Abhängigkeiten von technischen Service-Providern:** Bei der Erfüllung der Wartungsverpflichtungen greift amalphi auf externe Service-Provider zurück. Das Marktimage und damit das Geschäftsmodell von amalphi ist damit stark von der Qualität der Wartungsdienstleistungen Dritter abhängig. Beides hat insbesondere in den Jahren 2011 und 2012 durch Schlechtleistungen eines technischen Service-Providers erheblich gelitten. Um die Abhängigkeit von einzelnen Service-Providern zu verringern, hat amalphi die Single-Provider-Strategie inzwischen eingestellt und mit der Gründung von service & more ein internes Gegengewicht aufgebaut.
- ⑤ **Fragmentierter Markt erschwert Akquise von Neukunden:** Der Markt der TPM-Dienstleistungen ist stark fragmentiert, ein echter Marktführer hat sich noch nicht herauskristallisiert. Damit gestaltet sich die Neukundenakquise als schwierig. amalphi fokussiert sich daher inzwischen auf international tätige Hidden Champions und größere Projekte, in denen amalphi der Ansicht ist, den Kunden klare Vorteile gegenüber anderen Anbietern anbieten zu können.
- ⑤ **Abhängigkeit vom Versicherer:** Das amalphi IP Modell beruht auf einer Partnerschaft mit einer Versicherung. Würde diese Partnerschaft von der Versicherung beendet werden, hätte dies aus unserer Sicht erhebliche Auswirkungen auf das Geschäftsmodell von amalphi.
- ⑤ **Abhängigkeit von einzelnen Kunden:** Auf Konzernebene wurden im vergangenen Geschäftsjahr 53,5% der Erlöse mit den zehn wichtigsten Kunden erwirtschaftet. Der größte Einzelkunde war für 7,7% der Konzernenerlöse verantwortlich. Als oft global tätige Gesellschaften sind diese Kunden regelmäßig mit einer erheblich größeren Finanzkraft ausgestattet als amalphi. Darüber hinaus sehen wir aktuell regionale Abhängigkeiten, insofern als die Erlöse bisher fast vollständig im Inland erzielt werden. Damit hat die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Deutschland erhebliche Auswirkungen auf amalphi. Allerdings führt eine Abschwächung der Konjunktur bei den Unternehmen auch zu einem erhöhten Kostendruck, wodurch wiederum die Dienstleistungen von amalphi verstärkt nachgefragt werden könnten.
- ⑤ **Währungsrisiken aus der Nachranganleihe:** Anfang dieses Jahres hat amalphi eine in US-Dollar denominierte Nachranganleihe in Höhe von knapp USD 1,3 Mio. begeben, die zwischenzeitlich auch größtenteils gezeichnet wurde. Angabegemäß wurden die Zins- und Tilgungsleistungen nicht gehedgt. Da die Kosten von amalphi ausschließlich in Euro anfallen, ergeben sich erhebliche Wechselkursrisiken.
- ⑤ **Liquiditätsrisiko der Aktie:** Mit einer Marktkapitalisierung von derzeit EUR 3,6 Mio. ist amalphi ein Nano-Cap und für ein Engagement großer institutioneller Investoren zu klein. Mit einem Börsenumsatz von nicht selten nur we-

nigen hundert Aktien muss auch die teilweise niedrige Liquidität der Aktie beachtet werden.

Nachstehende **Chancen** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie amalphi tätig ist:

Chancen

- ⑤ **Trend zur Verlängerung von Wartungsverträgen:** Die Verlängerung von Wartungsverträgen über die von den Herstellern angebotenen Garantiefri-
sten hinaus ist für die meisten Unternehmen wirtschaftlich sinnvoll: So stehen
die Kunden von amalphi vor der permanenten Herausforderung, die Kosten
ihrer IT-Infrastruktur zu senken. Dies wird ihnen durch die Verlängerung der
Wartungsverträge und die Vermeidung der Beschaffungskosten von IT-
Hard- und -Software relativ einfach ermöglicht. Zugleich profitieren die Un-
ternehmen von einem ausgebildeten Netzwerk von Technikern, das amalphi
über Jahre hin aufgebaut hat.
- ⑤ **Trend zum Outsourcing wohl begründet:** Die Gründe, Wartung und Re-
paratur von technischen Geräten sowie Services an Spezialunternehmen
wie amalphi zu übertragen, sind vielfältig: So stehen die meisten Kunden
von amalphi vor der permanenten Herausforderung, Kosten zu senken und
sich auf ihre jeweiligen Kernkompetenzen zu fokussieren. Durch das Out-
sourcing des Produkt-Supports vermeiden die Unternehmen einerseits die
Kosten für die Beschäftigung ausgebildeter Servicekräfte, profitieren ande-
rerseits vom Netzwerk eines Spezialanbieters wie amalphi. Insbesondere in-
ternational tätige Unternehmen können davon profitieren, dass sie nur mit
einem Anbieter einen bestimmten Servicevertrag abschließen müssen.
- ⑤ **Keine Möglichkeit des IT-Offshoring:** Im Gegensatz zu weiteren Berei-
chen des Business Process Outsourcing besteht bei ortsgebundenen TPM-
Dienstleistungen keine Gefahr, dass Teile der IT-Ressourcen und -Wert-
schöpfungskette in kostengünstige Niedriglohnländer exportiert werden
(sog. „IT-Offshoring“).
- ⑤ **Potenzielle Übernahmespekulationen:** Als gering verschuldeter Small
Cap mit Turnaround-Potenzialen erscheint das Unternehmen ein grundsätz-
liches Übernahmeziel für die global tätigen IT-Dienstleister zu sein, etwa um
das Personal oder die Kundenbeziehungen zu übernehmen oder in die Zu-
sammenarbeit mit der Versicherung einzusteigen.

Nachstehende **Risiken** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie amalphi tätig ist:

Risiken

- ⑤ **Wettbewerb um qualifizierte Mitarbeiter:** amalphi steht in permanentem
Wettbewerb mit anderen Unternehmen um die Rekrutierung gut ausgebilde-
ter Vertriebsmitarbeiter. In der Vergangenheit hatte amalphi nach eigenen
Angaben erhebliche Schwierigkeiten, die angestrebten Mitarbeiterzahlen an
qualifizierten Kräften zu erreichen.
- ⑤ Der Markt ist von einer **hohen Wettbewerbsintensität bei niedrigen
Markteintrittsbarrieren** geprägt. In diesem Umfeld muss sich amalphi als
kleines Unternehmen gegenüber den weitaus größeren und mit erheblicher
Finanzkraft ausgestatteten internationalen IT-Dienstleistern behaupten und
auch gegenüber kleinen, regionalen Mitwettbewerbern, die zu erheblichen
Preiszugeständnissen bereit sein könnten.
- ⑤ **Zeitliche Befristung der Vertragsbeziehungen:** Die Wartungsverträge mit
den Kunden von amalphi sind zeitlich befristet, in der Regel auf ein oder
zwei Jahre, höchstens jedoch auf 60 Monate. Bei Zufriedenheit des Kunden
werden die Verträge nach einer Neuanschaffung von Hardware und dem
Auslaufen der Herstellergarantie allerdings in der Regel bei amalphi erneu-
ert, zumal die Wechselkosten und -risiken erheblich sein können. Eine Ga-
rantie hierfür besteht allerdings nicht.
- ⑤ **Keine Exklusivität der Kundenbeziehungen:** Darüber hinaus werden
Outsourcing-Verträge mit großen Kunden in der Regel nicht auf einer exklu-
siven Basis abgeschlossen, sondern von diesen aus Risikogründen oft auf
mehrere Dienstleister verteilt.
- ⑤ **Verweigerungshaltung der Hersteller:** Um eine Abwanderung der Kunden
hin zu herstellerunabhängigen Third-Party-Maintenance-Anbietern zu ver-

hindern, verweigern Hersteller diesen häufig den Zugriff auf Updates und Patches.

- Ⓢ **Risiko des externen Wachstums:** In der Vergangenheit erfolgte der Eintritt in neue Märkte oder Segmente ausschließlich durch Kooperationen und Partner. Sollte amalphi das eigene Wachstum überraschenderweise anorganisch beschleunigen wollen, bleibt als Möglichkeit hierzu die Übernahme anderer Unternehmen. Erfahrungsgemäß scheitern Übernahmen im IT-Dienstleistungssektor häufig an unterschiedlichen Unternehmenskulturen oder am Verlust wichtiger Schlüsselmitarbeiter nach der Übernahme, so dass eine M&A-Strategie grundsätzlich mit Risiken behaftet ist.

Der Markt für IT-Services

Generische Herausforderungen der IT-Services-Industrie betreffen insbesondere die IT-Infrastrukturen (z. B. Breitband, Big Data), die Datensicherheit und die Rekrutierung sowie das Halten von qualifizierten Mitarbeitern bei gleichzeitiger Begrenzung der Gehaltsforderungen. In diesem Umfeld stehen IT-Dienstleister seit einiger Zeit aber auch vor neuen Herausforderungen: Cloud Computing, das mobile Internet und das Internet der Dinge, Treiber eines Paradigmenwechsel, der die Rolle der IT grundlegend verändert.

IT-Weltmarktvolumen für 2015e wird mit USD 2,3 Bio. prognostiziert

Der Weltmarkt für IT-Produkte und IT-Dienstleistungen belief sich im vergangenen Jahr auf USD 2,2 Bio. (+5,6% YoY). Für das laufende Jahr wird ein Anstieg des Marktvolumens auf knapp USD 2,3 Bio. erwartet (+5,3 YoY). Klassische IT-Services-Kategorien wie das IT-Outsourcing und IT-Consulting sind mit USD 0,9 Mrd. für rund 38,9% des gesamten IT-Weltmarktes verantwortlich.

