asknet

Rating: Buy **Risiko: Hoch**
Kurs: EUR 1,37
Kursziel: EUR 4,20 (bislang: EUR 4,80)

Reuters: A5AGn.DE **Bloomberg:** A5A:GR

Erneute Anpassung der Guidance

Zum zweiten Mal innerhalb weniger Wochen hat das Management die Guidance für das Gesamtjahr nach unten angepasst. Ursächlich diesmal sind rückläufige Geschäftsvolumen bei zwei A-Kunden, die sich unmittelbar auf die Umsatz- und Ertragslage von asknet niederschlagen. In den vergangenen beiden Tagen wurde die Aktie dementsprechend erheblich abgestraft, so dass sich nun erstmals seit der Aufnahme unserer Coverage eine Underperformance gegenüber dem DAX ergibt. Nichtsdestotrotz sind wir von dem langfristigen Ausblick des Unternehmens überzeugt und rechnen für das kommende Geschäftsjahr wieder mit Kundengewinnen und Verbesserungen der operativen Effizienz. Wir bestätigen daher unser Buy-Rating für die Aktien der asknet AG, reduzieren jedoch unser aus einem dreiphasigen DCF-Modell abgeleitetes Kursziel auf EUR 4,20 von EUR 4,80 je Aktie (Base Case-Szenario).

Zweite Gewinnwarnung binnen weniger Wochen

Nur wenige Wochen nach der Gewinnwarnung, die im Zuge des Halbjahresberichts ausgesprochen wurde, hat das Management die Ertrags-Guidance für das Gesamtjahr erneut nach unten korrigiert. Waren im August unvorhergesehene Kosten für Produktentwicklungen und den Ausbau der eMerchandising- bzw. ePortals-Plattformen verantwortlich für die wahrscheinliche Verfehlung der Ertrags-Guidance, werden diesmal rückläufige Geschäftsvolumen bei zwei wichtigen Bestandskunden als Ursache für die Verringerung der Guidance zitiert: Zum einen liegen die Verkaufszahlen der neuen Nero-Suite, Nero 2015, einmal mehr deutlich unter den Erwartungen, zum anderen scheint F-Secure, ebenfalls A-Kunde im Portefeuille von asknet, mehr und mehr eine Multiprovider-Strategie zu verfolgen und sukzessive Download-Anteile an Wettbewerber von asknet zu verschieben. Diese beiden Entwicklungen haben zur Folge, dass das Management von asknet für das laufende Geschäftsjahr nur noch ein „negatives Konzernjahresergebnis im unteren bis mittleren sechsstelligen Euro-Bereich“ erwartet, während zuletzt von einem zumindest ausgeglichenen Ergebnis ausgegangen worden war.

Anpassung unserer Prognose

Nach der neuerlichen Anpassung der Management-Guidance haben wir unsere Prognosen für das laufende und folgende Geschäftsjahr angepasst und rechnen mit folgender Entwicklung:

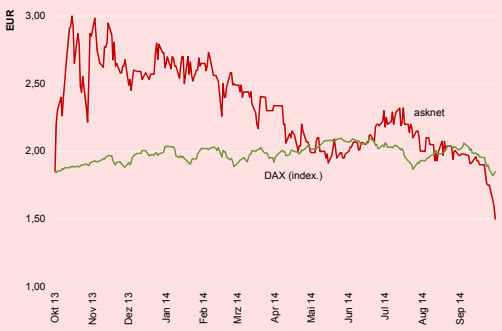
EUR Mio.	2014e		2015e	
	Neu	alt	neu	alt
Bruttoerlöse	84,9	87,8	88,5	93,0
Service Revenues	10,2	11,2	10,5	11,9
EBIT	-0,3	0,2	0,1	0,7
Nettoergebnis	-0,3	0,2	0,1	0,7
EPS (EUR)	-0,05	0,04	0,02	0,14

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

WKN/ISIN: 517330/DE0005173306
Indizes: Entry Standard All Share
Transparenzlevel: Entry Standard
Gewichtete Anzahl Aktien: 5,0 Mio.
Marktkapitalisierung: EUR 6,9 Mio.
Handelsvolumen/Tag: 10.000
Q3/2014: 14. November 2014

EUR Mio. (31/12)	2012	2013	2014e	2015e
Umsatz	74,8	82,2	84,9	88,5
Serv. Revenues	9,9	10,1	10,2	10,5
EBITDA	0,2	0,4	-0,2	0,2
EBIT	0,1	0,2	-0,3	0,1
EBT	0,1	0,2	-0,3	0,1
EAT	0,1	0,2	-0,3	0,1
% Serv. Rev.	2012	2013	2014e	2015e
EBIT	0,9%	2,3%	-3,0%	0,7%
EBT	1,0%	2,4%	-2,7%	1,2%
EAT	0,8%	2,3%	-2,7%	1,2%
Je Aktie/EUR	2012	2013	2014e	2015e
EPS	0,02	0,05	-0,05	0,02
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,71	0,75	0,70	0,72
Cashflow	0,14	-0,28	-0,36	0,05
%	2012	2013	2014e	2015e
EK-Quote	26,7%	29,1%	28,5%	27,1%
Gearing	-182%	-129%	-77%	-76%
x	2012	2013	2014e	2015e
KGV	87,5	30,0	n/a	55,5
EV/Umsatz	0,00	0,02	0,05	0,05
EV/EBIT	3,9	8,5	n/a	57,9
KBV	1,9	1,8	2,0	1,9

EUR Mio.	2014e	2015e
Guidance: Rohertrag	⇗	-
Guidance: EBIT	⇘	-



QUELLE: ONVISTA, 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

Bitte beachten Sie die Hinweise zu möglichen Interessenskonflikten und den Disclaimer auf den letzten Seiten dieser Studie.

Trotz der neuerlichen Gewinnwarnung und dem damit verbundenen Glaubwürdigkeitsverlust halten wir vor dem Hintergrund der nochmals erwarteten Kostensenkungsmaßnahmen unser Buy-Rating für die Aktien der asknet AG aufrecht. War im August die Abweichung gegenüber unserer bisherigen Schätzung mit nur etwa EUR 0,1 Mio. für die Einschätzung des Geschäftsmodells und die Ermittlung des Kursziels irrelevant, ergeben sich aus der neuerlichen Anpassung der Finanzprognosen trotz des aktuellen Zinsumfeldes Konsequenzen auf unser aus einem standardisierten DCF-Modell abgeleitetes Kursziel, das sich auf EUR 4,20 von EUR 4,80 je Aktie (Base Case-Szenario) reduziert. Auch aus dem Bull- (EUR 5,60) und Bear Case-Szenario (EUR 2,70) ergeben sich in Relation zum aktuellen Kursniveau von EUR 1,37 auskömmliche Kurspotenziale.

Basisannahmen für das DCF-Modell
Aufgrund des wenig kapitalintensiven Geschäftsmodells, bei dem Investitionen in Sachanlagen vernachlässigbar sind und aus dem Working Capital sogar Liquiditätsüberschüsse vereinnahmt werden können und der von uns erwarteten Ergebnisentwicklung ist aus unserer Sicht ein langfristig angelegtes standardisiertes dreiphasiges DCF-Modell das geeignete Bewertungsverfahren für die asknet-Aktie.