TABELLE 7: IT-WELTMARKT NACH SEGMENTEN

USD Mrd.	2009	2010	2011	2012	2013	2014	CAGR 2009-14
Weltmarkt	1.688,0	1.836,0	2.014,0	2.021,0	2.068,0	2.220,0	5,6%
IT-Outsourcing	303,0	326,0	361,0	379,0	411,0	442,0	7,8%
IT-Consulting	334,0	363,0	403,0	489,0	389,0	421,0	4,7%
Software	425,0	457,0	502,0	519,0	542,0	568,0	6,0%
Communications and Equipment	293,0	315,0	333,0	327,0	322,0	373,0	4,9%
Computer Equipment	333,0	375,0	415,0	407,0	404,0	416,0	4,6%

QUELLE: FORRESTER RESEARCH, SPHENE CAPITAL

CAGR des IT-Gesamtmarktes wird bis 2016e bei 7,5% erwartet

Nachdem die durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten (CAGR) für den Zeitraum 2009-14 bei etwa 5,6% gelegen haben, wird für den bevorstehenden Vierjahreszeitraum mit einem ähnlichen Wachstum gerechnet. Marktforschungsinstitute wie Forrester Research erwarten eine CAGR 2014-16e von 5,8%. Damit würde der IT-Weltmarkt bis zum Jahr 2016e auf ein Volumen von knapp USD 2,5 Bio. anwachsen.

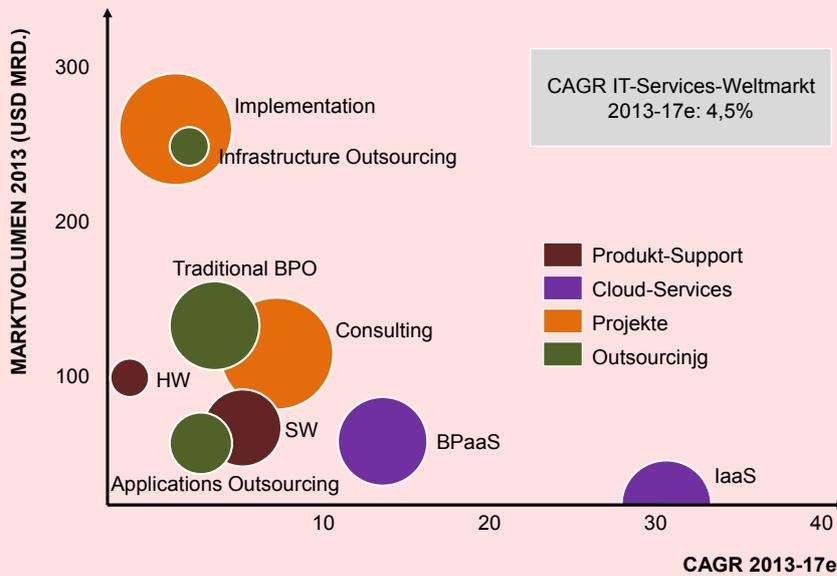
Fragmentierter Markt für IT-Services

Der Markt für IT-Services, also der Markt für die Entwicklung, Implementierung, Konfiguration, Wartung und Support von Computersystemen und -produkten, ist stark fragmentiert und besteht bereits auf Länderebene aus zahllosen, meist nur lokal tätigen Anbietern. Überregionale oder internationale Anbieter sind in der Minderheit und decken lediglich kleine Teile des Gesamtmarktes ab. Und so ist IBM mit einem Marktanteil von 3,5% der weltweit führende IT-Dienstleister, gefolgt von Microsoft (2,5%), HP (2,3%) und Google (1,8%). Dass sich rund 90,0% des Gesamtmarktes auf zahllose Anbieter verteilen, verdeutlicht die hohe Fragmentierung dieser Industrie.

Konvergenz der IT-Dienstleistungen

In der Vergangenheit haben IT-Dienstleister entweder Geschäftsfunktionen wie HR, Finance oder die Supply Chain unterstützt, oder aber sie waren schwerpunktmäßig für bestimmte Industrien wie Manufacturing, Pharmaceuticals oder auch den Einzelhandel tätig. Neue Technologien wie Cloud Computing, Big Data und das mobile Internet werden dagegen die Aufspaltung in Geschäftsfunktionen und Industrien nach unserer Ansicht sukzessive verringern und ein gesamtweitliches Denken in der Industrie fördern.

ABBILDUNG 11: IT-SERVICES-WELTMARKT NACH SEGMENTEN



Die IT-Services-Märkte entwickeln sich unterschiedlich. Höchste Wachstumspotenziale versprechen Infrastructure as a Service (IaaS) und Business Process as a Service (BPaaS). Wo IaaS virtuelle Server, PaaS Datenbanken bzw. andere Middleware-Plattformen und SaaS eine bestimmte Softwarekategorie wie CRM anbieten, ist BPaaS eine zusätzliche Schicht, in der Software für einen bestimmten Workflow zugeschnitten und als „a-Service“ ausgeliefert wird.

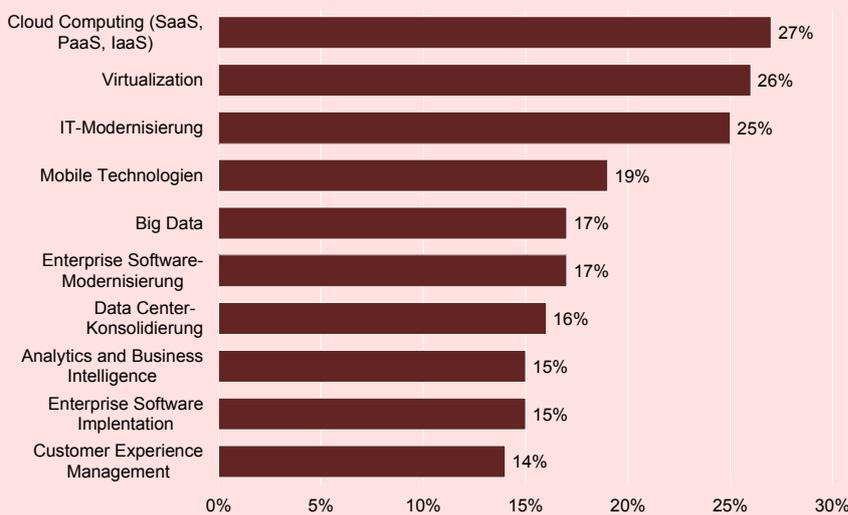
SaaS; Software as a Service
PaaS; Platform as a Service
IaaS; Infrastructure as a Service

QUELLE: GARTNER GROUP, SPHENE CAPITAL

Prioritätenliste

Ganz oben auf der Prioritätenskala der Unternehmen rangieren die Themenfelder Cloud Computing, Virtualization und die Modernisierung der IT-Infrastruktur.

ABBILDUNG 12: TOP 10 IT-PRIORITÄTEN 2014



QUELLE: GARTNER GROUP, SPHENE CAPITAL

Umsatzwachstum ist der mit Abstand bedeutendste Werttreiber: In der klassischen Bewertungstheorie hat Wertschöpfung zwei Wurzeln: Wachstum und ROCE. Nach einer Erhebung von McKinsey (auch eine Erhebung von pwc kommt zu einer ähnlichen Aussage) sind in der IT-Services-Industrie wachstumsstarke Unternehmen für einen Aktionär um den Faktor 5 rentabler als Unternehmen mit einem durchschnittlichen Wachstum von unter 20% pro Jahr. Gleichzeitig haben wachstumsstarke Unternehmen eine um 60% höhere Wahrscheinlichkeit als wachstumsschwache Unternehmen, die Umsatzschwelle von

EUR 1,0 Mrd. zu erreichen, nachdem sie einmal die EUR 100,0 Mio.-Schwelle überschritten haben. Wachstum durch das Ausschöpfen der derzeitigen Megatrends und Innovationen ist demnach in der IT-Services-Industrie ungleich wichtiger als Profitabilität bzw. Kosteneinsparungen: Statistisch gesehen können kleine und mittlere Unternehmen ihre Marktkapitalisierung durch Umsatzwachstum weit stärker ausdehnen als durch Margin-Expansion, wobei eine langfristige Strategie selbstverständlich auch die Rentabilität in das Blickfeld nehmen muss.

Mega-Trends

Fünf Mega-Trends sowie das Internet der Dinge sind aus unserer Sicht geeignet, die Welt der IT-Dienstleistungen nachhaltig zu verändern:

- ⑤ **Cloud Computing:** In den vergangenen Jahren hat das Cloud Computing, also die Bereitstellung von IT-Lösungen als Service über das Internet, die Anschaffung einzelner Lösungspakete in vielen Bereichen verdrängt. Das Cloud Computing hat die Vergabe der IT-Budgets flexibilisiert und der Wettbewerbsunterschied zwischen den IT-Landschaften von großen gegenüber kleinen Unternehmen hat sich soweit reduziert, dass beide sich in ihren IT-Landschaften kaum mehr unterscheiden. Cisco rechnet in den Jahren zwischen 2013 bis 2018e mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum der Ausgaben für Cloud Computing von 24%. Auch wenn die Schätzungen der verschiedenen Berater variieren, so erwarten dennoch alle eine Beschleunigung der Wachstumsraten. Diese wird nach einheitlicher Auffassung angeführt werden von SaaS (Software-as-Service), gefolgt von Platform-as-a-Service (PaaS) und Infrastructure-as-a-Service (IaaS).
- ⑤ **Mobile Computing:** Weltweit gibt es inzwischen viermal so viele Mobiltelefone wie Festnetzanschlüsse. Mobiltelefone werden nicht mehr nur für Gesprächsverbindungen verwendet, sondern zur Informationsbeschaffung, zur Bezahlung und zum Kaufen bzw. Verkaufen von Waren und Dienstleistungen. Vorangetrieben wird die Entwicklung durch das mobile Breitbandinternet und noch leistungsfähigere Internetverbindungen sowie neue Dienstedienste, womit das mobile Internet zukünftig für einen Großteil des gesamten Internet-Verkehrs verantwortlich sein wird.
- ⑤ **Big Data** steht für die enormen Datenvolumen aus der Verarbeitung von strukturierten und unstrukturierten Daten. Kennzeichnend für Big Data sind drei Eigenschaften, die als die drei V beschrieben werden können: Mehr Volumen, mehr Vielfalt und höhere Velocity, also Geschwindigkeit. Im Zeitraum von 2005 bis 2010 hat sich das Gesamtvolumen der digitalen Datenmenge von 150 Exabytes (ein Exabyte entspricht 1 Mrd. Gigabyte) auf 1.200 Exabytes oder 1,2 Zettabytes verachtfacht. In den kommenden Jahren wird ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 40,0% prognostiziert, was dem etwa 40-fachen des Weltbevölkerungswachstums entspricht.
- ⑤ **In-Memory Computing:** Eine Folge von Big Data ist die Etablierung von alternativen Ansätzen zu den bisherigen Speicher- und Datenbanksystemen. Mit Hilfe von intelligenten Technologien und Analytik-Lösungen sowie integrierten Speicherlösungen ist es möglich geworden, Daten nahezu in Echtzeit auszuwerten und zu analysieren. Die Vorteile der In-Memory Analyse sind eine extrem verbesserte Leistungsfähigkeit bei deutlich niedrigeren Kosten.
- ⑤ **Internet der Dinge:** Das Internet der Dinge, englisch Internet of Things (abgekürzt IoT, der Begriff geht auf einen gleichnamigen Aufsatz aus dem Jahr 1991 zurück, dem Jahr, in dem das Internet „live“ gegangen ist) beschreibt die langfristigen Folgen einer weitreichenden Vernetzung von Computern mit sonstigen physischen Geräten, Maschinen und Infrastrukturen und Geräten.

Herausforderungen für die IT-Services-Industrie

Diese Entwicklungen stellen auch die IT Services-Industrie vor geänderte Erwartungen und neue Herausforderungen. Kosteneinsparungen durch das Outsourcing des klassischen Service-Desks bzw. die Nutzung von günstigeren Beschäftigungsmöglichkeiten (Arbeitskräfte-Arbitrage) bleiben zwar ein wichtiges Ziel, doch es steht nicht mehr im Vorrang. In den Vordergrund treten dagegen technologieorientierte Wertsteigerungen für die Kunden und damit anspruchsvollere Serviceleistungen. Zu diesen zählen wir insbesondere die Themen Prävention

Neue anspruchsvolle Serviceaufgaben sind die Prävention und Anwendungssicherheit sowie Automation und Analytik

und Anwendungssicherheit, Automation und Analytik und eine grundsätzliche proaktivere Gestaltung von IT-Anwendungen. Dazu muss die IT-Serviceindustrie vor allem auf die Rekrutierung und das Halten von hochqualifizierten Mitarbeitern setzen, deren Qualifikation zu einem wesentlichen Differenzierungsfaktor wird.

- Ⓢ Prävention und Anwendungssicherheit:** Unternehmen benötigen umfassende und intelligente IT-Sicherheitslösungen. Dies gilt nicht nur zur Abwehr der Bedrohung durch neuartige Angriffe, insbesondere Advanced Persistent Threats, kurz APTs, sondern auch um neue regulatorische Anforderungen (IT-Sicherheitsgesetz, EU-Datenschutzreform) zu erfüllen. Lücken in der Sicherheit von Informationen und Daten können auch zu einer Bremse für die Durchsetzung des IoT werden, wenn die Entwicklung neuer Standards nicht mit den technischen Möglichkeiten mithält. Laut einer aktuellen Studie des Branchenverbands BITKOM waren 51% der Unternehmen in Deutschland in den zurückliegenden zwei Jahren von digitalen Angriffen betroffen. Der geschätzte Schaden liegt bei EUR 51,0 Mrd. jährlich. Registriert wurden dabei Diebstähle von IT- und Kommunikationsgeräten (28,0%), Social Engineering, also die Manipulation von Mitarbeitern (19,0%), Diebstähle von sensiblen elektronischen Dokumenten und Daten (17,0%), die Sabotage von IT-Systemen oder Betriebsabläufen (16,0%) sowie das Ausspähen der elektronischen Kommunikation (8,0%) und das Abhören von Besprechungen und Telefonaten (8,0%).
- Ⓢ Automation und Analytik:** Durch die Sammlung und intelligente Nutzung von Daten (Big Data Analytics) lassen sich nicht nur Entscheidungsprozesse, sondern auch andere interne Prozesse optimieren. Dabei ist es möglich, potentielle bzw. zukünftige IT-Probleme bereits im Vorfeld zu identifizieren und diesen gegenzusteuern. Durch automatisierte Plattformen werden darüber hinaus Prozesse und damit die Tätigkeit der IT-Spezialisten effizient gesteuert, was den genau umgekehrten Weg gegenüber klassischen Ansätzen beschreibt.

ABBILDUNG 13: AUFGABEN DER IT-SERVICEANBIETER



Kostenvorteile bleiben ein wichtiges Argument für das Outsourcing von IT-Dienstleistungen, ihre Bedeutung schwächt sich jedoch ab während der Bedarf nach proaktiven IT-Serviceleistungen sukzessive steigt.

QUELLE: GARTNER GROUP

Koordinierung von parallelen IT-Serviceleistungen

Darüber hinaus ergeben sich als Chance für die Dienstleister weitere Differenzierungsmöglichkeiten. Kunden übertragen ihre IT-Themen nicht mehr nur an einen einzelnen Outsourcing-Anbieter, sondern sie beauftragen verschiedene Spezialisten für ihre jeweils komplexen IT-Serviceaufgaben. Während die Leistungen der IT-Services damit einerseits immer werthaltiger werden, erfordert die möglicherweise steigende Anzahl von verschiedenen IT-Servicespezialisten innerhalb der Organisation der einzelnen Kunden andererseits ein zusätzliches Maß an Koordination bzw. aus der Sicht der Serviceanbieter ein noch intensiveres Management der Kundenbeziehungen.

Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen

amalphi generiert den Großteil seiner Erlöse über volumenabhängige Transaktionserlöse. Das heißt: Je mehr Wartungsverträge abgeschlossen werden, desto höher sind die Einnahmen der Gesellschaft. Die Kostenseite wird von Versicherungsprämien, SLA-Gebühren und Materialeinkäufen für Ersatzteile dominiert.

Im vergangenen Jahr hat amalphi Umsätze bzw. operative Erträge in Höhe von EUR 3,1 Mio. bzw. EUR -0,4 Mio. erwirtschaftet. Wir erwarten, dass amalphi im laufenden Jahr erstmals seit 2010 wieder ein positives operatives Ergebnis erreichen wird. Auf Konzernebene erwarten wir Umsätze von EUR 4,0 Mio. (+30,0% YoY) und ein EBIT von knapp EUR 0,2 Mio. Für 2016e rechnen wir mit einer weiteren Verbesserung von Umsatz und EBIT auf dann EUR 4,9 Mio. (+23,5% YoY) bzw. EUR 0,3 Mio.

amalphi erzielt hauptsächlich volumenabhängige Transaktionserlöse

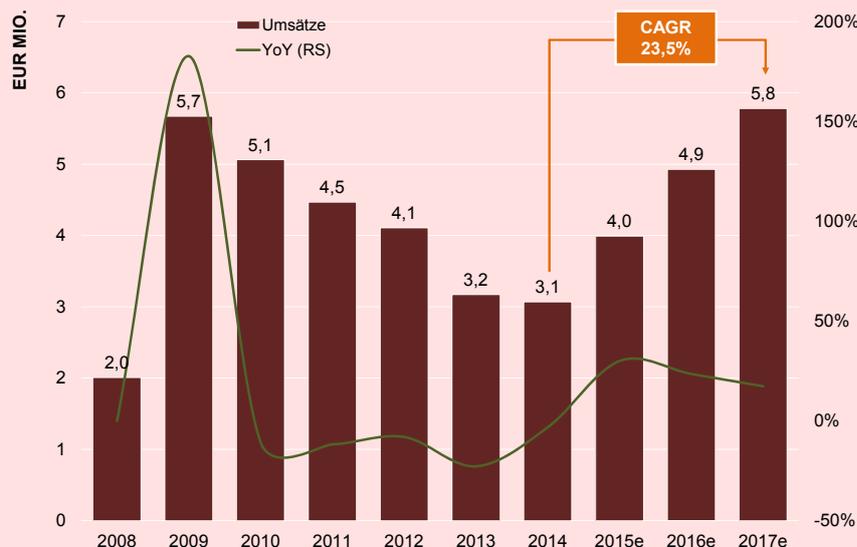
amalphi bietet seinen Kunden Wartungsdienstleistungen für Hard- und (in Einzelfällen auch) Software aller namhaften Hersteller an. Der wesentliche Kundennutzen basiert auf einer Verlängerung der Wartungsverträge mit einer Leistungsgarantie von bis zu 60 Monaten. Die Wertschöpfung von amalphi liegt in der Anbahnungs- und Abschlussphase der Wartungsverträge, insbesondere also in der Bereitstellung der Wartungslösungen, der Auswahl der Vertragspartner und in der Kalkulation sowie Preisfindung. Die Umsatzrealisierung erfolgt dementsprechend mit Vertragsabschluss; zu diesem Zeitpunkt werden auch die mit der Umsatzrealisierung verbundenen Kosten aus der Mandatierung der Servicegeber und Versicherungen verbucht.