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

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

- Der **Phase 1** des DCF-Modells (Detailplanungsphase) legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2015e zugrunde und erwarten während dieses Zeitraums durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Umsätze 2013-15e in Höhe von 3,8%.
- In der anschließenden **Phase 2** (Grobplanungsphase), die 2024e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 1,5% 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 0,7% an.

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

- sich die wichtigen **Performance-Kennzahlen** während der Grobplanungsphase einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden;
- sich die **EBIT-Margen** (bezogen auf die Bruttoumsätze) von 0,1% in 2015e auf 3,2% in 2024e sukzessive erhöhen und im anschließenden Terminal Value bei 3,5% (Peak Margins) liegen werden;
- sich der **Grenzsteuersatz** aufgrund der hohen steuerlichen Verlustvorträge bis 2020e auf einem nur von Mindeststeuern hervorgerufenen Niveau bewegt und er danach auf das für Deutschland durchschnittliche Niveau von bis zu 31,0% ansteigen wird;
- asknet einen im Zeitablauf stetig steigenden **Kapitalumschlag** aufweist, was sich in steigenden Reinvestitionen (Capex, Working Capital und M&A) niederschlagen wird;
- asknet ein langfristiges Unternehmensrating von BB aufweist, was im Terminal Value mit einer jährlichen **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von etwa 1,0% verbunden ist;
- asknet mit einem **Fundamental-beta** von 1,3 (unverändert) bewertet wird, in das neben dem Markt-beta auch Risiken aus der Wettbewerbsintensität, dem Diversifizierungsgrad und der Unternehmensprognose mit jeweils 0,1 Punkten eingehen;
- dass die von asknet aktuell erwirtschafteten Cashflows mit einem durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (**WACC**) von 8,8% (bislang 9,0%) diskontiert werden. Neben dem Fundamental-beta von 1,3 setzt sich dieser aus einem quasi-risikolosen Zins von 0,7%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten

Risikoprämie für den Gesamtmarkt von derzeit 9,0% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Caps-Aufschlag von 3,0% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management (2,0%) und einer Liquiditätsprämie der Aktie (1,0%) zusammensetzt. Mit einem erwarteten Rating von BB sehen wir eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 7,0% als angemessen an. Schließlich gehen wir davon aus, dass asknet eine Zielkapitalstruktur von 50%/50% anstrebt;

- dass asknet im **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Rückgang der WACC von derzeit 8,8% auf dann 5,7% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Risikoprämie von 5,0% entsprechen würde).

TABELLE 2: WACC

Kosten des Eigenkapitals nach CAPM		
Quasi-risikoloser Zinssatz (10-jährige Bundesanleihe)	%	0,7%
Beta		1,3
Erwartete Risikoprämie	%	9,0%
Kosten des Eigenkapitals	**%**	**12,4%**
Small Cap-Prämie	**%**	**3,0%**
Management-Prämie	%	2,0%
Liquiditätsprämie	%	1,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	50,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	**%**	**6,2%**
Kosten der Verschuldung		
Quasi-risikoloser Zinssatz (10y Bundesanleihe)	%	0,7%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	7,0%
Kosten des Fremdkapitals	%	7,7%
Steuerquote	%	33,0%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	5,2%
Zielkapitalstruktur	%	50,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	**%**	**2,6%**
WACC basierend auf Marktwerten	**%**	**8,8%**

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 4,20 je Aktie

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 4,20 je Aktie (bislang: EUR 4,80)

In unserem dreistufigen DCF-Bewertungsmodell werden knapp zwei Drittel des ermittelten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, ein Drittel des Unternehmenswertes ergibt sich aus den in der Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows. Aktuell bzw. nach Erreichen des Kursziels ergeben sich die folgenden Multiplikatoren:

TABELLE 2: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL

X	Bewertung zum aktuellen Kurs		Bewertung zum Kursziel EUR 4,20	
	2014e	2015e	2014e	2015e
KGV	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz	0,05x	0,05x	0,22x	0,21x
EV/EBIT	n/a	57,9x	n/a	n/a

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

In einem Stresstest unterstellen wir folgende Szenarien und Annahmen:

Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall ein Kursrisiko bis auf EUR 2,70 und im optimistischen Fall eine Kurschance bis auf EUR 5,60 je Aktie.

- **Bull Case-Szenario:** Ein Bull Case-Szenario würde sich im Fall einer schnelleren Gewinnung von Schlüsselkunden ergeben. Katalysatoren einer solchen Entwicklung könnten anhaltende Aktivitäten seitens Digital River sein, Tier 2- und Tier 3-Kunden nicht länger als Kunden zu akzeptieren und sie kleineren Anbietern wie asknet quasi „zuzuführen". Ebenfalls als Katalysator könnte die Gewinnung weiterer Schlüsselkunden im neuen Geschäftsfeld eMerchandising sein; hier könnte sich der Referenzkunde HBO als Türöffner für die Gewinnung weiterer Brandnames auswirken. Wir haben in unserem Bull Case-Szenario ein durchschnittliches jährliches Wachstum in der Terminal Value-Phase von 1,6% sowie eine Verbesserung der operativen Marge auf 5,0% unterstellt. In diesem Fall würden wir unser Kursziel auf EUR 5,60 je Aktie (bislang: EUR 6,30) anheben.
- **Bear Case-Szenario:** In einem Bear Case-Szenario adjustieren wir die Terminal Value-EBIT-Marge von 3,5% um 150 Basispunkte auf 2,0% und reduzieren das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf 0,1%. Damit würden wir unterstellen, dass sich die Wettbewerbsintensität in beiden Geschäftsbereichen verschärfen wird und die Ausschöpfung von Synergieeffekten nicht länger die erwarteten Effekte auf die Margen hat. In diesem Szenario würde der Unternehmenswert von asknet bis auf EUR 2,70 je Aktie (bislang: EUR 3,30) zurückgehen.

ABBILDUNG 1: KURSENTWICKLUNG UND –PROGNOSE

Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 4,20 je Aktie. Voraussetzung ist die Erreichung unserer Ergebnisprognosen. In unserem Bear Case-Szenario haben wir eine Intensivierung der Wettbewerbsintensität unterstellt. In unserem Bull Case-Szenario gelingt die Neukundengewinnung noch schneller.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Katalysatoren für die Kursentwicklung

Katalysatoren zur Erreichung des ermittelten Kurszieles

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von asknet in den kommenden Monaten sehen wir insbesondere (1) Aussagen über die Ertragslage bei HBO, dem ersten eMerchandising-Kunden und (2) die Gewinnung weiterer Schlüsselkunden.

Risiken für unser Rating und Kursziel

Risiken

Risiken für unser Rating und unser Kursziel ergeben sich aus den folgenden Punkten:

- Seit dem Börsengang Ende 2006 hat asknet erhebliche **operative Verluste** angesammelt, wodurch die Reputation des Unternehmens am Kapitalmarkt gelitten hat.
- asknet hat in den letzten Jahren **kaum aktive Investor Relations-Politik** betrieben und muss Kontakte zu institutionellen Small Caps-Investoren erst sukzessive aufbauen.

- asknet ist deutlich kleiner als der **Marktführer Digital River** und steht zudem im Wettbewerb mit anderen Anbietern von E-Commerce-Outsourcing-Dienstleistungen, mit Softwareentwicklern, Billing-Anbietern, Systemintegratoren und letztlich auch Online-Einzelhändlern, die eigene E-Commerce-Seiten unterhalten.
- **Abhängigkeit von Kunden:** Die bedeutendsten fünf Kunden dürften im laufenden Jahr für knapp zwei Drittel der Service Revenues im Bereich eDistribution verantwortlich sein, so dass sich operative Schwächen dieser Kunden auch in der Ertragslage von asknet niederschlagen.
- Aus der Aktionärsstruktur lässt sich ein **möglicher Stock Overhang** der Altaktionäre ableiten, mit dessen Auswirkungen jedoch vor Erreichen zweistelliger Kurse aus unserer Sicht nicht zu rechnen ist.
- **Zyklizität der Geschäftsentwicklung:** Der Absatz von Software folgt auch zyklischen Mustern und ein unerwarteter konjunktureller Einbruch würde nach unserer Einschätzung die Ertragslage von asknet belasten.

Unternehmensprofil
Kerngeschäft von asknet ist die Erstellung und der Betrieb von Online-Shops, mit deren Hilfe der Download von Software für kleine bis mittlere, jedoch in der Regel global tätige Softwarehersteller ermöglicht wird. Darüber hinaus entwickelt und betreibt asknet Software-Beschaffungsportale für Universitäten, Hochschulen, Forschungseinrichtungen, Universitätskliniken und Unternehmen in Form von zentralen Intranet-Portalen, über die berechtigte User Softwareprodukte erwerben können.

Mit den von asknet angebotenen Produkten und Dienstleistungen wird es den Kunden ermöglicht, Software über das Internet zu vertreiben oder zu beschaffen. Aufgrund der nahtlosen Back-end- und Front-end-Integration des Online-Shops fällt es dem User in der Regel nicht unmittelbar auf, dass er auf eine asknet-Webpage wechselt und sich nicht mehr auf der Website des Unternehmens bzw. der Organisation befindet. Systembrüche treten bei den von asknet angebotenen Lösungen nicht auf. Für den Käufer entfallen die mit einem Erwerb und der Auslieferung der Software verbundenen (Reise-, Verpackungs- oder Porto-) Kosten und Wartezeiten. Für den Softwareentwickler entstehen Vorteile vor allem durch die Erweiterung der Wertschöpfungskette um die Online-Komponente, das Umgehen des Vertriebskanals und damit Margenverbesserungen, durch die hohe Skalierbarkeit der Shops, Kostenvorteile aus dem Shop-Betrieb und eine deutlich bessere Kundenbindung.

Gewinn- und Verlustrechnung, 2003-2009

		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Bruttoerlöse	**EUR Mio.**	**17,9**	**23,7**	**35,1**	**41,8**	**64,9**	**74,7**	**68,9**
YoY	%	19,6%	32,3%	48,6%	19,0%	55,2%	15,1%	-7,7%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,0	0,1	0,2	0,2	0,4	0,7	0,2
Gesamtleistung	EUR Mio.	17,9	23,8	35,3	42,0	65,3	75,4	69,1
YoY	%	19,4%	32,5%	48,7%	19,0%	55,3%	15,5%	-8,3%
Materialaufwand	EUR Mio.	-14,8	-19,9	-30,2	-35,8	-56,2	-65,8	-59,5
in % der Gesamtleistung	%	-82,3%	-84,0%	-85,6%	-85,2%	-86,2%	-87,3%	-86,1%
Rohertrag	EUR Mio.	3,2	3,8	5,1	6,2	9,0	9,6	9,6
YoY	%	25,9%	20,0%	33,1%	23,0%	44,6%	6,3%	0,5%
in % der Gesamtleistung	%	17,7%	16,0%	14,4%	14,8%	13,8%	12,7%	13,9%
Service Revenues	**EUR Mio.**	**3,1**	**3,7**	**4,9**	**6,0**	**8,7**	**8,9**	**9,5**
YoY	EUR Mio.	24,1%	18,6%	32,2%	23,1%	43,5%	2,6%	6,3%
in % der Gesamtleistung	EUR Mio.	17,4%	15,6%	13,9%	14,4%	13,3%	11,8%	13,7%
Personalaufwand	EUR Mio.	-3,0	-3,0	-3,6	-5,1	-6,1	-6,3	-5,7
in % der Bruttoerlöse	%	-17,0%	-12,7%	-10,2%	-12,3%	-9,3%	-8,4%	-8,2%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-1,7	-1,9	-2,6	-7,7	-5,7	-6,2	-5,0
in % der Bruttoerlöse	%	-9,4%	-7,9%	-7,5%	-18,4%	-8,8%	-8,3%	-7,3%
EBITDA	**EUR Mio.**	**-1,6**	**-1,1**	**-1,1**	**-6,6**	**-2,8**	**-2,9**	**-1,1**
in % der Service Revenues	%	-49,5%	-28,9%	-23,3%	-108,9%	-32,0%	-32,7%	-11,6%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	**EUR Mio.**	**-1,7**	**-1,2**	**-1,2**	**-6,7**	**-3,0**	**-3,1**	**-1,2**
YoY	%	-111,5%	-31,7%	2,6%	457,2%	-55,8%	3,9%	-59,9%
YoY	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	1,4	0,4
in % der Service Revenues	%	-55,0%	-31,7%	-24,6%	-111,4%	-34,3%	-34,8%	-13,1%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,3	0,3	0,1
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	**EUR Mio.**	**-1,7**	**-1,2**	**-1,3**	**-6,9**	**-2,7**	**-2,9**	**-1,1**
in % der Service Revenues	%	-54,7%	-31,6%	-25,9%	-114,6%	-31,3%	-32,2%	-12,0%
Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % des EBT	%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,3%	1,0%	1,0%
Nettoergebnis	**EUR Mio.**	**-1,7**	**-1,2**	**-1,3**	**-6,9**	**-2,7**	**-2,9**	**-1,1**
in % der Service Revenues	%	-54,8%	-31,7%	-25,9%	-114,8%	-31,4%	-32,5%	-12,1%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
EPS	**EUR**	**-0,34**	**-0,23**	**-0,25**	**-1,38**	**-0,54**	**-0,57**	**-0,23**