Umsatzentwicklung bis 2014

Zwischen 2009 und 2014 waren die Umsätze von amalphi durchgängig rückläufig. Das durchschnittliche jährliche Umsatzwachstum belief sich auf -11,6%; in absoluten Zahlen gingen die Erlöse von EUR 5,7 Mio. (2009) auf EUR 3,1 Mio. (2014) zurück. Als Ursachen nennt das Unternehmen insbesondere den Verlust eines Großkunden und Schlechtleistungen eines technischen Service-Providers, welche zahlreiche Vertragsbeendigungen zur Folge hatten, die wiederum nicht durch den Abschluss von Neugeschäften kompensiert werden konnten. Erst im vergangenen Jahr ist es dem Management gelungen, mit Erlösen von EUR 3,1 Mio. (-3,2% YoY) den Negativtrend weitgehend zu beenden.

Zwischen 2009 und 2014 lag das durchschnittliche jährliche Umsatzwachstum bei -11,6%.

ABBILDUNG 14: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



Das Geschäft von amalphi ist von saisonalen Spitzen im Dezember geprägt. Dagegen ist das zweite und dritte Quartal von unterdurchschnittlicher Bedeutung.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Für den Zeitraum 2014-17e erwarten wir ein Umsatz-CAGR von 23,5%

Der aktuelle Business Plan von amalphi sieht ein hohes organisches Wachstum durch den Eintritt in neue Servicebereiche vor. Wir gehen davon aus, dass

Bedingt durch den Einstieg in die europäischen Märkte erwarten wir für den Zeitraum 2014-2017 ein

amalphi von Übernahmen auch in Zukunft Abstand nehmen wird. Für die kommenden drei Jahre rechnen wir mit einer deutlichen Dynamisierung des Wachstumstrends und mit einem jährlichen Umsatzwachstum in Höhe von durchschnittlich 23,5%. Damit sollte amalphi nach unserer Einschätzung im laufenden Jahr Erlöse in Höhe von EUR 4,0 Mio. (+30,0% YoY) und im kommenden Jahr von EUR 4,9 Mio. (+23,5% YoY) erzielen. Für 2017e rechnen wir mit einem weiteren Anstieg auf dann EUR 5,8 Mio. (+17,3% YoY). Als Treiber der Umsatzentwicklung sehen wir den Aufbau von internationalen Serviceleistungen für bisherige Bestandskunden.

durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von -23,5%.

Derzeit werden rund 98% der Erlöse mit Kunden innerhalb Deutschlands erzielt. Wir gehen jedoch von einem deutlichen Ansteigen der Auslandsquote auf bis zu 6,5% (2017e) aus.

Materialaufwandsquote von modellimmanent hoher Bedeutung

Die Materialaufwandsquote am Umsatz ist mit 55,1% (2014) für amalphi von hoher Bedeutung für den Periodenerfolg. Die Materialaufwendungen setzen sich zusammen **(1)** aus den zu entrichtenden Versicherungsprämien, **(2)** den Gebühren aus dem Service Level Agreement (SLA), die amalphi an die Service-Provider für die Bereitstellung von Personal und Ersatzteile zu entrichten hat, **(3)** den Dienstleistungsrechnungen der Service Provider aus den Entstörungen und **(4)** dem Aufwand für den Einkauf von Ersatzteilen, wenn service & more die Entstörung vorgenommen hat, **(5)** vermindert um die Versicherungserstattung.

Für das laufende Jahr rechnen wir mit einem deutlichen Rückgang der Materialaufwandsquote auf dann 43,5%; in den darauffolgenden Jahren halten wir die Quote annähernd konstant. Die Rohertragsmarge als Spiegelbild des Materialaufwands sollte sich dementsprechend auf bis zu 59,0% (2017e) der Umsatzerlöse verbessern. Bei einem von uns unterstellten durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstum von 23,5% entspricht dies in absoluten Zahlen einem Anstieg des Rohertrags von EUR 1,5 Mio. in 2014 über EUR 2,3 Mio. in 2015e auf EUR 2,9 Mio. in 2016e und EUR 3,4 Mio. in 2017e.

Personalaufwandsquote von Skaleneffekten geprägt

Bedingt durch die vollständige Auslagerung der Wartungsarbeiten an externe Service-Provider ist das Geschäftsmodell für ein IT-Dienstleistungsunternehmen ungewöhnlich wenig personalintensiv. Im Jahresdurchschnitt 2014 beschäftigte amalphi 16,6 Mitarbeiter und damit rund 14 Mitarbeiter weniger als drei Jahre zuvor. Von diesen waren fünf (2011: 17) im Vertrieb tätig. Die Personalaufwandsquote im Verhältnis zu den Bruttoumsätzen lag im vergangenen Jahr bei 41,8%, die durchschnittlichen Pro-Kopf-Löhne bei rund EUR 75.000 pro Jahr. Angesichts einer nur unterproportionalen Steigerung der Mitarbeiterzahl erwarten wir in den kommenden beiden Jahren mit einer leicht rückläufigen Personalaufwandsquote auf bis zu 39,2% (2017e).

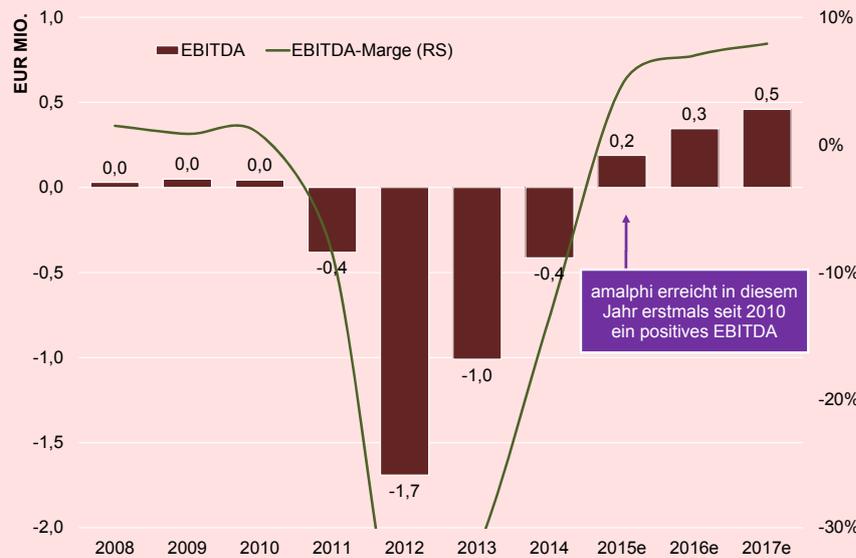
Sonstiger betrieblicher Aufwand

Unter den sonstigen betrieblichen Aufwendungen finden sich vor allem die klassischen betrieblichen Aufwendungen (Büromiete, IT-, Telekommunikations- und Reisekosten etc.). Im vergangenen Geschäftsjahr lagen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen bei EUR 0,6 Mio. bzw. 19,1% der Bruttoumsätze. Mit dem von uns erwarteten Anstieg des Geschäftsvolumens gehen wir in den folgenden Jahren von einer zum Umsatz deutlich unterproportionalen Entwicklung aus; bis 2017e rechnen wir mit einem Rückgang der Quote auf 11,9%.

Deutliche Verbesserung von EBITDA und EBIT erwartet

Nach vier Verlustjahren in Folge, in denen kumulierte operative Verluste in Höhe von EUR -3,5 Mio. (EBITDA) bzw. EUR -3,6 Mio. (EBIT) aufgelaufen sind, dürfen im vergangenen Jahr die Weichen für eine Trendumkehr gestellt worden sein. Mit einem EBITDA in Höhe von EUR -0,4 Mio. wurde der Break-Even nur knapp verfehlt. Mit diesem rechnen wir jedoch in diesem Jahr, wenn das EBITDA mit EUR 0,2 Mio. (Umsatzrendite 4,7%) erstmals seit 2010 wieder positive Werte einnehmen sollte. Für die folgenden beiden Jahre rechnen wir mit einem Anstieg des EBITDA über EUR 0,3 Mio. auf dann knapp EUR 0,5 Mio. Bezogen auf die Umsatzerlöse entspricht dies einem Anstieg der EBITDA-Marge über 7,0% (2016e) auf dann 7,9% (2017e).