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, 2010-2015e

		2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Bruttoerlöse	**EUR Mio.**	**72,7**	**65,4**	**74,8**	**82,2**	**84,9**	**88,5**
YoY	%	5,4%	-10,0%	14,4%	9,9%	3,2%	4,3%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,1	0,2	0,9	0,6	0,4	0,3
Gesamtleistung	EUR Mio.	72,8	65,6	75,7	82,8	85,2	88,9
YoY	%	5,3%	-9,8%	15,4%	9,4%	3,0%	4,3%
Materialaufwand	EUR Mio.	-62,4	-55,6	-64,9	-72,1	-74,7	-78,1
in % der Gesamtleistung	%	-85,7%	-84,7%	-85,8%	-87,1%	-87,6%	-87,8%
Rohertrag	EUR Mio.	10,4	10,0	10,8	10,7	10,5	10,8
YoY	%	7,8%	-3,4%	7,1%	-0,5%	-1,7%	2,6%
in % der Gesamtleistung	%	101,0%	102,0%	108,8%	105,5%	103,6%	103,1%
Service Revenues	**EUR Mio.**	**10,3**	**9,8**	**9,9**	**10,1**	**10,2**	**10,5**
YoY	EUR Mio.	8,8%	-4,3%	0,4%	2,7%	0,2%	3,1%
in % der Gesamtleistung	EUR Mio.	14,1%	15,0%	13,1%	12,3%	11,9%	11,8%
Personalaufwand	EUR Mio.	-5,7	-5,9	-4,8	-5,0	-5,5	-5,7
in % der Bruttoerlöse	%	-7,8%	-9,0%	-6,3%	-6,1%	-6,5%	-6,4%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-5,3	-4,9	-5,8	-5,4	-5,2	-4,9
in % der Bruttoerlöse	%	-7,2%	-7,5%	-7,8%	-6,5%	-6,1%	-5,6%
EBITDA	**EUR Mio.**	**-0,5**	**-0,8**	**0,2**	**0,4**	**-0,2**	**0,2**
in % der Service Revenues	%	-5,2%	-7,7%	2,0%	3,7%	-1,6%	2,1%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	**EUR Mio.**	**-0,7**	**-0,9**	**0,1**	**0,2**	**-0,3**	**0,1**
YoY	%	-46,5%	34,7%	-109,5%	180,0%	-227,6%	-123,5%
YoY	EUR Mio.	-0,5	1,3	0,1	-0,3	0,3	0,3
in % der Service Revenues	%	-6,4%	-9,1%	0,9%	2,3%	-3,0%	0,7%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	**EUR Mio.**	**-0,6**	**-0,8**	**0,1**	**0,2**	**-0,3**	**0,1**
in % der Service Revenues	%	-5,7%	-8,6%	1,0%	2,4%	-2,7%	1,2%
Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % des EBT	%	6,0%	3,3%	-23,8%	-4,2%	-3,0%	-3,0%
Nettoergebnis	**EUR Mio.**	**-0,6**	**-0,9**	**0,1**	**0,2**	**-0,3**	**0,1**
in % der Service Revenues	%	-6,0%	-8,9%	0,8%	2,3%	-2,7%	1,2%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
EPS	**EUR**	**-0,12**	**-0,17**	**0,02**	**0,05**	**-0,05**	**0,02**

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung 2013 (Quartale)

		Q1/13	Q2/13	H1/13	Q3/13	9M/13	Q4/13	2013
Bruttoerlöse	**EUR Mio.**	**20,4**	**19,5**	**39,9**	**19,0**	**58,9**	**23,3**	**82,2**
YoY	%	25,3%	13,3%	19,1%	0,7%	12,5%	3,8%	9,9%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,1	0,2	0,3	0,2	0,4	0,7	1,2
Gesamtleistung	EUR Mio.	20,5	19,6	40,1	19,2	59,3	24,1	83,4
YoY	%	25,3%	13,9%	19,5%	1,4%	13,0%	3,7%	10,1%
Materialaufwand	EUR Mio.	-17,8	-17,2	-34,9	-16,7	-51,6	-20,2	-71,8
in % der Gesamtleistung	%	-86,7%	-87,5%	-87,1%	-87,0%	-87,1%	-83,9%	-86,2%
Rohertrag	EUR Mio.	2,7	2,5	5,2	2,5	7,7	3,9	11,5
YoY	%	14,5%	4,4%	9,5%	6,2%	8,4%	5,3%	7,3%
in % der Gesamtleistung	%	13,3%	12,5%	12,9%	13,0%	12,9%	16,1%	13,8%
Service Revenues	**EUR Mio.**	**2,6**	**2,3**	**4,9**	**2,3**	**7,2**	**3,2**	**10,4**
YoY	EUR Mio.	14,1%	-0,5%	6,8%	0,5%	4,7%	5,8%	5,0%
in % der Gesamtleistung	EUR Mio.	12,8%	11,7%	12,2%	12,0%	12,2%	13,1%	12,5%
Personalaufwand	EUR Mio.	-1,3	-1,2	-2,5	-1,2	-3,6	-1,2	-4,9
in % der Bruttoerlöse	%	-6,2%	-6,2%	-6,2%	-6,1%	-6,2%	-5,2%	-5,9%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-1,4	-1,2	-2,6	-1,3	-3,9	-2,4	-6,3
in % der Bruttoerlöse	%	-6,9%	-6,3%	-6,6%	-6,8%	-6,6%	-10,3%	-7,7%
EBITDA	**EUR Mio.**	**0,1**	**0,0**	**0,1**	**0,0**	**0,1**	**0,3**	**0,4**
in % der Service Revenues	%	2,4%	0,7%	1,6%	1,8%	1,7%	8,0%	3,6%
Abschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	**EUR Mio.**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,2**	**0,2**
YoY	%	-173,8%	-52,3%	-117,5%	155,7%	-123,3%	31,1%	183,5%
YoY	EUR Mio.	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Service Revenues	%	1,3%	-0,8%	0,3%	0,2%	0,3%	7,0%	2,3%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	**EUR Mio.**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,2**	**0,2**
in % der Service Revenues	%	1,3%	-0,7%	0,4%	0,2%	0,3%	6,9%	2,3%
Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % des EBT	%	-3,0%	7,3%	-12,8%	-7,0%	-11,5%	-3,0%	-3,8%
Nettoergebnis	**EUR Mio.**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,2**	**0,2**
in % der Service Revenues	%	1,3%	-0,8%	0,3%	0,2%	0,3%	6,7%	2,2%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
EPS	**EUR**	**0,01**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,04**	**0,05**

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung 2014e (Quartale)

		Q1/14	Q2/14	H1/14	Q3/14e	9M/14e	Q4/14e	2014e
Bruttoerlöse	**EUR Mio.**	**21,6**	**20,8**	**42,3**	**18,8**	**61,2**	**23,7**	**84,9**
YoY	%	5,8%	6,7%	6,2%	-1,0%	3,9%	1,5%	3,2%
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,1	0,1	0,2	0,1	0,3	0,1	0,4
Gesamtleistung	EUR Mio.	21,7	20,8	42,5	18,9	61,4	23,8	85,2
YoY	%	5,7%	6,2%	5,9%	-1,4%	3,6%	1,4%	3,0%
Materialaufwand	EUR Mio.	-18,9	-18,4	-37,3	-16,6	-53,9	-20,8	-74,7
in % der Gesamtleistung	%	-87,2%	-88,2%	-87,7%	-87,8%	-87,7%	-87,5%	-87,6%
Rohertrag	EUR Mio.	2,8	2,5	5,2	2,3	7,5	3,0	10,5
YoY	%	1,8%	0,2%	1,0%	-7,1%	-1,6%	-1,8%	-1,7%
in % der Gesamtleistung	%	103,4%	103,0%	103,2%	104,5%	103,6%	103,5%	103,6%
Service Revenues	**EUR Mio.**	**2,7**	**2,4**	**5,1**	**2,2**	**7,3**	**2,9**	**10,2**
YoY	EUR Mio.	2,4%	4,2%	3,2%	-4,2%	0,9%	-1,5%	0,2%
in % der Gesamtleistung	EUR Mio.	12,4%	11,5%	11,9%	11,7%	11,9%	12,1%	11,9%
Personalaufwand	EUR Mio.	-1,3	-1,3	-2,6	-1,3	-4,0	-1,5	-5,5
in % der Bruttoerlöse	%	-6,1%	-6,3%	-6,2%	-7,1%	-6,5%	-6,5%	-6,5%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-1,4	-1,1	-2,5	-1,3	-3,7	-1,4	-5,2
in % der Bruttoerlöse	%	-6,4%	-5,3%	-5,9%	-6,7%	-6,1%	-6,1%	-6,1%
EBITDA	**EUR Mio.**	**0,1**	**0,0**	**0,1**	**-0,3**	**-0,2**	**0,0**	**-0,2**
in % der Service Revenues	%	2,5%	1,8%	2,2%	-12,8%	-2,4%	0,4%	-1,6%
Abschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	**EUR Mio.**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**-0,3**	**-0,3**	**0,0**	**-0,3**
YoY	%	-1,6%	-166,7%	207,3%	-7081,5%	-1511,8%	-112,5%	-227,6%
YoY	EUR Mio.	-0,2	-0,5	0,1	0,2	0,2	0,1	0,3
in % der Service Revenues	%	1,2%	0,5%	0,9%	-14,5%	-3,8%	-0,9%	-3,0%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	**EUR Mio.**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**-0,3**	**-0,3**	**0,0**	**-0,3**
in % der Service Revenues	%	1,3%	0,4%	0,8%	-13,9%	-3,6%	-0,4%	-2,7%
Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % des EBT	%	-3,2%	-0,8%	-2,7%	-3,0%	-3,0%	-3,0%	-3,0%
Nettoergebnis	**EUR Mio.**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**-0,3**	**-0,3**	**0,0**	**-0,3**
in % der Service Revenues	%	1,2%	0,4%	0,8%	-13,5%	-3,5%	-0,4%	-2,7%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
EPS	**EUR**	**0,01**	**0,00**	**0,01**	**-0,06**	**-0,05**	**0,00**	**-0,05**

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz, 2003-2009

		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Langfristiges Vermögen	**EUR Mio.**	**0,2**	**0,1**	**0,1**	**0,6**	**0,4**	**0,3**	**0,2**
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2
Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristiges Vermögen	**EUR Mio.**	**4,2**	**4,0**	**5,6**	**17,0**	**16,4**	**13,8**	**13,0**
Vorräte	EUR Mio.	0,3	0,2	0,2	0,3	0,4	0,3	0,2
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	2,1	1,6	2,3	3,3	5,4	5,0	4,6
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,2	0,1	0,4	0,7	0,3	0,3
Liquide Mittel	EUR Mio.	1,7	2,0	3,0	12,9	9,9	8,2	8,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	**EUR Mio.**	**4,4**	**4,2**	**6,2**	**17,6**	**17,0**	**14,4**	**13,4**
PASSIVA								
Eigenkapital	**EUR Mio.**	**1,2**	**0,4**	**0,0**	**11,7**	**9,0**	**6,2**	**5,0**
Grundkapital	EUR Mio.	6,1	2,5	3,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Kapitalrücklage	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	7,2	4,3	1,3	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Verlustvortrag	EUR Mio.	-4,9	-2,1	-3,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.		0,0	0,0	-0,5	-0,4	-0,2	-0,1
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonderposten mit Rücklageanteil	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,4	0,8	1,1	1,1	1,6	1,3	1,4
Kurzfristige Verbindlichkeiten	**EUR Mio.**	**2,8**	**2,9**	**5,0**	**4,8**	**6,4**	**6,9**	**7,0**
Bankschulden	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verb. aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	2,4	2,4	3,2	4,3	5,7	6,4	6,3
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,4	0,5	1,9	0,5	0,7	0,5	0,6
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	**EUR Mio.**	**4,4**	**4,2**	**6,2**	**17,6**	**17,0**	**14,4**	**13,4**

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz, 2010-2015e

		2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Langfristiges Vermögen	**EUR Mio.**	**0,3**	**0,2**	**0,3**	**0,3**	**0,4**	**0,4**
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,3	0,2	0,1	0,3	0,3	0,3
Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Kurzfristiges Vermögen	**EUR Mio.**	**14,4**	**11,3**	**13,0**	**12,5**	**11,8**	**13,0**
Vorräte	EUR Mio.	0,2	0,1	0,4	1,0	1,0	1,1
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	5,1	4,8	5,4	6,4	7,4	8,4
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus nicht eingezahltem Kapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,3	0,3	0,6	0,2	0,8	0,8
Liquide Mittel	EUR Mio.	8,8	6,1	6,6	4,9	2,7	2,8
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	**EUR Mio.**	**14,9**	**11,7**	**13,5**	**13,1**	**12,3**	**13,5**
PASSIVA							
Eigenkapital	**EUR Mio.**	**4,4**	**3,5**	**3,6**	**3,8**	**3,5**	**3,6**
Grundkapital	EUR Mio.	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Kapitalrücklage	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Verlustvortrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	-0,7	-1,6	-1,5	-1,3	-1,5	-1,4
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonderposten mit Rücklageanteil	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	1,1	1,2	1,4	3,0	1,8	1,8
Kurzfristige Verbindlichkeiten	**EUR Mio.**	**9,2**	**6,8**	**8,5**	**6,2**	**7,0**	**8,0**
Bankschulden	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verb. aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	8,4	6,2	7,5	5,2	6,2	7,2
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,9	0,6	1,0	1,1	0,9	0,9
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	**EUR Mio.**	**14,9**	**11,7**	**13,5**	**13,1**	**12,3**	**13,5**

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Normalisierte Fassung), 2003-2009

		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Langfristiges Vermögen	**%**	**4,4%**	**3,0%**	**2,0%**	**3,3%**	**2,5%**	**2,3%**	**1,9%**
Immaterielles Vermögen	%	0,9%	0,9%	0,7%	1,0%	0,7%	0,7%	0,5%
Sachanlagevermögen	%	3,6%	2,2%	1,4%	1,4%	1,2%	1,0%	1,4%
Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%	0,5%	0,5%	0,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristiges Vermögen	**%**	**95,2%**	**96,0%**	**91,2%**	**96,3%**	**96,7%**	**96,1%**	**96,8%**
Vorräte	%	7,1%	5,8%	3,8%	1,9%	2,2%	2,2%	1,4%
Forderungen aus Lieferung & Leistung	%	48,1%	38,8%	37,4%	18,6%	32,0%	34,6%	34,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%
Forderungen aus nicht eingez. Kapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	1,1%	4,5%	1,9%	2,3%	4,0%	2,4%	2,1%
Liquide Mittel	%	38,9%	46,9%	48,1%	73,4%	58,5%	57,0%	59,3%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,4%	0,9%	0,3%	0,3%	0,8%	1,6%	1,4%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	6,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	**%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**
PASSIVA								
Eigenkapital	**%**	**26,7%**	**9,8%**	**0,0%**	**66,5%**	**53,0%**	**42,8%**	**37,2%**
Grundkapital	%	138,7%	60,0%	48,6%	28,6%	29,6%	35,1%	37,5%
Kapitalrücklage	%	0,0%	0,0%	0,0%	40,8%	25,4%	8,9%	0,3%
Währungsanpassungen	%	0,0%	0,4%	-0,4%	0,0%	0,1%	0,4%	0,4%
Verlustvortrag	%	-112,0%	-50,6%	-54,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzverlust/-gewinn	%	0,0%	0,0%	0,0%	-2,9%	-2,2%	-1,6%	-1,0%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	6,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionsrückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	8,1%	20,0%	18,3%	6,0%	9,4%	8,9%	10,5%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	**%**	**65,2%**	**70,2%**	**81,7%**	**27,4%**	**37,5%**	**47,9%**	**51,9%**
Bankschulden	%	1,9%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verb. aus Lieferung & Leistungen	%	54,6%	57,3%	51,2%	24,6%	33,6%	44,8%	47,1%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	8,8%	12,5%	30,5%	2,8%	3,9%	3,1%	4,8%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,3%	0,4%
Bilanzsumme	**%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (Normalisierte Fassung), 2010-2015e