ABBILDUNG 15: EBITDA (LS) UND EBITDA-MARGE (RS)



Im vergangenen Jahr konnte das operative Ergebnis auf rund EUR -0,4 Mio. (Vorjahr EUR -1,0 Mio.) verbessert werden. Der im laufenden Jahr erwartete Ergebnisanstieg ist u. E. insbesondere auf die Umsatzausweitung und die damit verbundenen Skaleneffekte zurückzuführen.

amalphi erreicht in diesem Jahr erstmals seit 2010 ein positives EBITDA

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Ergebnis vor Steuern mit vergleichbarer Entwicklung zum EBITDA

Zum Jahresende 2014 lag die Nettoverschuldung von amalphi bei EUR 1,0 Mio. Diese setzte sich aus zwei Unternehmensanleihen in Höhe von insgesamt rund EUR 1,3 Mio. und einer Liquiditätsposition in Höhe von EUR 0,3 Mio. zusammen. Das Zinsergebnis liegt bei unter EUR -0,1 Mio. pro Jahr. Der Geschäftsplan sieht eine vorsichtige und liquiditätsschonende Expansion vor, so dass wir im Prognosezeitraum nicht mit einer nennenswerten Verschlechterung des finanziellen Leverage rechnen. Die Ergebnisse vor und nach Steuern sollten sich daher im Gleichklang mit dem operativen Ergebnis entwickeln. Wir rechnen daher im laufenden Jahr mit einem Anstieg des Vorsteuerergebnisses auf knapp EUR 0,1 Mio. (Vj. EUR -0,5 Mio.). Dies entspricht einer Vorsteuerrendite von 1,9% (Vj. -15,9%). Für 2016e rechnen wir mit einem EBT von EUR 0,2 Mio. (+186,8% YoY) bzw. einer Vorsteuerrendite von 4,4%, für 2017e von EUR 0,3 Mio. bzw. 5,7%.

Angesichts eines wenig kapitalintensiven Geschäftsmodells, einer überschaubaren Nettoverschuldung und hohen steuerlichen Verlustvorträgen ergeben sich zwischen EBITDA und Nettoergebnis nur geringfügige Abzugspositionen.

Steuerquote von Verlustvorträgen geprägt

Bedingt durch die in den letzten Jahren angelaufenen Verluste betragen die steuerlichen Verlustvorträge inzwischen EUR 3,7 Mio. (Gewerbesteuer) bzw. EUR 3,4 Mio. (Körperschaftsteuer). Daher kam es in den vergangenen Jahren auch nicht zu Steuerbelastungen, die Steuerquote war in den letzten beiden Jahren Null. Abgesehen von sonstigen Steuern dürften während unserer Detailplanungsphase keine Steuerbelastungen anfallen.

Jahresüberschuss und Ergebnis je Aktie

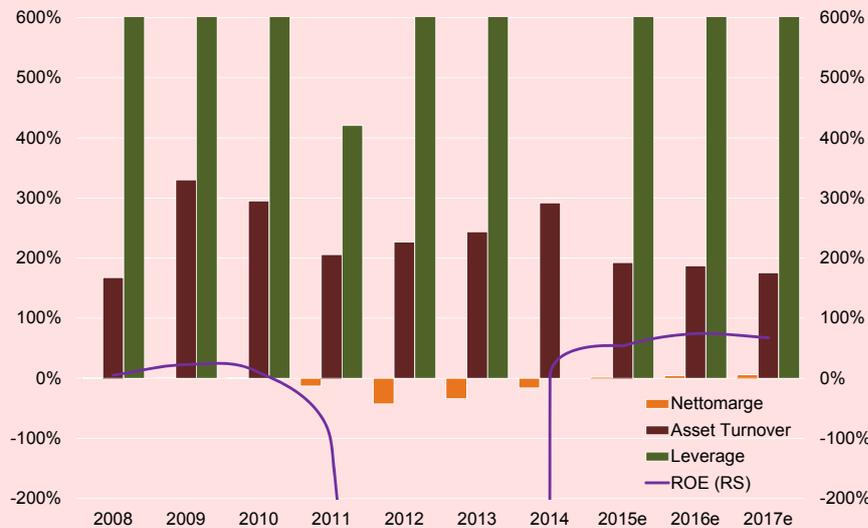
Nach Steuern ergab sich 2014 ein Ergebnis von EUR -0,5 Mio. Für das laufende Jahr rechnen wir mit einem Nettoergebnis in Höhe von knapp EUR 0,1 Mio. Bezogen auf rund 1,6 Mio. Stück Aktien ergibt sich ein unverwässertes Ergebnis je Aktie von EUR 0,05 (2015e). Für die beiden Folgejahre rechnen wir mit einem Anstieg des EPS auf EUR 0,13 und EUR 0,20.

In den kommenden drei Jahren sollte das EPS auf bis zu EUR 0,20 ansteigen.

Deutlich steigende Eigenkapitalrendite erwartet

Die Eigenkapitalrendite lag im abgelaufenen Geschäftsjahr unverändert im negativen Bereich. amalphi war damit kein wertschöpfendes Unternehmen. Dies sollte sich jedoch in diesem Jahr ändern, was insbesondere auf die verbesserte operative Profitabilität zurückzuführen ist.

ABBILDUNG 16: ROE



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Wir rechnen auf absehbare Zeit nicht mit Dividendenzahlungen

amalphi hat seit dem Börsengang keine Dividende an seine Aktionäre ausgeschüttet. Investition in das zukünftige Wachstum stehen aus unserer Sicht klar im Vordergrund der Gewinnverwendung. Wir gehen daher auch für unseren Prognosehorizont nicht von einer Ausschüttung aus, sondern rechnen mit einer Thesaurierung der erwirtschafteten Erträge.

amalphi dürfte in unserem Prognosezeitraum bis 2017e keine Dividende ausschütten.

Net Working Capital

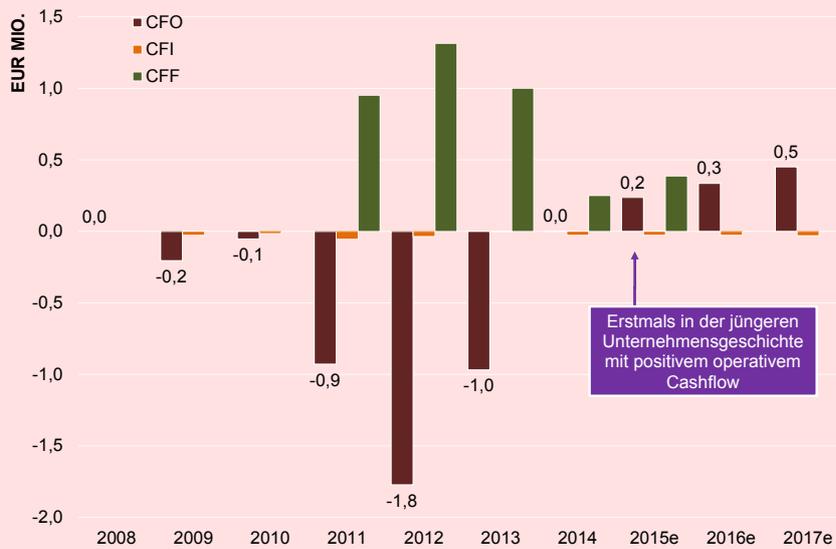
Im Einklang mit den rückläufigen Umsätzen hat sich in den vergangenen Jahren auch das Working Capital sukzessive reduziert. Bemerkenswert war, dass im vergangenen Jahr das Working Capital erstmals negativ war, Wachstum also nicht länger finanziert werden musste. Ursächlich hierfür waren deutlich gesunkene Forderungen aus Lieferungen und Leistungen. Vorräte spielen demgegenüber bei amalphi ohnehin keine besondere Rolle. Bei einem rückläufigen Geschäftsvolumen lag die Quote aus Net Working Capital zu Umsatz im vergangenen Jahr bei -3,5% (zum Vergleich: 2011: 8,3%).

2013 und 2014 lagen die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen jeweils unter den Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen; 2014 hatte dies sogar ein negatives Working Capital zur Folge.

Cashflow im Gleichschritt mit den Ertragsgrößen

Erstmals seit dem Börsengang hat amalphi im vergangenen Jahr keine negativen freien Cashflows mehr erwirtschaftet. Bedingt durch den operativen Turnaround in 2015e rechnen wir auch mit dem Erreichen positiver operativer Cashflows in 2015e und einer weiteren Verbesserung in den Folgejahren, wie dies in nachstehender Abbildung 17 verdeutlicht wird.

ABBILDUNG 17: ENTWICKLUNG DER CASHFLOWS



In keinem der vergangenen Jahre konnte amalphi positive Freie Cashflows erwirtschaften. Dies sollte sich in 2015e ändern.

Erstmals in der jüngeren Unternehmensgeschichte mit positivem operativem Cashflow

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Management Guidance

Erstmals wurde mit dem Geschäftsbericht eine Management-Guidance ausgesprochen. In dieser geht das Management davon aus, im laufenden Geschäftsjahr Umsätze in Höhe von EUR 3,875 Mio. und einen Jahresüberschuss in Höhe von EUR 0,025 Mio. zu erreichen. Mit unseren Schätzungen liegen wir um 3,0% (Umsatz) bzw. EUR 0,050 (Nachsteuerergebnis) über der Guidance.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Gewinn- und Verlustrechnung, 2008-12

HGB (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012
Umsätze	EUR Mio.	2,0	5,7	5,1	4,5	4,1
YoY	%	n/a	182,8%	-10,7%	-11,8%	-8,1%
Sonstiger betrieblicher Ertrag	EUR Mio.	0,1	0,0	0,1	1,0	0,1
in % der Umsätze	%	3,8%	0,5%	1,0%	22,6%	1,5%
Materialaufwand	EUR Mio.	-1,3	-3,4	-3,4	-2,7	-3,1
Aufwendungen für RHB	EUR Mio.	-0,4	0,0	-0,1	-0,2	-0,3
Aufwendungen für bezogene Leistungen	EUR Mio.	-0,8	-3,4	-3,3	-2,5	-2,8
in % der Umsätze	%	-63,8%	-60,1%	-67,2%	-59,8%	-75,5%
Rohrertrag	EUR Mio.	0,8	2,3	1,7	2,8	1,1
YoY	%	n/a	185,4%	-25,2%	63,9%	-62,1%
in % der Umsätze	%	40,0%	40,4%	33,8%	62,8%	25,9%
Außerordentliche Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,6	0,1
in % der Umsätze	%	0,0%	0,0%	0,0%	13,9%	2,8%
Personalaufwand	EUR Mio.	-0,4	-1,6	-1,2	-2,5	-1,6
davon Löhne und Gehälter	EUR Mio.	-0,4	-1,3	-1,0	-2,2	-1,4
davon Sozialabgaben	EUR Mio.	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2
in % der Umsätze	%	-21,3%	-28,6%	-23,8%	-55,3%	-39,1%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-0,3	-0,6	-0,5	-1,3	-1,3
in % der Umsätze	%	-17,2%	-11,0%	-9,2%	-30,0%	-30,7%
EBITDA	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,4	-1,7
YoY	%	n/a	62,7%	-11,9%	-986,0%	344,0%
in % der Umsätze	%	1,5%	0,9%	0,8%	-8,5%	-41,1%
Amortisation und Abschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon Goodwill-Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impairment	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,4	-1,7
YoY	%	n/a	1003,4%	2,7%	-1694,3%	302,4%
in % der Umsätze	%	0,1%	0,5%	0,5%	-9,6%	-42,1%
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen (netto)	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % des verzinslichen Fremdkapitals	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Sonstiges Finanzergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,4	-1,7
YoY	%	n/a	414,7%	-35,1%	-1493,5%	307,9%
in % der Umsätze	%	0,5%	0,8%	0,6%	-9,5%	-42,3%
EE-Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
in % des EBT	%	-37,1%	-37,3%	-37,8%	32,1%	0,5%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis vor Anteilen Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,6	-1,8
in % der Umsätze	%	0,6%	1,3%	0,8%	-20,5%	-164,6%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
EPS	EUR	0,00	0,02	0,01	-0,35	-1,08

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, 2013-17e

HGB (31.12.)		2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsätze	EUR Mio.	3,2	3,1	4,0	4,9	5,8
YoY	%	-22,8%	-3,2%	30,0%	23,5%	17,3%
Sonstiger betrieblicher Ertrag	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
in % der Umsätze	%	2,0%	2,5%	2,0%	1,6%	1,4%
Materialaufwand	EUR Mio.	-2,2	-1,7	-1,7	-2,1	-2,5
Aufwendungen für RHB	EUR Mio.	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Aufwendungen für bezogene Leistungen	EUR Mio.	-2,2	-1,6	-1,6	-1,9	-2,3
in % der Umsätze	%	-69,3%	-55,1%	-43,5%	-42,7%	-42,4%
Rohrertrag	EUR Mio.	1,0	1,5	2,3	2,9	3,4
YoY	%	-2,6%	40,2%	60,4%	24,7%	17,4%
in % der Umsätze	%	32,7%	47,4%	58,4%	59,0%	59,0%
Außerordentliche Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Umsätze	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Personalaufwand	EUR Mio.	-1,2	-1,3	-1,6	-2,0	-2,3
davon Löhne und Gehälter	EUR Mio.	-1,0	-1,1	-1,3	-1,6	-1,9
davon Sozialabgaben	EUR Mio.	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4
in % der Umsätze	%	-38,2%	-41,8%	-40,4%	-40,0%	-39,2%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-0,8	-0,6	-0,5	-0,6	-0,7
in % der Umsätze	%	-26,3%	-19,1%	-13,3%	-12,0%	-11,9%
EBITDA	EUR Mio.	-1,0	-0,4	0,2	0,3	0,5
YoY	%	-40,3%	-59,0%	-145,5%	83,4%	33,0%
in % der Umsätze	%	-31,8%	-13,5%	4,7%	7,0%	7,9%
Amortisation und Abschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon Goodwill-Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impairment	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	-1,0	-0,4	0,2	0,3	0,4
YoY	%	-39,8%	-58,1%	-137,4%	94,7%	35,0%
in % der Umsätze	%	-32,8%	-14,2%	4,1%	6,4%	7,4%
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Zinsaufwendungen (netto)	EUR Mio.	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
in % des verzinslichen Fremdkapitals	%	-10,1%	-16,8%	-21,2%	-24,0%	-24,0%
Sonstiges Finanzergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	EUR Mio.	-1,1	-0,5	0,1	0,2	0,3
YoY	%	-38,7%	-54,2%	-115,6%	186,8%	50,7%
in % der Umsätze	%	-33,6%	-15,9%	1,9%	4,4%	5,7%
EE-Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % des EBT	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis vor Anteilen Dritter	EUR Mio.	-1,1	-0,5	0,1	0,2	0,3
in % der Umsätze	%	-102,9%	-33,6%	3,2%	7,5%	9,6%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
EPS	EUR	-0,66	-0,30	0,05	0,13	0,20

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz, 2008-12

HGB (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Geschäfts- oder Firmenwerte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	1,1	1,5	1,5	2,0	1,7
Vorräte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Umsätze	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,2	0,6	1,0	1,4	1,2
in % der Umsätze	%	7,5%	10,6%	18,9%	31,2%	29,8%
Forderungen ggü. Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Forderungen und kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,1	0,3	0,0	0,1	0,4
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	EUR Mio.	0,8	0,6	0,5	0,5	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Nicht durch Eigenkapital gedeckter Fehlbetrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	1,2	1,7	1,7	2,3	1,9
PASSIVA						
Eigenkapital	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,5	0,1
EK-Quote	%	8,2%	7,3%	8,1%	22,7%	4,1%
Grundkapital	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	1,0	1,6
Kapitalrücklage	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7
Gewinnrücklage	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bewertungsrücklage	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht registrierte Aktien	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsunterschiede	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzgewinn	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	-0,5	-2,2
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht durch Eigenkapital gedeckter Fehlbetrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2
Langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleihen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,4	0,6	0,7	1,3	1,5
Finanzverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleihen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	EUR Mio.	0,3	0,5	0,6	1,0	1,0
in % der Umsätze	%	16,2%	8,7%	11,4%	22,9%	25,3%
Verbindlichkeiten aus Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,3	0,5
Verbindlichkeiten ggü. assoziierten Untern.	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,7	0,8	0,7	0,0	0,0
Latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	1,2	1,7	1,7	2,3	1,9

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz, 2013-17e

HGB (31.12.)		2013	2014	2015e	2016e	2017e
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Geschäfts- oder Firmenwerte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	1,2	1,0	2,0	2,6	3,2
Vorräte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Umsätze	%	0,8%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,9	0,5	1,0	1,2	1,4
in % der Umsätze	%	28,2%	17,8%	25,0%	25,0%	25,0%
Forderungen ggü. Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Forderungen und kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,3	0,1	0,1	0,2	0,2
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	EUR Mio.	0,0	0,3	0,9	1,2	1,6
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht durch Eigenkapital gedeckter Fehlbetrag	EUR Mio.	1,0	1,5	1,5	1,5	1,3
Bilanzsumme	EUR Mio.	2,3	2,5	3,6	4,1	4,7
PASSIVA						
Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,3	0,5
EK-Quote	%	0,0%	0,0%	3,9%	7,1%	10,5%
Grundkapital	EUR Mio.	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Kapitalrücklage	EUR Mio.	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Gewinnrücklage	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bewertungsrücklage	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht registrierte Aktien	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsunterschiede	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzgewinn	EUR Mio.	-3,3	-3,8	-3,7	-3,5	-3,2
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht durch Eigenkapital gedeckter Fehlbetrag	EUR Mio.	1,0	1,5	1,5	1,5	1,3
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3
Langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,0	0,5	1,6	1,6	1,6
Finanzverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleihen	EUR Mio.	1,0	0,5	1,6	1,6	1,6
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,0	1,8	1,6	2,0	2,3
Finanzverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleihen	EUR Mio.	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	EUR Mio.	0,9	0,7	1,2	1,5	1,7
in % der Umsätze	%	28,6%	22,3%	30,0%	30,0%	30,0%
Verbindlichkeiten aus Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,1	0,4	0,5	0,5	0,5
Verbindlichkeiten ggü. assoziierten Untern.	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	2,3	2,5	3,6	4,1	4,7