		2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Langfristiges Vermögen	**%**	**2,0%**	**2,0%**	**2,2%**	**2,6%**	**2,9%**	**2,7%**
Immaterielles Vermögen	%	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%
Sachanlagevermögen	%	1,7%	1,8%	1,1%	2,5%	2,7%	2,5%
Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristiges Vermögen	**%**	**96,9%**	**96,9%**	**96,3%**	**95,7%**	**95,9%**	**96,2%**
Vorräte	%	1,5%	1,1%	2,7%	7,8%	8,4%	8,0%
Forderungen aus Lieferung & Leistung	%	34,1%	41,1%	40,1%	48,7%	59,6%	62,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus nicht eingez. Kapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	1,9%	2,7%	4,8%	1,8%	6,1%	5,6%
Liquide Mittel	%	59,3%	52,0%	48,7%	37,5%	21,8%	20,6%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1,1%	1,2%	1,5%	1,7%	1,2%	1,1%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	**%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**
PASSIVA							
Eigenkapital	**%**	**29,6%**	**30,3%**	**26,7%**	**29,1%**	**28,5%**	**27,1%**
Grundkapital	%	33,9%	43,1%	37,3%	38,6%	40,8%	37,4%
Kapitalrücklage	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Währungsanpassungen	%	0,5%	0,8%	0,5%	0,3%	0,2%	0,2%
Verlustvortrag	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzverlust/-gewinn	%	-4,8%	-13,6%	-11,2%	-9,8%	-12,5%	-10,6%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionsrückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	7,6%	10,1%	10,4%	22,8%	14,6%	13,4%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	**%**	**62,0%**	**58,5%**	**62,6%**	**47,8%**	**56,7%**	**59,4%**
Bankschulden	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verb. aus Lieferung & Leistungen	%	56,2%	53,3%	55,2%	39,4%	49,8%	53,1%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	5,8%	5,2%	7,4%	8,4%	6,9%	6,3%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,8%	1,1%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
Bilanzsumme	**%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Cashflow-Statement, 2003-2009

		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,0	-1,2	-1,3	-6,9	-2,7	-2,9	-1,1
Abschreibungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1
Ergebnis aus Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	0,0	0,5	-0,7	-1,0	-2,2	0,5	0,4
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	0,0	-0,1	0,1	-0,3	-0,3	0,4	0,1
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0
Δ Langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,5	0,3	-0,1	0,5	-0,3	0,1
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,8	1,2	1,4	0,7	-0,1
Δ Sonderposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	1,7	0,3	-0,2	0,2
Operativer Cashflow	**EUR Mio.**	**0,0**	**0,0**	**-0,7**	**-5,4**	**-2,9**	**-1,7**	**-0,1**
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,1
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2
Investiver Cashflow	**EUR Mio.**	**0,0**	**0,0**	**-0,1**	**-0,4**	**-0,1**	**-0,1**	**-0,1**
Free Cashflow	**EUR Mio.**	**0,0**	**-0,1**	**-0,8**	**-5,8**	**-3,0**	**-1,8**	**-0,2**
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,0	0,5	0,5	2,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	7,2	-2,9	-3,0	-1,2
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,1	1,4	-1,4	0,2	-0,2	0,2
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	1,6	6,8	2,7	0,2	1,0
Finanz-Cashflow	**EUR Mio.**	**0,0**	**0,4**	**3,4**	**14,7**	**0,0**	**-3,0**	**0,0**
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	0,0	0,4	2,6	8,9	-3,0	-4,8	-0,2
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	0,0	1,6	0,3	3,0	12,9	9,9	8,2
Liquide Mittel Ende Periode	**EUR Mio.**	**0,0**	**2,0**	**3,0**	**12,9**	**9,9**	**8,2**	**8,0**

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Cashflow-Statement, 2010-2015e

		2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-0,6	-0,9	0,1	0,2	-0,3	0,1
Abschreibungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Ergebnis aus Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	0,0	0,1	-0,2	-0,7	0,0	0,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	-0,5	0,3	-0,6	-0,9	-1,0	-1,0
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,3	0,4	-0,5	0,0
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0
Δ Langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	-0,3	0,1	0,2	1,6	-1,2	0,0
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	2,0	-2,1	1,2	-2,3	1,0	1,0
Δ Sonderposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,2	-0,3	0,4	0,2	0,0	0,0
Operativer Cashflow	**EUR Mio.**	**1,0**	**-2,7**	**0,7**	**-1,4**	**-1,8**	**0,2**
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	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	0,0
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	-0,2
Investiver Cashflow	**EUR Mio.**	**-0,2**	**-0,1**	**-0,2**	**-0,2**	**-0,2**	**-0,2**
Free Cashflow	**EUR Mio.**	**0,8**	**-2,8**	**0,5**	**-1,6**	**-2,0**	**0,1**
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,2	-0,2	0,4	0,1	-0,2	0,0
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-0,2	0,2	-0,4	-0,1	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	**EUR Mio.**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**-0,2**	**0,0**
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	0,8	-2,8	0,5	-1,6	-2,2	0,1
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	8,0	8,8	6,1	6,6	4,9	2,7
Liquide Mittel Ende Periode	**EUR Mio.**	**8,8**	**6,1**	**6,6**	**4,9**	**2,7**	**2,8**

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Segmente, 2003-2009

		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Bruttoerlöse	**EUR Mio.**	**17,9**	**23,7**	**35,1**	**41,8**	**64,9**	**74,7**	**68,9**
eDistribution	EUR Mio.	4,7	7,7	16,8	24,8	44,4	53,6	47,4
ePortals	EUR Mio.	13,2	15,9	18,3	17,0	20,5	21,1	21,5
YoY	**%**	**n/a**	**31,9%**	**48,6%**	**19,0%**	**55,2%**	**15,1%**	**-7,7%**
eDistribution	%	n/a	65,4%	117,0%	47,5%	78,9%	20,7%	-11,5%
ePortals	%	n/a	20,1%	15,3%	-7,1%	20,6%	2,9%	1,7%
Anteile	**%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**
eDistribution	%	26,1%	32,7%	47,8%	59,3%	68,4%	71,7%	68,8%
ePortals	%	73,9%	67,3%	52,2%	40,7%	31,6%	28,3%	31,2%
Service-Erlöse	**EUR Mio.**	**3,1**	**3,7**	**4,9**	**6,0**	**8,7**	**9,0**	**9,5**
eDistribution	EUR Mio.	0,8	1,2	2,4	3,6	6,0	6,1	7,1
ePortals	EUR Mio.	2,3	2,5	2,5	2,5	2,7	2,8	2,3
YoY	**%**	**n/a**	**18,6%**	**32,2%**	**23,1%**	**43,5%**	**3,6%**	**5,3%**
eDistribution	%	n/a	43,8%	96,2%	51,4%	67,6%	2,4%	15,7%
ePortals	%	n/a	9,3%	1,4%	-3,2%	8,4%	6,3%	-17,3%
Anteile	**%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**
eDistribution	%	26,8%	32,5%	48,2%	59,3%	69,2%	68,4%	75,2%
ePortals	%	73,2%	67,5%	51,8%	40,7%	30,8%	31,6%	24,8%
in % der Bruttoerlöse	**%**	**17,4%**	**15,7%**	**14,0%**	**14,4%**	**13,4%**	**12,0%**	**13,7%**
eDistribution	%	17,9%	15,6%	14,1%	14,4%	13,5%	11,5%	15,0%
ePortals	%	17,3%	15,7%	13,9%	14,4%	13,0%	13,4%	10,9%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Segmente, 2010-2015e