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (normalisiert), 2008-12

HGB (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012
Langfristiges Vermögen	%	6%	13%	11%	7%	6%
Immaterielles Vermögen	%	0%	0%	0%	0%	0%
Geschäfts- oder Firmenwerte	%	0%	0%	0%	0%	0%
Sachanlagevermögen	%	6%	13%	10%	6%	5%
Kurzfristiges Vermögen	%	93%	87%	88%	89%	92%
Vorräte	%	0%	0%	0%	0%	3%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	13%	35%	55%	61%	66%
Forderungen ggü. Beteiligungen	%	0%	0%	0%	0%	0%
Latente Steuern	%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige Forderungen und kurzfristiges Vermögen	%	11%	17%	2%	5%	23%
Geleistete Anzahlungen	%	0%	0%	0%	0%	0%
Liquide Mittel	%	70%	35%	31%	22%	0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0%	0%	2%	5%	2%
Nicht durch Eigenkapital gedeckter Fehlbetrag	%	0%	0%	0%	0%	0%
Bilanzsumme	%	100%	100%	100%	100%	100%
PASSIVA						
Eigenkapital	%	8%	7%	8%	23%	4%
Grundkapital	%	4%	3%	3%	44%	88%
Kapitalrücklage	%	0%	0%	0%	0%	37%
Gewinnrücklage	%	0%	0%	0%	0%	0%
Bewertungsrücklage	%	0%	0%	0%	0%	0%
Nicht registrierte Aktien	%	0%	0%	0%	0%	0%
Währungsunterschiede	%	0%	0%	0%	0%	0%
Bilanzgewinn	%	4%	4%	5%	-21%	-121%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0%	0%	0%	0%	0%
Nicht durch Eigenkapital gedeckter Fehlbetrag	%	0%	0%	0%	0%	0%
Langfristige Verbindlichkeiten	%	0%	0%	0%	0%	0%
Finanzverbindlichkeiten	%	0%	0%	0%	0%	0%
Anleihen	%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	%	0%	0%	0%	0%	0%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	30%	34%	41%	57%	83%
Finanzverbindlichkeiten	%	0%	0%	0%	0%	0%
Anleihen	%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	%	27%	28%	33%	45%	56%
Verbindlichkeiten aus Steuern	%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	3%	5%	9%	12%	28%
Verbindlichkeiten ggü. assoziierten Untern.	%	0%	0%	0%	0%	0%
Rückstellungen	%	0%	0%	0%	0%	0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	60%	45%	41%	0%	0%
Latente Steuern	%	0%	0%	0%	0%	0%
Bilanzsumme	%	100%	100%	100%	100%	100%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						

Bilanz (normalisiert), 2013-17e

HGB (31.12.)		2013	2014	2015e	2016e	2017e
Langfristiges Vermögen	%	3%	3%	2%	2%	2%
Immaterielles Vermögen	%	0%	0%	0%	0%	0%
Geschäfts- oder Firmenwerte	%	0%	0%	0%	0%	0%
Sachanlagevermögen	%	3%	2%	2%	2%	2%
Kurzfristiges Vermögen	%	53%	39%	56%	62%	69%
Vorräte	%	1%	1%	0%	0%	0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	39%	22%	27%	30%	31%
Forderungen ggü. Beteiligungen	%	0%	0%	0%	0%	0%
Latente Steuern	%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige Forderungen und kurzfristiges Vermögen	%	11%	5%	4%	4%	4%
Geleistete Anzahlungen	%	0%	0%	0%	0%	0%
Liquide Mittel	%	2%	11%	24%	29%	35%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1%	0%	0%	0%	0%
Nicht durch Eigenkapital gedeckter Fehlbetrag	%	43%	58%	43%	36%	29%
Bilanzsumme	%	100%	100%	100%	100%	100%
PASSIVA						
Eigenkapital	%	0%	0%	4%	7%	10%
Grundkapital	%	70%	64%	45%	39%	35%
Kapitalrücklage	%	30%	27%	19%	17%	15%
Gewinnrücklage	%	0%	0%	0%	0%	0%
Bewertungsrücklage	%	0%	0%	0%	0%	0%
Nicht registrierte Aktien	%	0%	0%	0%	0%	0%
Währungsunterschiede	%	0%	0%	0%	0%	0%
Bilanzgewinn	%	-143%	-150%	-102%	-85%	-68%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0%	0%	0%	0%	0%
Nicht durch Eigenkapital gedeckter Fehlbetrag	%	43%	58%	43%	36%	29%
Langfristige Verbindlichkeiten	%	43%	20%	45%	40%	35%
Finanzverbindlichkeiten	%	0%	0%	0%	0%	0%
Anleihen	%	43%	20%	45%	40%	35%
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	%	0%	0%	0%	0%	0%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	45%	73%	45%	48%	49%
Finanzverbindlichkeiten	%	0%	0%	0%	0%	0%
Anleihen	%	0%	30%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	%	39%	27%	33%	36%	37%
Verbindlichkeiten aus Steuern	%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	5%	16%	12%	12%	12%
Verbindlichkeiten ggü. assoziierten Untern.	%	0%	0%	0%	0%	0%
Rückstellungen	%	0%	0%	0%	0%	0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0%	0%	0%	0%	0%
Latente Steuern	%	0%	0%	0%	0%	0%
Bilanzsumme	%	100%	100%	100%	100%	100%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Cashflow-Statement, 2008-12

HGB (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,6	-1,8
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsen und Dividenden	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aus Investitionstätigkeit	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	0,0	-0,5	-0,4	-0,4	0,2
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	0,0	-0,2	0,3	-0,1	-0,3
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,2	-0,1	0,3	-0,2
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten L&L und sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,2	0,1	0,6	0,3
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,1	-0,1	-0,7	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	0,0	-0,2	-0,1	-0,9	-1,8
Abgang von Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
Free Cashflow	EUR Mio.	0,0	-0,2	-0,1	-1,0	-1,8
Δ Grundkapital u. Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	1,0	1,3
Δ Finanzverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Anleihen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsen und Dividenden	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leasing	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	1,0	1,3
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	0,0	-0,2	-0,1	0,0	-0,5
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel und Wertpapiere Beginn Periode	EUR Mio.	0,0	0,8	0,6	0,5	0,5
Liquide Mittel und Wertpapiere Ende Periode	EUR Mio.	0,0	0,6	0,5	0,5	0,0

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Cashflow-Statement, 2013-17e

HGB (31.12.)		2013	2014	2015e	2016e	2017e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-1,1	-0,5	0,1	0,2	0,3
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsen und Dividenden	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aus Investitionstätigkeit	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	0,3	0,3	-0,5	-0,2	-0,2
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten L&L und sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-0,5	0,1	0,6	0,3	0,3
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-1,0	0,0	0,3	0,3	0,5
Abgang von Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cashflow	EUR Mio.	-1,0	0,0	0,2	0,3	0,4
Δ Grundkapital u. Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Finanzverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Anleihen	EUR Mio.	1,0	0,3	0,4	0,0	0,0
Zinsen und Dividenden	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leasing	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	1,0	0,3	0,4	0,0	0,0
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	0,0	0,2	0,6	0,3	0,4
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel und Wertpapiere Beginn Periode	EUR Mio.	0,0	0,0	0,3	0,9	1,2
Liquide Mittel und Wertpapiere Ende Periode	EUR Mio.	0,0	0,3	0,9	1,2	1,6

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I, 2008-12

HGB (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012
Key Data						
Umsatz	EUR Mio.	2,0	5,7	5,1	4,5	4,1
Rohertrag	EUR Mio.	0,8	2,3	1,7	2,8	1,1
EBITDA	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,4	-1,7
EBIT	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,4	-1,7
EBT	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,4	-1,7
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,6	-1,8
Anzahl Mitarbeiter		0	14	0	30	17
Je Aktie						
Kurs Hoch	EUR				17,50	13,00
Kurs Tief	EUR				11,40	1,20
Kurs Durchschnitt	EUR				15,80	5,10
Kurs Schlusskurs	EUR				12,20	2,75
EPS	EUR	0,00	0,02	0,01	-0,35	-1,08
BVPS	EUR	0,06	0,08	0,09	0,32	0,05
CFPS	EUR	0,00	-0,13	-0,03	-0,57	-1,09
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR					
Performance bis Kursziel	%					
Profitabilitätskennzahlen						
EBITDA-Marge	%	1,5%	0,9%	0,8%	-8,5%	-41,1%
EBIT-Marge	%	0,1%	0,5%	0,5%	-9,6%	-42,1%
EBT-Marge	%	0,5%	0,8%	0,6%	-9,5%	-42,3%
Netto-Marge	%	0,3%	0,5%	0,3%	-12,9%	-42,7%
FCF-Marge	%	0,0%	-4,1%	-1,4%	-22,0%	-44,0%
ROE	%	5,2%	22,8%	9,5%	n/a	n/a
NWC/Umsatz	%	-8,7%	2,0%	7,5%	8,3%	5,7%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	n/a	405,2	n/a	148,9	241,7
Pro-Kopf-EBIT	EURk	n/a	1,9	n/a	-14,3	-101,7
Capex/Umsatz	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Rohertragsprämie	%	48,0%	69,6%	59,1%	143,0%	48,1%
Wachstumsraten						
Umsatz	%	n/a	182,8%	-10,7%	-11,8%	-8,1%
Rohertrag	%	n/a	185,4%	-25,2%	63,9%	-62,1%
EBITDA	%	n/a	62,7%	-11,9%	n/a	344,0%
EBIT	%	n/a	n/a	2,7%	n/a	302,4%
EBT	%	n/a	414,7%	-35,1%	n/a	307,9%
Nettoergebnis	%	n/a	458,7%	-53,2%	n/a	204,7%
EPS	%	n/a	458,7%	-53,2%	n/a	204,7%
CFPS	%	n/a	n/a	-73,8%	n/a	90,9%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						