		2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Bruttoerlöse	**EUR Mio.**	**72,7**	**65,4**	**74,8**	**82,2**	**84,9**	**88,5**
eDistribution	EUR Mio.	45,5	42,2	53,2	57,3	56,6	58,0
ePortals	EUR Mio.	27,1	23,2	21,6	24,9	28,2	30,5
YoY	**%**	**5,4%**	**-10,0%**	**14,4%**	**9,9%**	**3,2%**	**4,3%**
eDistribution	%	-4,0%	-7,4%	26,2%	7,7%	-1,2%	2,5%
ePortals	%	26,1%	-14,3%	-7,1%	15,3%	13,4%	8,0%
Anteile	**%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**
eDistribution	%	62,7%	64,5%	71,1%	69,7%	66,7%	65,5%
ePortals	%	37,3%	35,5%	28,9%	30,3%	33,3%	34,5%
Service-Erlöse	**EUR Mio.**	**10,3**	**9,8**	**9,9**	**10,1**	**10,4**	**10,5**
eDistribution	EUR Mio.	7,4	6,7	7,3	7,3	7,0	6,8
ePortals	EUR Mio.	2,9	3,1	2,6	2,8	3,4	3,7
YoY	**%**	**8,8%**	**-4,3%**	**0,4%**	**2,7%**	**2,1%**	**1,2%**
eDistribution	%	4,2%	-8,9%	8,3%	0,0%	-4,2%	-2,7%
ePortals	%	22,8%	7,7%	-16,8%	10,4%	18,2%	9,1%
Anteile	**%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**
eDistribution	%	72,0%	68,5%	73,9%	71,9%	67,5%	65,0%
ePortals	%	28,0%	31,5%	26,1%	28,1%	32,5%	35,0%
in % der Bruttoerlöse	**%**	**14,2%**	**15,1%**	**13,2%**	**12,3%**	**12,2%**	**11,8%**
eDistribution	%	16,3%	16,0%	13,7%	12,7%	12,4%	11,7%
ePortals	%	10,6%	13,3%	11,9%	11,4%	11,9%	12,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Key Data									
Umsatz	EUR Mio.	74,7	68,9	72,7	65,4	74,8	82,2	84,9	88,5
Rohertrag	EUR Mio.	9,6	9,6	10,4	10,0	10,8	10,7	10,5	10,8
Service Revenues	EUR Mio.	8,9	9,5	10,3	9,8	9,9	10,1	10,2	10,5
EBITDA	EUR Mio.	-2,9	-1,1	-0,5	-0,8	0,2	0,4	-0,2	0,2
EBIT	EUR Mio.	-3,1	-1,2	-0,7	-0,9	0,1	0,2	-0,3	0,1
EBT	EUR Mio.	-2,9	-1,1	-0,6	-0,8	0,1	0,2	-0,3	0,1
Nettoergebnis	EUR Mio.	-2,9	-1,1	-0,6	-0,9	0,1	0,2	-0,3	0,1
Anzahl Mitarbeiter		99	95	98	81	87	92	88	88
Je Aktie									
Kurs Hoch	EUR	12,49	4,10	4,17	3,49	2,23			
Kurs Tief	EUR	4,00	2,08	2,56	0,89	1,17			
Kurs Durchschnitt	EUR	7,58	3,10	3,24	2,25	1,65			
Kurs Schlusskurs	EUR	4,10	3,03	2,76	1,26	1,37	1,37	1,37	1,37
EPS	EUR	-0,57	-0,23	-0,12	-0,17	0,02	0,05	-0,05	0,02
BVPS	EUR	1,22	0,99	0,87	0,70	0,71	0,75	0,70	0,72
CFPS	EUR	-0,33	-0,03	0,19	-0,54	0,14	-0,28	-0,36	0,05
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR								4,20
Performance bis Kursziel	%								206,6%
Profitabilitätskennzahlen									
EBITDA-Marge*	%	-32,7%	-11,6%	-5,2%	-7,7%	2,0%	3,7%	-1,6%	2,1%
EBIT-Marge*	%	-34,8%	-13,1%	-6,4%	-9,1%	0,9%	2,3%	-3,0%	0,7%
EBT-Marge*	%	-32,2%	-12,0%	-5,7%	-8,6%	1,0%	2,4%	-2,7%	1,2%
Netto-Marge*	%	-32,5%	-12,1%	-6,0%	-8,9%	0,8%	2,3%	-2,7%	1,2%
FCF-Marge*	%	-20,1%	-2,2%	7,8%	-28,1%	5,4%	-15,6%	-19,3%	0,8%
ROE	%	-47,0%	-23,0%	-14,1%	-24,7%	2,2%	6,1%	-7,7%	3,4%
NWC/Umsatz	%	-9,2%	-14,0%	-27,4%	-10,1%	-14,7%	23,4%	25,5%	25,1%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	755	726	741	808	860	894	964	1.006
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	-31,2	-13,0	-6,8	-11,0	1,0	2,6	-3,4	0,8
Capex/Umsatz	%	0,2%	0,3%	0,3%	0,1%	0,1%	0,4%	0,2%	0,2%
		184,2%	187,7%	212,6%	179,5%	194,3%	170,1%	153,2%	164,4%
Wachstumsraten									
Umsatz	%								
Rohertrag	%	15,1%	-7,7%	5,4%	-10,0%	14,4%	9,9%	3,2%	4,3%
Service Revenues	%	6,3%	0,5%	7,8%	-3,4%	7,1%	-0,5%	-1,7%	2,6%
EBITDA	%	2,6%	6,3%	8,8%	-4,3%	0,4%	2,7%	0,2%	3,1%
EBIT	%	4,8%	-62,4%	-51,1%	41,7%	n/a	87,7%	n/a	n/a
EBT	%	3,9%	-59,9%	-46,5%	34,7%	n/a	180,0%	n/a	n/a
Nettoergebnis	%	5,5%	-60,3%	-48,6%	45,0%	n/a	131,7%	n/a	n/a
EPS	%	6,2%	-60,3%	-46,0%	41,2%	n/a	191,4%	n/a	n/a
CFPS	%	6,2%	-60,3%	-46,0%	41,1%	n/a	191,4%	n/a	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

* Basis Service Revenues

Auf einen Blick II

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Bilanzkennzahlen									
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,3	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4
Umlaufvermögen	EUR Mio.	14,0	13,2	14,6	11,5	13,2	12,7	12,0	13,1
Eigenkapital	EUR Mio.	6,2	5,0	4,4	3,5	3,6	3,8	3,5	3,6
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	8,2	8,4	10,5	8,2	9,9	9,3	8,8	9,8
EK-Quote	%	42,8%	37,2%	29,6%	30,3%	26,7%	29,1%	28,5%	27,1%
Gearing	%	-133,0%	-159,3%	-200,2%	-171,5%	-182,5%	-128,8%	-76,5%	-76,2%
Working Capital	EUR Mio.	-1,1	-1,6	-3,1	-1,3	-1,7	2,2	2,2	2,3
Capital Employed	EUR Mio.	-0,8	-1,3	-2,8	-1,0	-1,4	2,4	2,6	2,6
Asset Turnover	x	5,2	5,1	4,9	5,6	5,5	6,3	6,9	6,6
Enterprise Value									
Anzahl Aktien	Mio.	5.040	5.040	5.040	5.044	5.044	5.044	5.044	5.044
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	62,9	20,7	21,0	17,6	11,2			
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	20,2	10,5	12,9	4,5	5,9			
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	38,2	15,6	16,3	11,3	8,3			
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	20,7	15,3	13,9	6,4	6,9	6,9	6,9	6,9
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-8,2	-8,0	-8,8	-6,1	-6,6	-4,9	-2,7	-2,8
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	54,7	12,7	12,2	11,5	4,7			
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	11,9	2,5	4,1	-1,6	-0,7			
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	29,9	7,7	7,5	5,3	1,7			
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	12,4	7,3	5,1	0,3	0,3	2,0	4,2	4,1
Bewertungskennzahlen									
EV/Umsatz Hoch	x	0,73	0,18	0,17	0,18	0,06	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	0,16	0,04	0,06	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	0,40	0,11	0,10	0,08	0,02	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	0,17	0,11	0,07	0,00	0,00	0,02	0,05	0,05
EV/Service Revenues Hoch	x	6,15	1,34	1,19	1,17	0,47	n/a	n/a	n/a
EV/Service Revenues Tief	x	1,34	0,27	0,40	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Service Revenues Durchschnitt	x	3,37	0,81	0,73	0,54	0,18	n/a	n/a	n/a
EV/Service Revenues Schlusskurs	x	1,40	0,77	0,49	0,03	0,03	0,20	0,41	0,39
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	23,2	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	2,1	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	8,7	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	1,6	5,3	n/a	19,0
EV/EBIT	x	n/a	n/a	n/a	n/a	3,9	8,5	n/a	57,9
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	142,3	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	74,7	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	105,3	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	87,5	30,0	n/a	55,5
KBV	x	3,4	3,1	3,2	1,8	1,9	1,8	2,0	1,9
KCF	x	n/a	n/a	16,7	n/a	11,5	n/a	n/a	n/a
FCF-Yield	%	-8,7%	-1,3%	5,8%	-43,6%	7,7%	-23,0%	-28,3%	1,2%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cashflow									
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-1,7	-0,1	1,0	-2,7	0,7	-1,4	-1,8	0,2
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Free Cashflow	EUR Mio.	-1,8	-0,2	0,8	-2,8	0,5	-1,6	-2,0	0,1
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

DCF-Modell

		2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TV
Umsatz	**EUR Mio.**	**84,9**	**88,5**	**91,7**	**94,2**	**96,0**	**97,3**	**98,2**	**99,0**	**99,7**	**100,4**	**101,1**	**99,7**
Umsatzwachstum	%	3,2%	4,3%	3,6%	2,7%	1,9%	1,3%	0,9%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
EBIT	**EUR Mio.**	**-0,3**	**0,1**	**0,4**	**0,7**	**1,1**	**1,4**	**1,8**	**2,2**	**2,5**	**2,9**	**3,3**	**3,5**
EBIT-Marge	%	-0,4%	0,1%	0,4%	0,8%	1,1%	1,5%	1,8%	2,2%	2,5%	2,9%	3,2%	3,5%
Steuerquote (τ)	%	-3,2%	-0,8%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-5,0%	-20,0%	-31,0%	-31,0%	-31,0%	-31,0%	-31,0%
EBIT(1-τ)	**EUR Mio.**	**-0,3**	**0,1**	**0,4**	**0,7**	**1,1**	**1,4**	**1,4**	**1,5**	**1,7**	**2,0**	**2,3**	**2,4**
Investitionen (Capex, WC, M&A)	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,3
FCFF	**EUR Mio.**	**-0,4**	**0,0**	**0,3**	**0,6**	**0,9**	**1,2**	**1,2**	**1,1**	**1,1**	**1,3**	**1,6**	**2,1**
Investiertes Kapital	EUR Mio.	0,9	1,0	1,1	1,2	1,4	1,7	2,1	2,7	3,4	3,4	0,0	0,0
ROCE	%	8,2%	44,4%	73,7%	97,1%	111,5%	102,4%	89,1%	82,5%	73,2%	5,7%	0,0%	0,0%
WACC	%	9,4%	8,8%	8,4%	8,1%	7,8%	7,4%	7,1%	6,7%	6,4%	6,0%	5,7%	5,7%
PV (FCFF)	EUR Mio.	-0,4	0,0	0,2	0,5	0,7	0,8	0,7	0,6	0,6	0,7	0,8	

Terminal Cashflow	EUR Mio.	2,1
Terminal Cost of Capital	EUR Mio.	5,7%
Terminal Value	EUR Mio.	34,9
PV (Terminal Value)	EUR Mio.	20,7
PV (Cashflow über 10 Jahre)	EUR Mio.	5,2
Summe der Barwerte	**EUR Mio.**	**25,9**
Insolvenzwahrscheinlichkeit TV p.a.	%	1,0%
Wert Operative Assets	EUR Mio.	25,9
Finanzschulden	EUR Mio.	0,0
Cash	EUR Mio.	-4,9
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	**21,0**
Anzahl Aktien	Mio.	5,0
Wert des Eigenkapitals je Aktie	**EUR**	**4,20**

		TV-CAGR						
	EUR	**-0,2%**	**0,1%**	**0,4%**	**0,7%**	**1,0%**	**1,3%**	**1,6%**
TV EBIT-Marge	**2,0%**	2,70	2,60	2,50	2,40	2,30	2,20	2,10
	2,5%	3,30	3,20	3,10	3,00	2,90	2,80	2,70
	3,0%	3,80	3,80	3,70	3,60	3,50	3,40	3,30
	3,5%	4,40	4,30	4,30	**4,20**	4,10	4,00	3,80
	4,0%	5,00	4,90	4,80	4,80	4,70	4,60	4,40
	4,5%	5,60	5,50	5,40	5,30	5,20	5,10	5,00
	5,0%	6,10	6,10	6,00	5,90	5,80	5,70	5,60

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, 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 vervielfältig, 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 ersetzten. 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 analysierte 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 analysierten Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging,
- mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- und mit diesem verbundene Unternehmen regelmäßig Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handeln,
- oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Sphene Capital GmbH verwendet die folgenden Keys:
Key 1: Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.
Key 2: Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.
Key 3: Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.
Key 4: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.
Key 5: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.

Key 6: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.
Key 7: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder eine ihr nahestehende Person/nahestehendes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
Key 8: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
Key 9: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisionseinnahmen beteiligt.
Key 10: Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen:

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
16.10.2014	EUR 4,20	Buy	8
15.08.2014	EUR 4,80	Buy	8
16.05.2014	EUR 4,80	Buy	8
07.04.2014	EUR 4,80	Buy	8
18.11.2013	EUR 4,80	Buy	8
16.10.2013	EUR 4,40	Buy	8
16.08.2013	EUR 4,00	Buy	8
15.05.2013	EUR 4,00	Buy	8
10.04.2013	EUR 4,00	Buy	8
16.11.2012	EUR 4,00	Buy	1; 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.