Auf einen Blick I, 2013-17e

HGB (31.12.)		2013	2014	2015e	2016e	2017e
Key Data						
Umsatz	EUR Mio.	3,2	3,1	4,0	4,9	5,8
Rohertrag	EUR Mio.	1,0	1,5	2,3	2,9	3,4
EBITDA	EUR Mio.	-1,0	-0,4	0,2	0,3	0,5
EBIT	EUR Mio.	-1,0	-0,4	0,2	0,3	0,4
EBT	EUR Mio.	-1,1	-0,5	0,1	0,2	0,3
Nettoergebnis	EUR Mio.	-1,1	-0,5	0,1	0,2	0,3
Anzahl Mitarbeiter		12	17	13	14	15
Je Aktie						
Kurs Hoch	EUR	5,80	4,30	2,98		
Kurs Tief	EUR	2,20	2,51	1,90		
Kurs Durchschnitt	EUR	3,71	3,53	2,38		
Kurs Schlusskurs	EUR	4,10	2,20	2,20	2,20	2,20
EPS	EUR	-0,66	-0,30	0,05	0,13	0,20
BVPS	EUR	0,00	0,00	0,09	0,18	0,30
CFPS	EUR	-0,60	0,00	0,16	0,21	0,28
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR					3,00
Performance bis Kursziel	%					36,4%
Profitabilitätskennzahlen						
EBITDA-Marge	%	-31,8%	-13,5%	4,7%	7,0%	7,9%
EBIT-Marge	%	-32,8%	-14,2%	4,1%	6,4%	7,4%
EBT-Marge	%	-33,6%	-15,9%	1,9%	4,4%	5,7%
Netto-Marge	%	-33,6%	-15,9%	1,9%	4,4%	5,7%
FCF-Marge	%	-30,6%	-0,8%	5,8%	6,3%	7,3%
ROE	%	n/a	n/a	53,7%	74,3%	67,5%
NWC/Umsatz	%	0,4%	-3,5%	-5,0%	-5,0%	-5,0%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	264,3	184,9	306,9	351,9	385,4
Pro-Kopf-EBIT	EURk	-86,7	-26,3	12,5	22,7	28,5
Capex/Umsatz	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Rohertragsprämie	%	75,6%	120,2%	212,5%	244,0%	274,9%
Wachstumsraten						
Umsatz	%	-22,8%	-3,2%	30,0%	23,5%	17,3%
Rohertrag	%	-2,6%	40,2%	60,4%	24,7%	17,4%
EBITDA	%	-40,3%	-59,0%	n/a	83,4%	33,0%
EBIT	%	-39,8%	-58,1%	n/a	94,7%	35,0%
EBT	%	-38,7%	-54,2%	n/a	186,8%	50,7%
Nettoergebnis	%	-39,1%	-54,2%	n/a	189,3%	50,9%
EPS	%	-39,1%	-54,2%	n/a	189,3%	50,9%
CFPS	%	-45,4%	n/a	n/a	32,1%	33,6%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

Auf einen Blick II, 2008-12

HGB (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012
Bilanzkennzahlen						
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1
Umlaufvermögen	EUR Mio.	1,1	1,5	1,6	2,1	1,7
Eigenkapital	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,5	0,1
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,1	1,6	1,6	1,8	1,8
EK-Quote	%	8,2%	7,3%	8,1%	22,7%	4,1%
Gearing	%	n/a	n/a	n/a	-97,8%	-10,2%
Working Capital	EUR Mio.	-0,2	0,1	0,4	0,4	0,2
Asset Turnover	x	1,7	3,3	2,9	2,0	2,2
EBITDA-ICR	x	n/a	n/a	n/a	n/a	-154,4
Enterprise Value						
Anzahl Aktien	Mio.	1.625	1.625	1.625	1.625	1.625
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	28,4	21,1
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	18,5	1,9
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	25,7	8,3
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	19,8	4,5
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-0,8	-0,6	-0,5	-0,5	0,0
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	-0,8	-0,6	-0,5	27,9	21,1
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	0,8	0,6	0,5	19,0	2,0
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	0,8	0,6	0,5	26,2	8,3
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	-0,8	-0,6	-0,5	19,3	4,5
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz Hoch	x	n/a	n/a	n/a	6,25	5,14
EV/Umsatz Tief	x	0,42	0,11	0,11	4,26	0,48
EV/Umsatz Durchschnitt	x	0,42	0,11	0,11	5,86	2,02
EV/Umsatz Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	4,32	1,09
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	28,0	12,4	12,5	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	28,0	12,4	12,5	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	23,1	20,0	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	23,1	20,0	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Hoch	x	0,0	0,0	0,0	n/a	n/a
KGV Tief	x	0,0	0,0	0,0	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	0,0	0,0	0,0	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	0,0	0,0	0,0	n/a	n/a
KBV Schlusskurs	x	0,0	0,0	0,0	38,4	58,8
FCF-Yield	%	n/a	n/a	n/a	-5,0%	-40,5%
Dividendenrendite	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						

Auf einen Blick II, 2013-17e

HGB (31.12.)		2013	2014	2015e	2016e	2017e
Bilanzkennzahlen						
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Umlaufvermögen	EUR Mio.	1,2	1,0	2,0	2,6	3,2
Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,3	0,5
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	2,3	2,5	3,5	3,8	4,2
EK-Quote	%	0,0%	0,0%	3,9%	7,1%	10,5%
Gearing	%	n/a	n/a	n/a	n/a	4,1%
Working Capital	EUR Mio.	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3
Asset Turnover	X	1,4	1,2	1,1	1,2	1,2
EBITDA-ICR	X	-39,8	-7,9	2,2	3,5	4,7
Enterprise Value						
Anzahl Aktien	Mio.	1.625	1.625	1.625	1.625	1.625
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	9,4	7,0	4,8		
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	3,6	4,1	3,1		
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	6,0	5,7	3,9		
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	6,7	3,6	3,6	3,6	3,6
Nettoverschuldung	EUR Mio.	1,0	1,0	0,8	0,4	0,0
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	10,4	8,0	5,6		
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	2,6	3,1	2,3		
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	5,1	4,8	3,1		
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	7,6	4,5	4,3	4,0	3,6
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz Hoch	X	3,27	2,59	1,40		
EV/Umsatz Tief	X	0,82	1,01	0,58		
EV/Umsatz Durchschnitt	X	1,60	1,55	0,78		
EV/Umsatz Schlusskurs	X	2,40	1,48	1,09	0,82	0,62
EV/EBITDA Hoch	X	n/a	n/a	29,8		
EV/EBITDA Tief	X	n/a	n/a	12,4		
EV/EBITDA Durchschnitt	X	n/a	n/a	16,6		
EV/EBITDA Schlusskurs	X	n/a	n/a	23,0	11,7	7,8
EV/EBIT Hoch	X	n/a	n/a	34,3		
EV/EBIT Tief	X	n/a	n/a	14,3		
EV/EBIT Durchschnitt	X	n/a	n/a	19,1		
EV/EBIT Schlusskurs	X	n/a	n/a	26,6	12,7	8,4
KGV Hoch	X	n/a	n/a	64,3		
KGV Tief	X	n/a	n/a	41,0		
KGV Durchschnitt	X	n/a	n/a	51,3		
KGV Schlusskurs	X	n/a	n/a	47,4	16,4	10,9
KBV Schlusskurs	X	n/a	n/a	25,5	12,2	7,3
FCF-Yield	%	-14,6%	-0,7%	6,5%	8,7%	11,8%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

DCF-Modell

		2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TV
Nettoumsatz	EUR Mio.	4,0	4,9	5,8	6,6	7,2	7,6	7,9	8,0	8,1	8,2	8,2	8,3	8,3	8,4
Umsatzwachstum	%	30,0%	23,5%	17,3%	13,5%	9,5%	6,1%	3,6%	2,0%	1,1%	0,8%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
EBIT	EUR Mio.	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,7
EBIT-Marge (Nettoumsatz)	%	4,1%	6,4%	7,4%	7,7%	8,0%	8,3%	8,6%	8,9%	9,2%	9,5%	9,8%	10,1%	10,4%	8,0%
Steuern	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2
Steuerquote (τ)	%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	-32,0%	-32,0%	-32,0%
EBIT(1-τ)	EUR Mio.	0,2	0,4	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0	0,8	0,6	0,6	0,5
Investitionen (Capex, M&A, WC)	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCFF	EUR Mio.	0,1	0,3	0,5	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	1,0	1,0	0,8	0,6	0,6	0,4
WACC	%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	11,8%	11,1%	10,3%	9,5%	8,7%	7,9%	7,2%	6,4%	5,6%	5,6%
Diskontierungssatz	%	100,0%	88,8%	78,8%	70,0%	62,6%	56,4%	51,1%	46,7%	42,9%	39,8%	37,1%	34,9%	33,0%	
PV FCFF	EUR Mio.	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	
Terminal Cashflow	EUR Mio.	0,4													
Terminal Cost of Capital	%	0,0													
Insolvenzwahrscheinlichkeit im TV	%	4,0%													
Terminal Value	EUR Mio.	4,4													
PV (Terminal Value)	EUR Mio.	1,4													
PV (CF der nächsten 10 Jahre)	EUR Mio.	4,4													
Summe der Barwerte	EUR Mio.	5,8													
Finanzschulden	EUR Mio.	-1,3													
Cash	EUR Mio.	0,3													
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	4,9													
Anzahl an Aktien	EUR Mio.	1,6													
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR Mio.	3,00													
								TV							
								EBIT-							
								Marge							
									3,00	-0,3%	0,0%	0,3%	0,6%	0,9%	1,2%
									5,0%	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70
									6,0%	2,80	2,80	2,80	2,80	2,80	2,80
									7,0%	2,90	2,90	2,90	2,90	2,90	2,90
									8,0%	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
									9,0%	3,10	3,10	3,10	3,10	3,10	3,10
									10,0%	3,20	3,30	3,20	3,20	3,20	3,20
									11,0%	3,30	3,40	3,30	3,30	3,30	3,40
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN															

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%.

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 (12 Monate):

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
22.05.2015	EUR 3,00	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

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.